

Міністерство освіти і науки України
Тернопільський національний економічний університет

Л. Б. Колінець

НОВИЙ СВІТОВИЙ ФІНАНСОВИЙ ПОРЯДОК

Монографія

Тернопіль
ТНЕУ
2018

УДК 339.9
К 60

Рецензенти:

Мищенко І. М. – доктор економічних наук, професор, заслужений працівник освіти України, завідувач кафедри міжнародних економічних відносин Центральноукраїнського національного технічного університету Міністерства освіти і науки України;

Петруня Ю. Є. – доктор економічних наук, професор, заслужений діяч науки і техніки України, завідувач кафедри менеджменту ЗЕД Університету митної справи та фінансів;

Хаджинов І. В. – доктор економічних наук, професор, проректор з наукової роботи, професор кафедри міжнародних економічних відносин Донецького національного університету імені Василя Стуса.

*Рекомендовано до друку
вченою радою Тернопільського
національного економічного університету
(протокол № 6 від 13 квітня 2018 р.).*

Колінець Л. Б.

К 60 **Новий світовий фінансовий порядок** : моногр. – Тернопіль : ТНЕУ, 2018. – 360 с.
ISBN 978-966-654-495-0

У монографії розглядаються теоретичні та практичні аспекти проблеми формування нового світового фінансового порядку. Автором розкрито суть та детермінанти трансформації світового фінансового порядку, конкретизовано його інституційну архітектуру, подано альтернативні сценарії становлення нового світового фінансового порядку. Визначено стратегічні пріоритети антикризових механізмів України.

Монографія буде корисною для науковців, викладачів, аспірантів, студентів економічних спеціальностей та усіх, хто цікавиться проблемами світової економіки та міжнародних економічних відносин.

УДК 339.9

ISBN 978-966-654-495-0

© Колінець Л. Б., 2018

© ВПЦ «Економічна думка ТНЕУ», 2018

© ТНЕУ, 2018

Зміст

Передмова.....	5
I. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ СВІТОВОГО ФІНАНСОВОГО ПОРЯДКУ.....	9
1.1. Суть та основи формування світового фінансового порядку.....	9
1.2. Історичні етапи становлення нового світового фінансового порядку.....	30
1.3. Антикризове регулювання в контексті зміни світового фінансового порядку.....	63
II. ДЕТЕРМІНАНТИ ТРАНСФОРМАЦІЇ СВІТОВОГО ФІНАНСОВОГО ПОРЯДКУ.....	87
2.1. Світова фінансова криза як причина трансформації світового фінансового порядку.....	87
2.2. Вплив світових фінансових криз на економіки країн.....	119
2.3. Роль фінансових інновацій у трансформаційних змінах фінансового порядку.....	145
III. ІНСТИТУЦІОНАЛІЗАЦІЯ НОВОГО СВІТОВОГО ФІНАНСОВОГО ПОРЯДКУ.....	161
3.1. Роль міжнародних фінансових інститутів у формуванні нового світового фінансового порядку.....	161
3.2. Імперативи формування інституційного середовища нового світового фінансового порядку.....	187
3.3. Альтернативні моделі становлення нового світового фінансового порядку.....	210

IV. УКРАЇНА У ВИМІРАХ НОВОГО СВІТОВОГО ФІНАНСОВОГО ПОРЯДКУ	231
4.1. Оцінка впливу чинників трансформації світового фінансового порядку на економіку України.....	231
4.2. Аналіз антикризового регулювання в Україні.....	259
4.3. Формування антикризового механізму України у вимірах нового світового фінансового порядку.....	275
Висновки	307
Список літератури	313
Додатки	355

Передмова

Головним завданням на наступні роки є створення такого нового світового інституціонального порядку, який поступово і безконфліктно замінить діючий у світі інституціональний хаос.

Гжегож В. Колодко¹

На початку ХХІ ст. відбулося остаточне формування моделі фінансового глобалізму, виявами якої є нарощування масштабів і диверсифікації структури міжнародної інвестиційно-кредитної діяльності, активізація транскордонних потоків фінансового капіталу, лібералізація національних фінансових ринків і розширення доступу різних держав до глобальних фінансових ресурсів.

Однак пануюча упродовж останніх років неоліберальна концепція призвела до безпрецедентного наростання кризових процесів у сфері глобальних фінансів та їхньої синхронізації у просторі і часі, значного коливання глобальної ринкової кон'юнктури та повторення регіональних економічно-фінансових криз, а також постійних порушень рівноваги світогосподарської системи та нагромодження її структурних диспропорцій. Остання світова фінансова криза 2007-2010 рр. стала наймасштабнішою і найруйнівнішою для економік країн. Вона висвітлила всі проблемні моменти запобігання, раннього виявлення, протидії кризовим ситуаціям та забезпечення фінансової стабільності; зумовила необхідність у переосмис-

¹ Колодко Г. В. Глобализация, трансформация, кризис – что дальше? М.: Магистр, 2015. С.49.

ленні багатьох фундаментальних положень світової фінансової системи.

Адекватною відповіддю на ці виклики та загрози є пришвидшене формування світовим співтовариством якісно нової моделі світового фінансового порядку, здатної забезпечити досягнення міжнародною економічною системою усталеної фінансової рівноваги і стабільності, реальний доступ усіх країн до глобальних фінансових активів та гарантії їхньої національної фінансової безпеки.

Теоретичні основи фінансової глобалізації та міжнародного фінансового порядку, проблематика циклічної економічної динаміки й антикризового регулювання, закономірності та чинники світових економічних криз, умови і механізми функціонування глобального фінансового ринку, критерії та принципи розподілу світової фінансової влади ґрунтовно розроблено у працях таких зарубіжних і вітчизняних вчених, як Ф. Аллен, О. Барановський, А. Бернс, О. Білорус, В. Бітер, В. Будкін, О. Булатова, І. Бураковський, А. Веласко, В. Власов, А. Гальчинський, В. Геєць, О. Жан, В. Зарновіц, Дж. Кальво, Дж. Кейнс, М. Кондратьєв, П. Кругман, Л. Каватарі, Г. Кассель, Дж. Кауфман, Л. Кістерський, Ю. Козак, В. Козюк, Гж. Колодко, Ж. Корсеті, Н. Кравчук, А. Крисоватий, С. Кузнець, В. Куриляк, Р. Лукас, З. Луцишин, В. Мазуренко, Н. Маріон, Г. Менк'ю, М. Микитюк, В. Мітчел, М. Монтеc, Г. Мюрдаль, Ю. Пахомов, А. Песенті, А. Поручник, К. Ромер, Є. Савельєв, А. Сазерленд, Р. Солоу, Дж. Сорнетте, Дж. Сорос, О. Сохацька, Дж. Стігліц, Я. Столярчук, Я. Тінберген, Дж. Тобін, Р. Флуд, М. Фрідман, Р. Фріш, Е. Хансен, Ф. фон Хайек, Є. Хансен, Дж. Хікс, С. Хоффман, О. Шнирков, С. Юрій та ін.

У монографії розглядаються теоретичні та практичні аспекти проблеми формування нового світового фінансового порядку, суть і детермінанти його трансформації. Визначено стратегічні пріоритети антикризових механізмів України у вимірах нового світового фінансового порядку. Обґрунтовано, що неоліберальна парадигма світового фінансового порядку не здатна забезпечити стабільність і рівновагу глобальної економічної та фінансової систем і потребує докорінного реформування на основі посилення координації національних органів фінансового менеджменту щодо стабілізації фінансових та економічних дисбалансів у світовій економіці.

Структура монографії впливає із логіки дослідження. У першому розділі «Теоретичні основи світового фінансового порядку» увагу сконцентровано на дослідженні природи порядку та на інституційному середовищі світового фінансового порядку. Розкрито історичну ретроспективу становлення світового фінансового порядку: від голландського до сучасного. Показано трансформацію світового фінансового порядку в контексті кейнсіанства та неолібералізму. Розкрито теоретичні основи антикризового регулювання в контексті зміни світового фінансового порядку.

У другому розділі монографії «Детермінанти трансформації світового фінансового порядку» розкрито природу кризи як системного детермінанта зміни світового фінансового порядку. Окреслено причини виникнення фінансових криз та подано їхню класифікацію. Описано механізм виникнення й поширення світової фінансової кризи 2007–2010рр. Обґрунтовано, що саме ця криза започаткувала формування нової глобальної моделі світового фінансового порядку. Особливу увагу приділено дослідженню кризи в країнах Азії та фінансовій кризі в ЄС. Важливий акцент зроблено на дослідженні фінансових інновацій та технологічних інновацій у фінансовій сфері, розкрито їхнє значення у трансформації світового фінансового порядку.

У третьому розділі «Інституціоналізація нового світового фінансового порядку» проаналізовано діяльність G20 та Міжнародного валютного фонду. Вказано на зміни, які відбулися в їхній діяльності під впливом останньої світової фінансової кризи. Запропоновано заходи щодо реформування G20 для посилення її ролі в антикризовому регулюванні та формуванні нового світового фінансового порядку. На основі визначених недоліків у діяльності МВФ запропоновано заходи з реформування органів його управління. Розкрито альтернативні сценарії становлення нового світового фінансового порядку, конкретизовано його інституційну архітектуру, а також обґрунтовано глобальну парадигму антикризових механізмів у вимірах нового світового фінансового порядку.

У четвертому розділі монографії «Україна у вимірах нового світового фінансового порядку» комплексно охарактеризовано вплив глобальної фінансової кризи 2007-2010 рр. на економіку України. Обґрунтовано необхідність реалізації Україною в єдності механізмів реформування банківського сектору, національного фо-

ндового ринку та реформування Національного банку України. Встановлено, що Україна є абсорбентом світового фінансового порядку.

Дослідження окресленої проблематики засвідчує необхідність подальших змін у глобальному економічному управлінні та формування нового світового фінансового порядку, заснованого на нових принципах і новій інституційній основі.

I. Теоретичні основи світового фінансового порядку

1.1. Суть та основи формування світового фінансового порядку

Процеси економічної глобалізації, набувши у першій чверті XXI ст. безпрецедентних масштабів, диверсифікованих рівнів і форм прояву, закладають якісно нову парадигму розподілу світової економічної влади. Її головною ознакою є, з одного боку, неухильне нарощування конкурентного лідерства держав-лідерів світового господарства та посилення їхньої експансії на всі сегменти глобального ринку, а з іншого – формування нових центрів глобального економічного суперництва з країн – колишніх аутсайдерів світогосподарського прогресу. До останніх належать, зокрема, КНР, Індія, Бразилія, Сінгапур, Індонезія і країни близькосхідного регіону, котрі в останні десятиліття не тільки нагромадили великомасштабні економічні та технологічні ресурси, фінансовий і соціальний капітал, й реально претендують на перерозподіл цілих секторів глобальної економіки і ринкових сегментів. Окрім того, багато з цих держав вже сьогодні активно розбудовують галузі шостого технологічного укладу як ядра міжнародної конкурентоспроможності національних економік на найближчі десятиліття, що суттєво посилить їх конкурентний вплив на світогосподарську систему і головні тренди глобального науково-технічного прогресу.

Таким чином, на сьогодні стаємо свідками суттєвої передиспозиції країнових сил на економічній і політичній картах світу на користь країн – нових центрів економічної, технологічної та фінансової влади. Разом з тим, діюча інституційна система ухвалення глобальних управлінських рішень суттєво відстає від масштабів і динаміки світогосподарських зрушень і нездатна забезпечити розширення управлінських повноважень відповідності до зростаючого

внеску цих держав у глобальний суспільний прогрес. Як підсумок, маємо виникнення якісно нових міждержавних суперечностей і конфліктів, періодичне порушення світової економічної та військово-політичної рівноваги, а також спроби окремих країн переділити сфери регіонального і глобального впливу. Розв'язання цих проблем у парадигмі діючої нині моделі міжнародного економічного порядку є неможливим з огляду на відсутність реальних важелів й інструментів досягнення світовим співтовариством оптимального балансу країнових сил. Це актуалізує проблему розбудови у глобальних координатах якісно нової системи міжнародного економічного порядку, здатної забезпечити стабільний економічний поступ людства, світову економічну і військово-політичну рівновагу, мирне співіснування націй, а також реальні гарантії національної і глобальної безпеки.

Апологети глобалізації розглядають її як можливість забезпечити міжнародний порядок. Забезпечення порядку – це завжди проблема: саме тому у країнах існують уряди. Порядок є особливою проблемою в міжнародних відносинах, оскільки світовий уряд відсутній. Проблема порядку отримала класичну експозицію в працях Т. Гоббса, який вважав, що люди від природи є войовничими, але «війна всіх проти всіх» є занадто дорогою, тому вони добровільно підписують «соціальний контракт» для створення незалежної держави, наділеної монополією на застосування сили¹. В економіці, як правило, порядок вважається суспільним благом, яке за добровільною згодою не буде постачатися зовсім або не в достатньому обсязі, що обумовлює застосування державою апарату примусу.

На думку Т. Гоббса, держава є законною в силу її здатності підтримувати порядок: не існує жодного невід'ємного права на повстання чи заколот. У Д. Локка є ще одна вимога до законності – принцип справедливості, тобто дозвіл може бути скасовано, якщо якесь правило є несправедливим. У ліберальній традиції справедливість є невід'ємною частиною будь-якого законного порядку чи правила.

Не існує жодного «соціального контракту» між державами. Немає глобальної держави, проте існує 194 держави, кожна з яких

¹ Гоббс Т. Левиафан, или материя, форма и власть государства церковного и гражданского. URL: https://www.civisbook.ru/files/File/Gobbs_Leviafan.pdf.

створює суверенітет власними діями. Теорія суспільних благ припускає, що добробут і мир будуть недосяжними в «міжнародній анархії». Ця думка змусила багатьох, особливо в період після двох світових війн, виступати за всесвітню федералізацію. Економіст Л. Роббінс указав на провал класичної економічної теорії, яка була не зданою гідно оцінити хронічну неефективність політичної структури для забезпечення миру і процвітання загалом¹.

У той же час, світ не є сильно нестійким: ані в його економічних, ані в політичних відносинах. Упродовж більшої частини останніх двох століть політична структура була одним тривалим періодом миру, що переривалася короткими війнами. Економічна картина була аналогічна: тривалі періоди зростання, що переривалися короткими періодами депресії. Постає питання: як вдалося встановити відносний порядок у міжнародному житті всупереч ідеям Т. Гоббса. Можна припустити, що в економічному житті і в міжнародних відносинах повинні бути знайдені принципи порядку, які мінімально залежать від примусу влади.

Австрійський економіст Ф. Хайєк виділяв два типи порядку і правил (табл. 1.1). Організований порядок має чітко окреслену мету, спирається на чітко визначені й записані правила, має органи, які контролюють його сприйняття. Отже, ґрунтуючись на записаних чи звербалізованих засадах, організований порядок має наказовий характер. Його протилежністю є спонтанний порядок, побудований на правилах часто несвідомих, які виникли на основі людських переконань і звичаїв. Цей тип порядку виникає еволюційним способом і змінюється в часі. Він позбавлений цільового спрямування та не має організатора, а його координація залишається незапланованою й не виражається у явному вигляді. обидва типи порядку мають вплив на економіку, однак спонтанний порядок в більшій мірі сприяє її ефективному функціонуванню².

Найпотужніша метафора спонтанного порядку – це поняття рівноваги. Взявши початок з фізики XVIII століття, вона відображає соціальний світ як тенденцію до стану балансування, який постійно

¹ Robbins L. Money, Trade and International Relations. Palgrave Macmillan, 1971. P. 218.

² Hayek F.A. Droit, legislation et liberte. Regels et ordres, vol.1. Presse Universitaires de France, Paris, 1973.

наново врегульовується, навіть якщо якась зміна в одному з елементів тимчасово порушує його. Рівновага цін і витрат в ринковій економіці має свій аналог в «балансі сил» у міжнародній політиці та міжнародних фінансах. Світ у рівновазі є одночасно стабільним і зберігає елементи своєї системи. Проте, рівновага є довгостроковою перспективою, точкою тяжіння як гравітація, а не безперервним станом. Маятник постійно коливається між надлишком і недостатністю порядку, стосовно концепції економічної рівноваги Д. Кейнс вважав, що «у довгостроковій перспективі це є оманливим керівництвом у поточних справах. У довгостроковій перспективі ми всі мертві»¹.

Таблиця 1.1

Два типи порядку і правил за Ф. Хайском²

Організований порядок (податки)	Спонтанний порядок (космос)
Створений, екзогенний, упорядкований Зорганізований Простий Цільовий, холдинг організатора Має за мету існування, має об'єкти координації та контролю Управляється директивами і чітко окресленими правилами конкретний	Виник еволюційним способом Ендогенний, визрів протягом часу Комплексний Без цільового спрямування і організатора Без конкретної цілі існування Координація не планова, неусвідомлена Функціонує на основі спонтанних правил, абстрактний
Правила в організації (тези)	Правила, що регулюють спонтанний порядок
Зрозуміло й остаточно записане або сказане Конкретне Створене на основі переговорів і дискусії Різні для різних членів організації Наказовий характер	Незаписане і неказане Абстрактне Створене спонтанно, часто підсвідомо Однакове для всіх Замовний характер

Джерело: складено автором.

¹ Keynes J. M. A Tract on Monetary Reform. London: Macmillian and Co., Limited, 1923. P. 65.

² Hayek F.A. Droit, legislation et liberte. Regels et ordes, vol.1. Presse Universitaires de France, Paris, 1973.

Порядок можна розглядати як такий, що має як спонтанні, так і створені елементи. Держави навчаються жити одна з одною й розвивати правила поведінки для досить резонних впорядкованих відносин, час від часу воюючи між собою, щоб «відновити баланс». Аналогічно до цього ринкова система є частиною як спонтанного, так і розробленого порядку. Для А. Сміта та його послідовників ринки є результатом спонтанної товариськості: схильність до обміну товарами й послугами виникає через географічну невідповідність між потребами й засобами, щоб забезпечити їх. Необхідність держави пояснювалася стримуванням хижої влади бізнесу й підтримуванням установлених правил конкуренції. У свою чергу К. Маркс і К. Поланьї вважали, що «система ринку» виникає з відносин влади і є механізмом для її збереження, тому порядок завжди буде оспорюватися, а уряду необхідно його підсилувати. За влучним висловлюванням Т. Фрідмана: «Невидима рука ринку ніколи не буде працювати без прихованого кулака»¹.

На запитання про те, скільки «управління» потребує світ, не можна краще відповісти апріорі, ніж питанням у відповідь про те, скільки потрібно управління країнам. Філософи стверджують, що абсолютно справедливі суспільства вимагали б мало або взагалі не потребували уряду, тому що не було б ніякого невдоволення. Точно такі ж аргументи можуть бути почуті в міжнародній сфері. Чим більш несправедливим або нерівним є міжнародний порядок, тим більше він повинен буде підтримуватися силою. Звідси випливає, що стан глобальної справедливості, якого необхідно досягти, усунув би необхідність глобального уряду.

Існує більш фундаментальна причина вважати, що уряд (або влада) є необхідним для запобігання періодичним падінням, тобто кризам. Це пояснюється існуванням неминучої невизначеності стосовно наслідків наших дій. Уряд є необхідним для компенсації недосконалого знання наслідків шляхом запобігання авантюрам, які можуть призвести до системної катастрофи. Таким чином, уряд є необхідним інструментом забезпечення порядку в країні та є системоутворюючим елементом світового порядку з огляду на глобалізаційні процеси.

¹ Friedman T. What the World Needs Now. New York Times. 1999. 28th March.

Е. Уайтт-Уолтер¹, не зважаючи на відповідну назву своєї роботи, не пропонує чіткого визначення цього поняття, проте з контексту стає зрозумілим ототожнення цим автором поняття «світовий економічний порядок» та стан світової економіки, при цьому у висновках ним стверджується посилення тенденцій до регіоналізму, що спричинить захисну позицію ТНК, які намагатимуться збільшити своє ототожнення з окремими регіонами, та погіршить становище Японії та найбідніших країн світу, які залежать від експортних операцій.

На думку Г. Зібберта², «міжнародні правила, які уособлюють норми поведінки для урядів, фірм і громадян, зменшують трансакційні витрати». Інституційні домовленості, зокрема неформальні правила поведінки, закон, права власності на землю та ресурси, а також природу та довкілля, можна інтерпретувати як сукупність норм і процедур, які людство запровадило для управління суспільством та економікою на основі історичного досвіду. Походження цих правил є вивчення з досвіду, в основному з помилок. У широкому сенсі, інститути – не треба їх плутати з організаціями – це спосіб, за яким речі робляться у суспільстві. В економічній царині, на думку цього автора, інституційні домовленості розподіляють вигоди та альтернативну вартість економічних рішень серед фізичних осіб та інших одиниць суспільства, наприклад, індивідуальні домогосподарства, що споживають товари та постачають працю та заощадження, серед фірм, які виробляють та інвестують, серед приватного сектора або урядів та їхніх різних рівнів. Використовуючи «порядок» у значенні Фрайбурзької школи, Г. Зібберт трактує світовий економічний порядок як глобальні правила, які стосуються інституційних домовленостей між державами. У певних сферах та до певного рівня суверенні держави поступаються своїм суверенітетом. Багатостороння система правил, які встановлюються таким

¹ Wyatt-Walter A. Regionalism, Globalization, and World Economic Order. URL: http://docenti.unimc.it/u1.chelatidirar/teaching/2015/14864/files/reading-materials-on-regionalism/3_Regionalism-Globalization%20World%20Economic%20Order.pdf.

² Siebert H. The Concept of a World Economic Order. URL: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.547.41&rep=rep1&type=pdf>.

чином, обмежує поведінку суверенних держав та їхніх громадян. В економічній сфері, інституційна система стосується всіх аспектів міжнародної взаємодії та взаємозалежності, зокрема алокації товарів і ресурсів, руху капіталу, дифузії технології, руху працю та людського капіталу, а також глобального навантаження на навколишнє середовище. На додаток, система правил стосується не лише міжнародної взаємодії та взаємозалежності в реальному секторі економіки, а також стосується світової фінансової сфери.

П. Ближковський та Й. Прантл серед п'яти наріжних каменів глобального управління як основи світового економічного порядку називають¹: принципи та правила гри; структура та організація; залучення зацікавлених сторін; управління та процеси; оновлення. Формування нового світового економічного порядку та його компоненту світового фінансового порядку можливе лише за умови проведення діалогу між Заходом та Сходом, або ширше між розвинутими країнами та країнами, що набуваються все більшої соціально-економічної ваги. Різниця в ментальності та цивілізаційних основ ускладнює процес знаходження консенсусу навіть стосовно принципів, які починаються з трактування поняття «суспільне благо» та його співвідношення з «приватними благами», тобто мова йде про дискусію стосовно узгодження суспільних та приватних інтересів у межах нового світового економічного порядку. Пов'язаним з цим є різні підходи у трактуванні ролі держави у сучасних процесах. Окремі країни, що розвиваються, все ще знаходяться під впливом власних успіхів, які часто були забезпечені активною участю держави в процесах перетворень, проте новітні технології та потреби не завжди адекватно розуміються чиновниками, які намагаються зберегти свою влади та вплив, що іноді може суперечити національним інтересам розвитку інноваційного виробництва та постіндустріального суспільства.

Структура та організації, властиві сучасному світовому економічному порядку, не здатні вирішити суперечностей, які, зокрема, полягають у тому, що фінансові кризи довели, що розширення гло-

¹ Ближковский П. Глобальное экономическое управление: какие проблемы стоят перед Азией и Европой? URL: <http://www.intelros.ru/readroom/vek-globalizacii/g1-2013/18820-globalnoe-ekonomicheskoe-upravlenie-kakie-problemy-stoyat-pered-aziey-i-evropoy.html>.

балізаційних проявів не супроводжується адекватним посиленням ролі міжнародних організацій, які не змогли адекватно відреагувати на нові виклики. Одночасно з цим, зростання соціально-економічної потужності країн, що розвиваються, зокрема КНР та Індії не відображено у повноваженнях міжнародних організацій, які вже не відбивають реального балансу сил у світовій економіці та політиці. Недоліком існуючої розгалуженої системи міжнародних організацій є їхня спеціалізація та відсутність узгодженості дій при локалізації та усунення кризових явищ.

У якості узагальнюючого виклику, на думку П. Ближковського та Й. Прантла, є проблема оновлення існуючого світового економічного порядку. Основною метою для Азійського регіону є збереження миру та політичної стабільності на основі трьох ключових принципів¹: забезпечення загального блага, легітимності та довіри. Загострюється питання лідерів – агентів змін, які повинні задовольнити амбіції азійських країн, проте не зачепити інтересів західних країн світу. Отже, у визначенні джерела змін, тобто з політичного рішення до імплементації в соціально-економічній сфері або шляхом інституціалізації прикладних рішень та пропозицій, зазначені автори віддають перевагу підходу політичних рішень.

Б. Павліч та С. Хамелінк² розглядають новий міжнародний (світовий) економічний порядок разом з новим міжнародним (світовим) інформаційно-комунікаційним порядком у широкому сенсі та в довгостроковій перспективі як матеріалізацію історичних можливостей для справжньої рівності та демократії, як на національному, так і на міжнародному (світовому) рівнях. Отже, ми можемо стверджувати, що новий світовий економічний порядок, як і новий світовий фінансовий порядок значною мірою залежать від розвитку інформаційно-комунікаційних технологій, які є основою дематері-

¹ Ближковский П. Глобальное экономическое управление: какие проблемы стоят перед Азией и Европой? URL: <http://www.intelros.ru/readroom/vek-globalizacii/g1-2013/18820-globalnoe-ekonomicheskoe-upravlenie-kakie-problemy-stoyat-pered-aziey-i-evropoy.html>.

² Pavlic B., Hamelink C. The New International Economic Order: Links Between Economics and Communications. URL: <http://unesdoc.unesco.org/images/0006/000657/065765eo.pdf>.

алізації фінансової царини та використання децентралізованих блок-чейн технологій та криптографічних валют.

На думку К. Регліна¹, новий світовий економічний порядок у майбутньому буде формуватися під впливом ключової ролі економік з новостворюваними ринками як двигунів світового економічного зростання. Відкрита торгівля та тісніша економічна співпраця між розвиненими країнами та країнами з новостворюваними ринками є основою для збереження стабільності, підтримки споживання та інвестицій, покращення росту та управління ризиком за необхідності. З фінансової точки зору, тенденції вказують на формування мультиполярного валютного світу за збереження домінування долара США, проте зі збільшення ролі євро та однієї-двох азійських валют. Стосовно попередження та управління фінансовими кризами, світова економіка буде краще захищена трьома лініями: на національному рівні, стабільні інститути та податкова політика є основою антициклічної політики; на регіональному (міжнародному) рівні, регіональні фінансові фонди зможуть пом'якшити неочікувані шоки та обмежити міжрегіональне «зараження» кризами; останнім bastionом повинні стати МВФ та інші форми глобальної координації політики, зокрема G20, Рада Фінансової Стабільності та скоординовані дії центральних банків країн.

Л. Ларош², стверджував, що у давні часи чоловіки та жінки доброї волі оцінювали економічну та фінансову політику як гарну, погану, кращу або гіршу у залежності від того, чи вдавалося цій політиці сприяти розвитку якості життя родини та індивідууму у суспільстві загалом. На його думку, якщо до сих пір у цілому світ дотримується цих іудо-християнських цінностей, тому умови політики МВФ та інших інституцій необхідно вважати моральними провалами.

Б. Айченгрін³ визначає порядок як розташування елементів у відношеннях один до одного відповідно до певної послідовності,

¹ Reglin K. The New Global Economic Order – Multilateral Institutions and the New Regionalism. URL: <https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/20141110-kr-india-speech-1.pdf>

² LaRouche L. The Theory of the New Economic Order. URL: <https://pdfs.semanticscholar.org/06aa/e8010886716125dfef36d37029783f8557f2.pdf>

³ Eichengreen B. Global Monetary Order. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbforumcentralbanking201606.en.pdf>. – P. 21-64.

моделі або методу. Отже, можна побачити елементи світового валютного (монетарного) порядку в регулюванні обміну валют у різних країнах; політиці стосовно потоків міжнародного капіталу, які у різних країн включають обмеження стосовно трансакцій за капітальним рахунком, видозміни макроекономічних політик, прийняття макропруденційних заходів; елементи порядку також є у міжнародній ліквідності, яка перш за все представлена ключовими валютами, які торгують на міжнародних ліквідних ринках; нарешті, наднаціональне регулювання МВФ та угруповуваннями країн режиму обміну валют, потоків капіталу та міжнародної ліквідності. Глобальний валютний (монетарний) порядок характеризується різноманітністю різних режимів обміну валют та валютним режимів, зростаючими та волатильними міжнародними потоками капіталу, валютними диспропорціями, які змінюють розташування та не зменшують ризиковість, налаштуванням антициклічних механізмів, ефективність яких викликає сумнів.

Н. Джилман¹ вказує на те, що основою порядку денного нового міжнародного економічного порядку була серія взаємопов'язаних пропозицій реформування структури, управління та норм глобальної економіки для покращення відносної становища країн, що розвиваються, зокрема були зроблено заклик до: абсолютного права держав контролювати видобуток та продаж національних природних ресурсів; установлення та визнання природних картелів, під управлінням держав, для стабілізації (та підняття) цін на товари; регулювання ТНК; вільний перетік технологій з Півночі на Південь; надання невідкличних торгових преференцій країнам Півдня; прощення певних боргів Півдня Півночі. Усі ці заходи були спрямовані на відновлення економічного суверенітету постколоніальних країн.

Оригінальне визначення поняття світового економічного порядку запропоновано С. Юрієм та Є. Савельєвим, які трактують його як «установлення єдиних міжнародно визнаних норм, правил і законів, насамперед, для попередження та усунення причин виник-

¹ Gilman N. The New International Economic Order: A Reintroduction. URL: <http://humanityjournal.org/wp-content/uploads/2015/03/HUM-6.1-final-text-GILMAN.pdf>.

нення світових економічних криз, властивих XXI ст.»¹. На думку цих українських дослідників, таке трактування передбачає прийняття відповідних нормативно-правових актів міжнародного права та створення механізмів їх дотримання. Викликає повну підтримку визначення однією з головних внутрішніх протиріч міжнародних фінансових організацій, яке полягає в «суперечності між наднаціональним характером інструментів та інституцій світового фінансового ринку і національним характером діяльності регуляторів на користь існування глобального фінансового ринку»².

Своєю чергою, безпрецедентні масштаби і структурна динаміка фінансової глобалізації актуалізує питання забезпечення міжнародного фінансового порядку з огляду на високу інтенсивність даного процесу в останні роки минулого століття під впливом насамперед лібералізації і дерегулювання економічних процесів, а також значних науково-технічних досягнень в області інформаційних і комунікаційних технологій. Міжнародні фінансові ринки поступово здобувають незалежність і у все більшій мірі виходять за межі національного регулювання і контролю. Їхній вплив, однак, на національні економіки країн залишається значним.

Починаючи з 1990-х років, світ пережив ряд великих фінансових криз, які негативно вплинули на життя багатьох людей. Це обумовило гостру необхідність інтенсивного обговорення функціонування міжнародних фінансових ринків та проблем і недоліків, які призвели до цих криз. Таким чином обговорюється потреба формування нового світового фінансового порядку та «нової архітектури» фінансових ринків. Для внесення в подальшому пропозицій щодо формування нового світового фінансового порядку дамо теоретичне представлення концепції самого світового фінансового порядку.

На думку О. Сохацької, систематизація пропозицій науковців та попереднє узгодження національних інтересів лідерами «Великої Двадцятки» дозволяє окреслити основні напрями реформування основ функціонування світової фінансової системи для побудови нового світового фінансового порядку, а саме³:

¹ Юрій С. Новий світовий економічний порядок: історія, теорія, напрями формування. Журнал європейської економіки. 2009. № 4. С. 358.

² Там само. С. 361.

³ Сохацька О. Новий порядок на світовому фінансовому ринку: післякризові проекти і реалії. Журнал європейської економіки. 2010. № 1. С. 97.

1) призупинення падіння цін на фондові активи та споживчого попиту, відновлення кредитування виробничих інвестицій, стимулювання економічного зростання та запобігання дефляції цін досягається шляхом поступового вилучення фінансових інновацій, що є основною реформування регулювання фінансових ринків. Необхідно зазначити, що будь-які інновації, зокрема у фінансовій царині, завжди у певний часовий проміжок випереджають здатність регулюючих органів проводити ефективний моніторинг та запобігання потенційним негативним наслідкам, проте це не означає необхідність відмовитись від них. У якості можливої альтернативи для фінансових інновацій необхідно передбачити умовно «випробувальний» період, протягом якого нові фінансові інструменти та механізми повинні проходити лише обмежену емісію з моніторингом отриманих результатів та апробацією регулятивних заходів, проте необхідно пам'ятати про необхідність дотримання балансу між вільним розвитком ринкових сил та регулюванням, яке за будь-яких умов завжди є обмежувачем;

2) системний збій, який було викликано ілюзіями про можливість прибутків без ризиків, покликана подолати система контролю державних органів за диспропорціями, які пояснюються гонитвою за умовно над-прибутками, під якими розуміються ставки, що перевищуються середньоринкову прибутковість інвестицій у багато разів. Подібна система контролю може бути відносно ефективною виключно у випадку поєднання з системою самоконтролю з боку безпосередньо інвесторів та гравців на фінансовому ринку. Виключно етичні принципи є запорукою стабілізації глобальної фінансової системи, а й відповідно побудови нового світового фінансового порядку. Необхідно звернути увагу на секуляризації цих принципів, бо подібні спроби здійснюються в обмежених обсягах у межах Ісламських фінансів, які забороняють будь-яку діяльність пов'язану з отриманням «несправедливих» відсотків, але такий підхід спричиняє концентрацію основного капіталу в традиційних фінансових секторах (тобто тих, які працюють за західними стандартами) та формуванням нового типу консультативного бізнесу, коли обмежене коло спеціально навчених релігійних діячів визначають відповідність конкретних операцій нормам Корану;

3) нівелювання негативного впливу фінансових інвесторів на ринках ф'ючерсів передбачає доступ контролюючих органів до ін-

формації стосовно біржових угод. Така пропозиція містить у собі небезпеку зловживання та корупцію, можна проаналізувати реалізацію такого підходу за аналогією з банківськими установами. Під виглядом боротьби з відмиванням коштів отриманих злочинним шляхом та фінансування тероризму комерційні банки отримали монопольну владу у дозволі економічним суб'єктам використовувати належні їм кошти. Фактично для здійснення торговельної або будь-якої іншої операції клієнт банку повинен надати фінансовій установі навіть відомості, які становлять комерційну таємницю, наприклад копії контрактів. Жодних абсолютних гарантій стосовно протидії витоку цієї інформації та отримання від співробітників банку конкурентами цього клієнта звичайно немає;

4) підвищення рівня міжнародної стабільності шляхом запровадження управління гнучкими обмінними курсами, які орієнтовані на реальний обмінний курс. Виникає питання стосовно трактування поняття «реальний обмінний курс», особливо в умовах відсутності єдиного глобального еквівалента. Подібна пропозиція заслуговує на увагу виключно за умови аналітичного обґрунтування нового еквівалента, здатного замінити собою золото та існуючу маніпулятивну систему, яка базується виключно на державних інтервенціях та загальної довіри «споживачів» світової валютної системи стосовно її стабільності та відносної ефективності.

Ураховуючи вищенаведене, під **«світовим фінансовим порядком»**, ми розуміємо систему інституціоналізованих на міжнародному рівні *правил, норм і угод* упорядкування міждержавних фінансових відносин, що характеризується ієрархічно субординованою структурою країн відповідно до рівня нагромадження у них фінансового капіталу, розвитку їх національних фінансових систем і ступенем впливу на ухвалення управлінських рішень у сфері глобальних фінансів та спрямована на конвергенцію національних інтересів країн у фінансовій сфері. За своїм сутнісним змістом система світового фінансового порядку відбиває, з одного боку, формальну паритетність і недискримінаційність держав у їх фінансовому співробітництві, а з другого – існуючий баланс між формальними нормативно-правовими і реальними фінансовими умовами міждержавного співробітництва. При цьому чинні правила й норми світового фінансового порядку відображають основоположні цінності та інтереси безпеки основних учасників світової фінансової систе-

ми. Важливість інституцій і системи управління, в свою чергу, формується в результаті політичних конфігурацій та суспільних відносин виробництва. Таке розуміння сутності світового фінансового порядку дозволило виділити наступні його функції:

- адаптація елементів інституційної структури світового фінансового порядку до процесів глобалізації як на міжнародному, так і на національному рівнях як наслідок формування механізму захисту інституційних змін;
- забезпечення стабільності світової фінансової системи через мінімізацію негативних наслідків світових фінансових криз. Виконання даної функції передбачає формування інститутів і взаємозв'язків між ними, що підвищують рівень стабільності світової фінансової системи на всіх її рівнях;
- забезпечення сталого розвитку як світової економічної системи, так і окремих країн;
- формування нових інститутів та інституцій – з метою зниження трансакційних витрат регулювання міжнародної фінансової системи.

Новий світовий фінансовий порядок формується під впливом новітніх тенденцій, зокрема віртуалізацією глобального економічного простору, яка спричиняє сегментацію усталених ринків на безліч індивідуальних та корпоративних клієнтів, максимальне зближення виробника (продавця) зі споживачем, формування нових інтегрованих господарських структур плоских і розподілених у просторі, гнучких та мобільних у часі, при чому нова технологічна база обумовлює зростання ролі інформації¹ та децентралізованих фінансових ресурсів, які виходять за межі ефективного контролю національних та наднаціональних регулятивних структур.

Для осмислення суті світового фінансового порядку слід детально розглянути такі основні питання: що є інституційною основою світового фінансового порядку; що включає в себе система норм, правил і угод, на основі яких реалізують свою діяльність міжнародні інституції. Що стосується інституційної основи світового фі-

¹ Новий світовий економічний порядок та глобальні виклики для України: моногр. / В. Козюк, А. Крисоватий, Є. Савельєв та ін; за наук. ред. проф. А. Крисоватого і Є. Савельєва. Тернопіль : ТНЕУ, 2014. С. 218.

нансового порядку, то ефективність функціонування світового фінансового порядку у вирішальній мірі залежить від того, наскільки збалансованими і гармонійно взаємопов'язаними є його елементи. Долаючи деформації у відносинах між інституціями на всіх рівнях, можна добиватися підвищення загальної результативності функціонування фінансової системи та її стабільності. У зв'язку з цим актуального значення набуває проблема підтримки динамічної рівноваги між інституціями. Важливим також є усталення інституційної основи світового фінансового порядку на основі інституційного підходу. Розглянемо ці аспекти з точки зору інституціоналізму та нової інституційної економіки.

Інституціоналізм (з лат. *institutio* – «звичай, настанова») – напрям економічної думки, який сформувався у 1920-1930-ті рр. для дослідження сукупності соціально-економічних чинників (інститутів) у часі, а також для вивчення соціального контролю суспільства над економікою. Як з точки зору предмету аналізу, так і його методології, інституціоналізм протиставив себе неокласичній ортодоксальній теорії. Інституційна концепція мала подвійну мету: по-перше, створення політичної економії, або соціально-економічної теорії, на противагу розповсюдженню економічної теорії під загальною назвою «економікс»; по-друге, розроблення еволюційної теорії, яка повинна була замістити теорію рівноваги¹.

У розвитку інституціоналізму виділяють три головні етапи. Перший етап (1920-1930-ті рр.) характеризувався формуванням основних положень інституціоналізму, серед родоначальниками відзначають таких авторів, як Т. Веблен, Д. Коммонс, У. Мітчелл. Упродовж другого етапу (1940-1950-ті рр.) Д. Кларк, А. Берлі, Г. Мінз та інші представники інституціоналізму досліджували демографічні проблеми, соціально-економічні протиріччя капіталізму, розробляли теорію профспілкового руху. Третій етап (1960-1970-ті рр.; «новий» інституціоналізм, неоінституціоналізм, трансакційна економіка, економічна теорія прав власності, контрактний підхід) представлено такими дослідниками, як Я. Ноув, Д. Гелбрейт, Р. Хайлбронер та Р. Коуз, що відстоювали залежність економічних процесів від технократії та розкривали значення економіч-

¹ Фертікова Т. М. Інституційна економіка: навч. посіб. Миколаїв: Вид-во ЧДУ і. Петра Могили, 2010. С. 6.

них процесів у соціальному житті суспільства. Незважаючи на різноманіття течій та шкіл основний наголос робиться на правилах або контрактах.

Своєрідне бачення інституціоналізму та його місця у сучасній економічній теорії (а звідси – вихід на аналіз фінансової системи і фінансових інститутів) запропонували автори й укладачі п'ятитомного видання теорії та історії світової економічної думки (Ю. Ольсевич, Г. Фетісов, О. Худокормов)¹. Значення доробку вчених полягає в тому, що це один з небагатьох варіантів сучасної класифікації економічної теорії загалом та інституційної теорії зокрема, у широкому історичному контексті її виникнення, розвитку, еволюції. Класифікація дає наочне уявлення про складний процес поступу світової економічної думки, її взаємозв'язки і взаємодію, багатоманітність і єдність теорії, шкіл, течій, напрямів сучасного етапу розвитку економічної науки.

Відповідно до Д. Норта, інститути – це створені людиною обмеження, які формують людську взаємодію. Вони є «правилами гри» у суспільстві, правилами, які полегшують взаємодію людини і суспільного життя². Отже, інституційний розвиток можна розглядати як процес, за допомогою якого інститути розвиваються і гинуть, тобто тривають ендогенні й автономні процеси в суспільстві.

Якщо інститути є «правилами гри», то організації – її учасниками. Теорія економічної організації (або економіка організації) є ще одним із підходів неоінституціоналізму. Трансакційна природа фірми, за Р. Коузом, полягає в тому, що її організаційна форма та розмір вибираються за критерієм трансакційних витрат³.

За визначенням У. Гамільтона, інститут – це «словесний символ, введений для кращого опису групи суспільних звичаїв», «спосіб мислення», який став звичкою для групи людей або звичаєм для народу. На думку цього дослідника, «інститути встановлюють межі й форми людської діяльності. Світ звичаїв і традицій, до якого ми

¹ Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков. В 5 т. / сопред. редкол. Г. Г. Фетисов, А. Г. Худокормов. – Т. IV Век глобальных трансформаций. Отв. ред. Ю.Я. Ольсевич. М.: Мысль, 2004.

² North D. C. *Institution, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge University Press, New York, 1990. 152 p.

³ Коуз Р. *Фирма, рынок и право*. М.: Дело ЛТД, 1993. С. 78.

приспосовуємо наше життя, є сплетінням і безперервною матерією інститутів»¹.

Відповідно до А. Чухна, представники інституціоналізму визначали інститути як «це спосіб мислення і дії, втілений у соціальних змінах, установленнях, правилах і звичаях. Вони характеризуються значною різноманітністю і складною внутрішньою структурою. Їх класифікація базується на великій кількості критеріїв»².

Необхідно також враховувати, що існують різні рівні й типи інститутів: інститути, що регулюють формування інституційної організації суспільства, – це не ті ж інститути, які прямо регулюють економічну та соціальну поведінку. Крім того, поряд з регулятивними інститутами існують конститутивні та інструментальні інститути, що формують простори, в яких здійснюються різні типи поведінки. Прикладом перших є інститут власності, а прикладом других-фінансові інститути, що надають інструменти для акумулювання і руху капіталів.

За Д. Нортон у структурі інститутів необхідно виділити три основні компоненти (рис. 1.1)³:



Рис. 1.1. Класифікація інститутів за Д. Нортон

Джерело: North D.C. *Institution, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge University Press, New York, 1990. P. 83.

- неформальні обмеження (традиції, звичаї, соціальні умовності);

¹ Hamilton W. *Institution*. Encyclopedia of the Social Sciences. N.-Y, 1932. - V. VIII. 84 p.

² Чухно А. А. *Інституціоналізм: теорія методологія, значення*. Економіка України. 2008. № 6. С. 5.

³ North D.C. *Institution, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge University Press, New York, 1990. P. 83.

- формальні правила (конституції, закони, судові прецеденти, підзаконні нормативно-правові акти);
- механізми примусу, що забезпечують дотримання правил (суди, поліція та інше).

Дослідження інституційних особливостей розвитку сучасної фінансової системи дозволяє виявити взаємозв'язок інституційного розвитку та економічного зростання, зрозуміти логіку, основний тренд, принципи і базові елементи економічного розвитку. Питання про вплив інституційного устрою сучасного суспільства на економічне зростання в даний момент виступають предметом інтенсивних досліджень.

Д. Асемглу, С. Джонсон і Д. Робінсон указували на те, що фундаментальною причиною різного рівня ефективності функціонування національних економік виступає якість функціонуючих в них інститутів¹. Дійсно, відмінності в рівні фінансового розвитку країн, в силу яких одні виявляються донорами, а інші – реципієнтами фінансової глобалізації, залежать значною мірою від сформованих в них інститутів. Виходячи з цього, в нашому дослідженні інституціоналізм буде використовуватися як масштабний теоретичний фундамент для вивчення широкого кола емпіричних проблем, пов'язаних з трансформаційними процесами у світовому фінансовому порядку та у світовій фінансовій системі під впливом процесу фінансової глобалізації.

На наш погляд, *інституційне середовище світового фінансового порядку* – це сукупність фінансових інституцій, інститутів і механізмів, що забезпечують формування, розподіл, перерозподіл та використання фондів світової фінансової системи та національних систем. Функціонування інституційного фінансового середовища забезпечується інституціями (організаціями) за допомогою застосування запроваджених ними механізмів впливу на стан фінансових інститутів, які, в свою чергу, зумовлюють необхідність створення й структури відповідних інституцій.

У складі елементів інституційного середовища світового фінансового порядку особливу роль виконують інститути, що безпо-

¹ Acemoglu D. Institutions as fundamental causes of long-run growth. URL: <http://economics.mit.edu/files/4469>.

середньо знижують рівень трансакційних витрат, а також інститути-гаранти виконання зобов'язань.

У групі інститутів, які знижують рівень трансакційних витрат, виділяються три типи:

- організаційні нововведення, інструменти і специфічні норми. Усі вони безпосередньо знижують витрати на проведення обміну, тобто витрати трансакцій. У кінцевому підсумку їхній розвиток призводить до скасування формальних інститутів, які знижували мобільність функціонування системи, і зростання витрат трансакцій;

- інститути, що знижують інформаційну асиметрію, інформаційні витрати. Основним завданням функціонування таких інститутів є економія на масштабі операцій в результаті збільшення їх міжнародного обсягу;

- інститути, що трансформують невизначеність у ризик. Сучасне розуміння страхування, хеджування та диверсифікації портфельних ризиків має на увазі методи, які переводять невизначеність в ризики і, таким чином, через використання інституційних особливостей замість ймовірностей знижують вартість угоди, тобто витрати трансакцій.

Наступна група інститутів націлена на зниження асиметрії в нормах діяльності економічних суб'єктів. Основною метою даного типу інститутів є координація переходу від неформального статусу норм до формального, тобто обов'язкового в рамках діючих правових систем, статусу в глобальному масштабі. Вирівнювання норм діяльності економічних суб'єктів в глобальному масштабі знижує інформаційну невизначеність, створює основу створення і діяльності інститутів розподілу ризиків, а також створює рівні інституційні умови для функціонування держав та інших економічних суб'єктів у ринковій економіці.

Своєю чергою, система норм, правил і угод – основа світового фінансового порядку. Процес забезпечення світового фінансового порядку на глобальному рівні повинен бути обумовлений, перш за все, необхідністю адаптації та розробки спільних заходів міжнародними організаціями з розповсюдження загальних підходів, стандартів і кодексів для забезпечення фінансової стабільності міжнародної і національних фінансових систем. Як уже було згадано,

стандарти й кодекси є «soft law», тобто «м'яким правовим регулюванням», тобто регулюванням, що ґрунтується не на юридичних нормах і правилах, встановлених органами влади, а на добровільно взятих до виконання нормах і правилах, основними механізмами примусу до їх виконання зазвичай служать такі мотиви, як громадський осуд, загроза втрати репутації.

Привабливість методу стандартів і кодексів обумовлена, щонайменше, трьома причинами:

- цей метод має комбіновану природу, поєднання елементів ринкової дисципліни з нормами регулювання сприяє високій адаптованості методу до національної фінансової системи;
- загальність методу дозволяє застосувати його до країн з різною історією, рівнем розвитку і розташуванням;
- відносна концептуальна простота методу.

Підхід до гармонізації регулюючих функцій, побудований на стандартах і сукупності правил, націлений на формування певних орієнтирів для тих країн, які встали на шлях реформ своїх фінансових систем і з цієї причини стикаються з проблемою досягнення однієї спільної мети при одночасному врахуванні особливостей своїх розмірів, правових традицій і рівня фінансового розвитку. Механічне впровадження однакових норм і правил у різні інституційні інфраструктури може призвести до непередбачених наслідків, що переконливо доводиться досвідом приватизації останніх років в країнах з перехідною економікою.

Упровадженню міжнародних стандартів і сукупності правил може сприяти використання зваженого підходу до регулювання фінансової сфери, при якому будуть враховуватися не тільки наслідки системних шоків для фінансової стабільності, а й діяльність рейтингових агентств, яка, по суті, сприяла глобальній кредитній кризі, що спричинила за собою негативні наслідки у всій світовій фінансово-економічній системі.

У зв'язку з цим, вважаємо за доцільне більш детально розглянути діяльність даної інституційної складової світового фінансового порядку. Очевидно, що фінансовий сектор потребує об'єктивної інформації, яку й повинні забезпечувати рейтингові агентства. В умовах, що склалися кредитні рейтинги можуть бути інструментом, здатними усунути асиметрію інформації на світових фінансових

ринках і забезпечити не тільки велику ефективність діяльності всіх учасників ринку, а й стабільність усієї світової фінансової системи.

Також варто відмітити, що таких високих темпів зростання міжнародних фінансових ринків упродовж 2000–2018 рр. (мова йде про загальний тренд), якби не особлива роль рейтингових агенцій. Причиною цього є те, що в усьому світі готовність іноземних інвесторів вкладати кошти у корпоративні і урядові облігації, чію внутрішню вартість важко визначити, вимагає більш доступної інформації щодо ризику дефолту, закладеного у цих інструментах. Рейтингові агенції розробили цілісну та зрозумілу методологію, що дозволяє інвесторам робити оцінку національних і міжнародних ринків облігацій в питаннях, що виходять за межі їхньої прямої компетенції, і таким чином покращують диверсифікацію та очікувані доходи на інвестиції. Ця позитивна оцінка однаково стосується ринків як корпоративних так і урядових облігацій.

Довіра інвесторів до рейтингових агентств імовірно походить з особливої бізнес-моделі функціонування агенцій (яка передбачає проведення на платній основі фінансово-економічної перевірки), що ґрунтується на репутації їхнього аналізу. При цьому, виникають наступні питання стосовно діяльності рейтингових агентств на світовому фінансовому ринку:

- *конфлікт інтересів*: надання технічних порад щодо структури облігацій, гарантованих борговими зобов'язаннями, широко критикується і потребує більш детального аналізу. Зокрема, надання емітентами доступу до «клієнтської сторони» рейтингової моделі значно сприяло зниженню рейтингових стандартів. Про таку пряму взаємодію між емітентами й агенціями слід повідомляти аналітикам і інвесторам;

- *винагорода*: інформація про агентську винагороду, що виплачується емітентами, повинна бути відкритою для аналітиків і інвесторів. Вона повинна розраховуватись таким чином, щоб не ставити під сумнів чесність рейтингової агенції;

- *прозорість рейтингових процесів*: усе частіше лунають вимоги зобов'язати рейтингові агенції повністю розголошувати їхню методологію розрахунку рейтингів. Емітенти повинні мати можливість розуміти причини присвоєння певного рейтингу й вимагати перерахунку у випадку, коли методологія була застосована непра-

вильно. На нашу думку, ця пропозиція є небезпечною. Натомість, якщо наша мета – знизити рівень маніпуляцій з рейтингами з боку емітентів, тоді слід зробити так, щоб емітенти не могли точно знати, яким чином агенції здійснюють оцінку ризиків;

- *ефективність рейтингів*: репутація агенції ґрунтується на ефективності її рейтингів, тобто здатності присвоювати рейтинги, в яких вбудований механізм розрахунку ризику дефолту є надійним і точним прогнозним індикатором реального ризику дефолту. Тому справжню якість рейтингів агенції можна визначити лише з часом, після того, як дефолти відбулись (чи ні). Належне порівняння ефективності рейтингів є необхідним інструментом дисциплінарного впливу на рейтингові агенції. Зокрема, необхідно вести повний і належний облік початкових рейтингів, їхніх змін в часі, і долі фірм, яким ці рейтинги присвоювалися. Такий всеосяжний облік дозволить здійснювати порівняльну оцінку рейтингових агенцій, таким чином стимулюючи конкуренцію між відповідальними агенціями в аспекті якості.

Таким чином, аналіз особливостей інституційного розвитку сучасного світової фінансового порядку підтверджує наявність інституційних передумов нової парадигми його формування в умовах глобалізації. Результати попередніх етапів (як позитивні, так і негативні) зберігаються і відтворюються на наступних в процесі прийняття інституційних нововведень. При цьому відбувається інституціональна селекція – відбір норм і правил, найбільш чітко відповідають завданням нового етапу еволюції.

1.2. Історичні етапи становлення нового світового фінансового порядку

Динамічний розвиток глобалізаційних процесів показав, що світове співтовариство, зіткнувшись з глобальною фінансовою кризою, виявилось не готовим їй протистояти. Існуючий світовий фінансовий порядок виявився нестійким і неспроможним вирішувати сучасні завдання.

Світовий фінансовий порядок формувався протягом декількох століть. Однак, основний вплив на нього справили кейнсіанська економічна теорія та в подальшому неоліберальні концепції.

Основні віхи становлення світового фінансового порядку представимо у вигляді таблиці 1.2.

Таблиця 1.2

**Історичні етапи встановлення
світового фінансового порядку**

Назва	Роки існування
Голландський світовий фінансовий порядок (центр Амстердам)	XVII–XVIII ст.
Британський світовий фінансовий порядок (центр Лондон)	Початок XIX ст. – 1930 р.
Американський фінансовий порядок (центр Нью-Йорк)	1930 – 1970 рр.
Сучасний світовий фінансовий порядок	1970 р. – донині
Новий світовий фінансовий порядок	потребує формування

Розглянемо основні елементи функціонування основних з них.

Голландський світовий фінансовий порядок (центр Амстердам). З початку XVII ст. аж до останніх стадій XVIII ст. Амстердам був «вершиною» світових фінансів, світовим фінансовим центром¹. Разом з цим, Амстердам на той час був ще й центром світової торгівлі та центром концентрації корпоративних та комерційні кредитні практики були централізовані в Амстердамі. Хоча протягом цього періоду здійснення корпоративних кредитних практик проводилося в дрібних масштабах, капіталу на Амстердамської біржі було достатньо для постійного інвестування.

Створення комерційного кредиту набуло форми так званої «комісії» і «визнання угод» і передбачало випуск векселів і торгівлю ними. З поступовим зниженням значення Амстердама як світового торгового центру протягом вісімнадцятого століття, відбувалося продовження лідерства Амстердама у сфері надання комерційного кредиту. У 1602 р. тут було створено одну з найбільших на той час бірж у світі.

¹ Barbour V. Capitalism in Amsterdam in the Seventeenth Century. Michigan: Ann Arbor, 1963; Kindleberger C.P. A Financial History of Western Europe. Oxford: Oxford University Press., 1984/1993, 2nd Edition. P: 208.; Germain, R.D. The International Organization of Credit: States and Global Finance in the World-Economy. Cambridge: Cambridge University Press, 1997. P. 39–44.

Централізація комерційних кредитних практик та оформлення грошового ринку відбулося завдяки діяльності Amsterdam Exchange Bank і його мережі приватних агентів. Щоденні трансферти становили 10-12 мільйонів флоринів станом на 1776 рік. Даний банк став безпечним сховищем для залишкових коштів і дорогоцінних металів, що використовувалися для здійснення платежів¹. В якості безпечного сховища, Банк був фактично ключовим інститутом для практики грошового ринку, залучення капіталу з усієї Європи, які прагнули захисту від соціальних і політичних потрясінь.

Підйом Амстердама як світового фінансового центру був підкріплений ще й централізацією матеріальних ресурсів. Відносний вміст капіталу в Амстердамі гарантував, що з середини сімнадцятого до середини вісімнадцятого століття, в крайньому разі, процентні ставки по кредитах в Амстердамі були нижчими, ніж в інших країнах Європи². Безпосереднім джерелом накопиченого капіталу в Амстердамі був голландський «агропромисловий виробничий комплекс», який включав виробництво високоякісних текстильних виробів, суднобудування, інтенсивне сільське господарство і рибальство³. Централізація капіталу в Амстердамі підкріплювалася перевагами наявності голландських колоній і розвиненим судноплавством. Також місто було фактично найбільшим торговим портом світової економіки у сімнадцятому столітті.

Британський світовий фінансовий порядок (Лондон). У період після наполеонівських воєн Лондон стояв на вершині ієрархії світових фінансових центрів, і це положення він займав протягом усіх «Сто років миру» – з 1815 по 1914 рік.

Британський фінансовий порядок, який виник з перших десятиліть дев'ятнадцятого століття, характеризується відносною стабільністю як ієрархічних відносин влади, так і організації світових кредитних

¹ Riley J.C. *International Government Finance and the Amsterdam Capital Market, 1740–1815*. Cambridge: Cambridge University Press, 1980. P. 28.

² Braudel F. *Civilization and Capitalism 15th–18th Century*. Vol. II: *The Wheels of Commerce*. New York: Harper & Row, 1982. P. 386.; Goldsmith R.W. *Premodern Financial Systems: A Historical Comparative Study*. Cambridge: Cambridge University Press, 1987. P. 218.

³ Wallerstein I.I. *The Modern World-System, Part II: Mercantilism and the Consolidation of the European World Economy, 1600–175*. New York: Academic, 1980. P.44.

відносин. В основі відносної стабільності в британському фінансовому порядку була дифузія загальних норм і смислів, та зосередження кредитної практики у Лондоні. Значення і норми, що стосувалися створення кредитних відносин в Лондоні в дев'ятнадцятому столітті були подібними до принципів голландського фінансового порядку.

З огляду на те, що централізація британського фінансового порядку в Лондоні мала ключове значення для створення перед - золотого стандарту 1914 року, децентралізація зусиль порядку була підірвана, щоб повернутися до модифікованого золотого стандарту. У наших умовах, однак, децентралізація британського фінансового порядку також потягнула за собою зрушення в ієрархії владних відносин, що призводить до конкурсів з відповідної організації світових фінансів і ерозії ролі Лондона як комплексу управління.

Зміни в структурі влади в британському фінансовому порядку були нерозривно пов'язані з силою британських та американських національних економік, і мірою, в якій ці країни спрямовували свій капітал у свої відповідні фінансові центри. Станом на 1914 рік Сполучені Штати Америки виробляли більше третини промислового виробництва в світі, так само, як Велика Британія, Німеччина та Франції разом¹.

Провідний період Лондона, як світового фінансового центру, тривав з 1870 р. до початку Першої світової війни. Під час цього золотого часу Лондона, створення кредитних відносин все більше залежить від ролі Сіті як «перевалочного» світового фінансового центру, його переконливим депозитним потенціалом для залучення мобільного капіталу. Період розквіту Лондона був пов'язаний також з періодом фінансіалізації, тобто спекулятивне накопичення капіталу за рахунок світової кредитної практики само стало структурною особливістю порядку. Сконцентрована на Лондоні фінансіалізація була тісно пов'язана з так званою Великою депресією (1873-1896 рр.), яка, в умовах конкурентного тиску, що виходила від Німеччини та США, вдарила по промислових центрах Англії і Франції, зокрема, і заохочувала власників капіталу відвертатися від виробничих інвестицій²

¹ Hobsbawm E. *Age of Extremes: The Short Twentieth Century, 1914–1991*. London: Penguin Books, 1994. P. 97.

² Arrighi G. *The Long Twentieth Century: Money, Power and the Origins of Our Times*. London: Verso, 1994. P. 161-167.

Зміни, які відбулися в британському суспільстві після 1914 р., підірвали владу і управлінську роль соціальних сил Лондона в британському фінансовому порядку, і були повторені в усьому світі в рамках трансформації світового порядку.

Перша світова війна внесла зміни у фінансові та економічні відносини. Виникло явище, яке К. Поланьї називає «зустрічним рухом» в рамках державних суспільств: соціальні сили стежили за державними установами, щоб захистити їх від тисків саморегульованого ринку¹. Р.Кокс (1987) характеризує це, як перехід від ліберального суспільства до націоналістичного добробуту, фашистської і комуністичної форми держави². При ефективному відділенні економіки від суспільства та фінансів від зовнішньої політики, що в даний час ставиться під сумнів, наслідки цих змін для британського фінансового порядку були значними. Для більшості державних суспільств, в тому числі Великої Британії, ліберальні організаційні принципи, які були основою для сконцентрованої в Лондоні стабільності і авторитетного відтворення порядку до 1914р., стали в протиріччя до перетворення посередницької ролі держави між ринком і суспільством³. Зміни соціальних сил гарантували, що центральним банкам вже не обов'язково підтримувати золотий стандарт за рахунок місцевих підстав⁴. Підтримка золотого стандарту до 1914 року була де-факто як основою для відносно економічної стабільності, так і для поновленням британського фінансового порядку з центром в Лондоні.

Після 1914р. зміни у структурі влади в країні і за кордоном почали проявлятися у відносній нестабільності британського фінансового порядку. Американські та британські державні й громадські сили поділяли думку щодо необхідності фрагментації світової економіки, але їх контрастні позиції щодо посилення і зменшення влади певних інституцій призвели до значних розбіжностей в організації світових фінансів⁵.

¹ Polanyi K. The Great Transformation. New York: Farrar & Rinehart, 1944. URL: http://inctped.ie.ufrj.br/spiderweb/pdf_4/Great_Transformation.pdf.

² Cox R.W. Production, Power and World Order: Social Forces and the Making of History. New York: Columbia University Press, 1987. 463p.

³ Ruggie J.G International regimes, transactions, and change: embedded liberalism in the postwar economic order. International Organisation . 1982. 36/ 2. P. 392.

⁴ Там само. P. 390.

⁵ Costigliola F. Anglo-American financial rivalry in the 1920s. Journal of Economic History. 1977. Vo 37. P.35.

У підсумку, після 1918 р. відносна нестабільність в британському фінансовому порядку була спричинена змінами у владних відносинах, які прискорилися під час Першої світової війни. Відповідна децентралізація порядку між Лондоном і Нью-Йорком зробила проблематичним управління світовою кредитною практикою. Це стало ще більш явним в ході європейської фінансової кризи 1931 р., що можна вважати апогеєм британського фінансового порядку.

Коріння кризи 1931 р. лежали у кризі 1929 року на Wall Street і Великій депресії, які мали значний вплив на світову економіку. Крах і наступна кредитна криза прискорила падіння цін на промислову продукцію і товари, і дефляційна спіраль готувала поступовий крах світової торгівлі¹.

Швидкими темпами криза поширилася на Австрію і на Німеччину. Нездатність Лондона авторитетно вирішити німецьку кризу призвела до значних структурних руйнувань. Активи лондонських фінансистів в Австрії та Німеччині були замороженими через кризу, і впевненість в стабільності фунта стерлінгів зменшувалася². Континентальні європейські комерційні банки, які самі втратили ліквідність в результаті австрійських і німецьких боргів, продавали фунти стерлінгів, пробуючи тим самим збільшити свої запаси золота.

Як стверджує Р. Робертс, 1931 р. став «кінцем епохи» для Лондона і його зв'язку з світовим фінансам³.

Американський фінансовий порядок. У контексті Великої депресії і Другої світової війни, світовий кредитний ринок знаходився практично в стані спокою протягом 1930-х і першої полови-

¹ Kindleberger C.P. *The World in Depression 1929–39*. London: Allen Lane, 1973. P. 108-145; Hobsbawm E. *Age of Extremes: The Short Twentieth Century, 1914–1991*. London: Penguin Books., 1994. P. 91- 94.

² Roberts R. *The city of London as a financial centre in the era of the depression, the Second World War, and post-war official controls* / A. Gorst, L. Johnman and W. Scott Lucas (eds) *Contemporary British History 1931–1961. Politics and the Limits of Policy*. London: Pinter, 1991. P.63-64.; Cottrell P.L. *The Bank of England in its international setting* / R. Roberts and D. Kynaston (eds) *The Bank of England: Money, Power and Influence 1694–1994*. Oxford: Clarendon Press, 1995. P.100.

³ Roberts R. *The city of London as a financial centre in the era of the depression, the Second World War, and post-war official controls* / A. Gorst, L. Johnman and W. Scott Lucas (eds) *Contemporary British History 1931–1961. Politics and the Limits of Policy*. London: Pinter, 1991.P.65.

ни 1940-х років. При виникненні світового порядку з центром в Нью-Йорку, існувала велика кількість так званих «поганих» боргів, накопичених напередодні криз 1929-31рр. Виникла необхідність у масштабній реструктуризації американської кредитної практики, яку започаткувало законодавство Нового курсу.

Друга світова війна фактично спонукала США, як провідну військово-політичну державу, істотно зміцнити свою економічну і фінансову могутність, виступити ініціатором створення світового фінансового порядку, заснованого на верховенстві долара і підтримувати його накопиченими у країні загальносвітовими золотими запасами. Теоретичним підґрунтям даного фінансового порядку стало кейнсіанство, що панувало тоді в США. Основоположною повинна була стати ідея про необхідність відмови від золотого стандарту і розвитку світової валютно-фінансової системи, заснованої на твердих валютних курсах і строгому міждержавному регулюванні міжнародних торгово-економічних і валютно-фінансових відносин¹. Інституційне і юридичне оформлення світового фінансового порядку відбулося в рамках Бреттон-Вудської валютно-фінансової конференції 1944р., на якій вперше в історії були засновані міжнародні валютно-кредитні організації – Міжнародний валютний фонд (МВФ), Міжнародний банк реконструкції і розвитку (МБРР).

Крім того, на ній були визначені основні принципи функціонування даного порядку:

1. Оформилося законодавче закріплення системи золотодевізного (золотовалютного) стандарту, при якому золото як і раніше зберегло свою роль розрахункового засобу в міжнародній торгівлі. Центральні банки та урядові валютні органи країн-членів могли обмінювати належні їм долари на американське золото за фіксованим курсом – 35 доларів США за 1 тройську унцію.

2. В якості резервних і платіжних засобів крім золота в світовому обороті використовувалися долари США і фунти стерлінгів, які стали резервними валютами.

3. Велике значення приділялося діяльності міжнародних інститутів. Роль МВФ полягала в регулюванні валютно-кредитних відносин держав-членів і надання їм фінансової допомоги при валют-

¹ Бункина М. К. Валютный рынок. М.: АО «ДИС», 1995. С. 7-10, 94-95.

них ускладненнях, що викликаються дефіцитом платіжного балансу. Даний інститут повинен був надавати країнам кредити в іноземній валюті для покриття дефіциту платіжних балансів і підтримки макроекономічної стабілізації структурної перебудови економіки країн. МБРР, в свою чергу, акумулював кошти світових фінансових ринків і видавав позики державам, які не можуть скористатися послугами цих ринків в силу недостатньої кредитоспроможності.

Незважаючи на прийняті рішення, Бреттон-Вудські угоди не змогли стабілізувати курси західноєвропейських валют. Девальвацію (або ревальвацію) своїх валют провели 37 країн. Слід визнати зацікавленість країн Західної Європи в заниженні курсу своїх національних валют, внаслідок того, що девальвація стимулювала експорт, роблячи продукцію цих країн більш конкурентоспроможною, і, тим самим покращуючи стан їх торгового балансу. Тільки долар США до кінця 1949 р. зберіг свій золотий вміст, встановлений в 1934 р., незважаючи на те, що його купівельна спроможність у середині країни знизилася в порівнянні з довоєнним періодом майже вдвічі. Зниження курсів інших національних валют щодо долара сприяло тому, що долар став базою валютних паритетів, переважаючим засобом міжнародних розрахунків, валютою інтервенції і резервних активів. По суті, США встановили монопольну валютну гегемонію, світова валютна система фактично базувалася на доларовому стандарті. Фунт стерлінгів, за яким також був закріплений статус резервної валюти, втратив свою стабільність. Крім того, долар став єдиною світовою резервною валютою, конвертованою в золото. Для підтримки статусу долара як єдиної світової резервної валюти, казначейство США продовжувало обмінювати долар на золото іноземним центральним банкам за офіційною ціною, встановленою в 1934 році. Підтримувати курс долара Сполученим Штатам Америки доводилося за рахунок власних золотих резервів. Однак, наприкінці 1960-х рр. позиції долара помітно ослабли, що було викликано як власними економічними проблемами США, так і посиленням впливу країн Західної Європи і Японії.

Також варто наголосити на тому, що впродовж десятиліть після Другої світової війни відбулись досить значні структурні зміни у світовій кредитній практиці. Ринок капіталу і практики банківсько-

го кредитування, які раніше були основою світової кредитної практики, відігравали лише «залишкову роль»¹ в післявоєнному американському фінансовому порядку. У той час як практика короткострокових комерційних кредитів залишалася організованою в рамках ієрархічних інституційних мереж фінансових ринків. Відтік довгострокового міжурядового і корпоративного капіталу з національної економіки США був відмінною рисою американського фінансового порядку. В основному, у Нью-Йорку як в центрі ринку капіталу і практики банківського кредитування надавали кредити на підтримку американських міжурядових і корпоративних потоків капіталу.

Ключ до розуміння американського фінансового порядку знаходиться у двох ключових взаємопов'язаних суперечностях. По-перше, в той час як Роберт Тріффін (1960) увів в обіг термін, котрий став відомим як «парадокс Тріффіна», кредитна практика залежде могла миритись із системою Бреттон-Вудських домовленостей, за якими валютні курси були фіксованими². Довгостроковий відтік капіталу США, який спричиняв постійний дефіцит платіжного балансу, викликав щодалі більший спротив на фоні зростаючого долара.

По-друге, громадські сили Нью-Йорка дотримувались виключно ліберальних принципів та воліли підтримувати американський фінансовий порядок всередині держави, в той час як їх зростаюче домінування у генерації світових кредитних ресурсів було неминучим. Загальні інтереси громадських сил Нью-Йорка опинилися під загрозою після того, як США, починаючи із 1963 року, стали реагувати на дилему Тріффіна введенням одностороннього контролю за рухом капіталу, тим самим обмежуючи кредитну сферу, зосереджену в Нью-Йорку. Як і в часи попередніх світових фінансових укладів, подальше послаблення єдності у коаліції громадських сил в американському фінансовому порядку було пов'язане із децентралізацією. Лондон знову постав як світовий фінансовий центр

¹ Mendelsohn M.S. Money on the Move: The Modern International Capital Market. New York: McGraw-Hill Book Company, 1980. P. 53.

² Triffin R. Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility. New Haven, CT: Yale University Press, 1960. 195p. URL: <http://vivmedia.eu/download/gold+and+the+dollar+crisis+the+future+of+convertibility>.

(WFC), аби кинути виклик Нью-Йорку за першість у світових фінансах, оскільки американський порядок упродовж 1960-х років поступово занепадав.

Довгостроковий міжурядовий та корпоративний відтік капіталу з економіки США був визначальною рисою американського фінансового порядку. Такий відтік капіталу в США проявлявся в постійному довгостроковому дефіциті платіжного балансу, ефективно профінансованого за рахунок як готовності іноземних центральних банків тримати долари в якості резервів, так і ресурсами окремих осіб і фірм, зацікавлених у веденні свого бізнесу в доларах. Як слушно зазначає Дж. Холі (1987), «ці де-факто кредити іноземних урядів, приватних осіб та фірм перетворили Сполучені Штати в де-факто центральний банк, здатний створити глобальну ліквідність, сприяти розширенню торгівлі, одночасно обслуговуючи довгостроковий дефіцит платіжного балансу»¹.

Відповідно до організаційних принципів насадженого лібералізму, керівники США з 1963 р. спробували зміцнити Бреттон-Вудські монетарні домовленості через програму одностороннього управління капіталами, що скоротило відтік капіталу з США.

Обмеження на відтік капіталу із США породили попит на альтернативні джерела доларових кредитів, який не задовольнявся шляхом створення державного керованого кредиту. Через складність від появи нових центрів кредитування, зосереджених у Нью-Йорку, кредитна практика американських банкірів зосередилась на офшорних грошових ринках західноєвропейських країн, що обходять як американський, так і британський контроль за рухом капіталу. Відтік довгострокового капіталу США, притаманний американському фінансовому порядку, все частіше став заміщуватися коротко- та середньостроковим кредитом в доларах, джерелом якого були короткострокових запаси долара з офшорних євrorинків.

Упродовж 1960-х років тривав поступовий розпад осі Вашингтон – Нью-Йорк, а згодом виник альтернативний простір для кредитів із походженням з офшорних зон з центром в Лондоні, який зумів організував кредитні відносини за допомогою ринкових форм

¹ Hawley J.P. Dollars and Borders: US Government Attempts to Restrict Capital Flows, 1960–1980. New York: M.E. Sharpe, 1987. 200p.

управління. Таким чином, американський фінансовий порядок ставав все більш чітким та розділеним між Нью-Йорком та Лондоном.

Децентралізація, яка характеризує розвиток американського фінансового порядку з кінця 1950-х років і особливо після 1963 року, стала ще виразнішою у порівнянні з попередніми фінансовими укладами. Повторна поява Лондона в якості світового фінансового центру не була обґрунтована насамперед зростаючою матеріальною потугою громадських сил Лондона. Зосереджений в Лондоні капітал, що обмежував кредитні практики, в основному походив з іноземних джерел і мав короткостроковий характер, що обмежувало можливості довгострокового кредитування на грошових ринках західноєвропейських країн¹. Відносна відсутність реальної влади громадських сил Лондона гарантувала швидке формування уніорієнтованого світового фінансового порядку, оскільки замкнуті на Лондон грошові ринки західноєвропейських країн продовжували залишатися в межах впливу американського фінансового порядку.

Розвиток офшорних кредитних практик на європейському ринку залежав, в першу чергу, від порядку, за яким вони могли обходити державну структуру управління, що було можливим під управлінням американського фінансового порядку. У цьому сенсі потрібно виділити значення історичного впливу грошових ринків західноєвропейських країн та їх внесок у розвиток американського фінансового укладу як наднаціонального, такого, що декларує хід розвитку «без держави»². Грошові ринки західноєвропейських країн, однак, не були некерованими, позбавленими державного впливу. Уряди, які часто шукають альтернативні джерела кредиту, підкріпленого державними гарантіями для фінансування бюджетних дисбалансів, намагались менше контролювати та радше заохочували формування цих ринків. Зокрема, американські політики зробили чимало, аби зняти обмеження у діяльності, та фактично дали своє благословення розвитку практики Європейського кредитного ринку³.

¹ Strange S. *International Economic Relations of the Western World 1959–1971*, Vol. 2: *International Monetary Relations.*, London: Oxford University Press, 1976. P. 176-179.; Born K.E. *International Banking in the 19th and 20th Centuries*. Warwickshire: Berg Publishers, 1977. P. 306.

² Wachtel H.M. *The Money Mandarins: The Making of a Supranational Economic Order*. London: M.E. Sharpe, 1990. 272p.

³ Strange S. *Casino Capitalism*. Oxford: Blackwell, 1986. P.47-50.; Helleiner E. *States and the Re-emergence of Global Finance*. Ithaca, NY: Cornell University Press, 1994. P. 84-91.

З огляду на внесок грошових ринків західноєвропейських країн до розвитку американського фінансового порядку, державна підтримка США може здатися дещо парадоксальною. Проте, підтримка США відображала самі протиріччя американського фінансового порядку. По-перше, привабливі відсоткові ставки, доступні на ринках євровалют, заохочували іноземців купувати долари США. Це, в свою чергу, дозволило політикам США зберегти значну грошову автономію та далі відкладати вирішення питань промислової конкурентоспроможності США, а це підготовувало дефіцит та загрожувало позиціям долара в новому фінансовому порядку. По-друге, після введення контролю за рухом капіталу з 1963 року американські політики визнали, що грошові ринки західноєвропейських країн були необхідні для того, щоб фінансово забезпечити подальшу зарубіжну експансію мультинаціональним корпораціям США. Учасники євrorинку на фінансовому ринку Нью-Йорка також довели, що вони зберегли своє домінуюче становище в світі фінансів¹. Аналогічним чином, із здійсненням контролю за рухом капіталу, а потім, за підтримки США, на євrorинках загострились суперечності, які лежали біля витоків розгортання американського фінансового порядку. Окрім того, що з боку державних інститутів США їм надавалося сприяння, зорієнтоване на євrorинки Лондона, безумовно покладалися також і на підтримку британських чиновників по осі Сіті-банк – Казначейство. Міністр торгівлі Британії у післявоєнний період Гарольд Вілсон (Harold Wilson) в 1951 році дав операторам лондонських сировинних ринків дозвіл на відновлення проведення міжнародних транзакцій, що фактично відновило статус Лондона як фінансового центру генерації деномінованих у стерлінгу підтоварних позик і зробило його місцем проведення торгів девізами². Як би там не було, а серія негараздів, які спіткали фунт, продемонстрували проблематичність генерації кредитних ресурсів, деномінованих в стерлінгу.

Незважаючи на те, що американські і британські чиновники виконували зобов'язання, узяті ними перед фінансовою системою

¹ Frieden J. *Banking on the World: The Politics of International Finance*. London: Hutchinson Review, 1987. P.85.

² Strange S. *Casino Capitalism*. Oxford: Blackwell, 1986. P.47-50.; Helleiner E. *States and the Re-emergence of Global Finance*. Ithaca. NY: Cornell University Press, 1994. P. 37-38.

США, лише спорадично, споконвічні принципи ліберальної організації суспільства продовжували впливати на політиків у більшості штатів. А організаційні контури цього фінансового порядку продовжували залишатися розмитими і надалі, і в 1960-х рр. Навіть із введенням, починаючи з 1963р., заходів контролю за рухом капіталу, економіка США, все ж, продовжувала залишатися джерелом довгострокового капіталу. Попри те, що центром ділової активності в Європі залишався Лондон, Нью-Йорку вдавалося підтримувати свій статус ключового майданчика для обігу капіталів протягом усіх 1960-х років¹. Нью-Йорк залишався ключовим гравцем і на кліринговому ринку, а при тому, що процентні ставки єврозони залишалися вищими на тлі ставок за новими траншами довгострокових облігацій в Нью-Йорку, це ще більше зміцнило позиції американців². І тільки 1968 р. став єдиним роком, коли прибутковість нових траншів євробондів змогла несуттєво перевищити прибутковість зарубіжних траншів у Нью-Йорку³. Тим часом, структура американського фінансового порядку, в якій переважала державна складова, в основному, залишалася збереженою.

Розпилення центрів впливу на американську фінансову систему між Нью-Йорком і Лондоном, все ж, не привело до паралічу.

Піком процесу розхитування США як світового фінансового центру стали 1973-74рр., тобто момент розвалу Бреттон-Вудської угоди у самий розпал нафтової кризи. За висловом англійського економіста С'юзан Стрендж, 1973 рік став знаковим і «ознаменував щось схоже на перехід на іншу швидкість»⁴. Ескалація в'єтнамського конфлікту в кінці 1960-х рр. призвела до посилення навантаження на платіжний баланс у США. 1971р. став роком, коли президент Р.Ніксон скасував обмін долара на золото, тобто ту складову, яка лежала в самому серці Бреттон-Вудських угод. У той

¹ Germain R.D. The International Organization of Credit: States and Global Finance in the World-Economy. Cambridge University Press, 1997. P. 88-90.

² Cooper R.N. The Economics of Interdependence: Economic Policy in the Atlantic Community. New York: Columbia University Press, 1968. P. 132.

³ Mendelsohn M.S. Money on the Move: The Modern International Capital Market. New York: McGraw-Hill Book Company, 1980. P.211.

⁴ Strange S. International Economic Relations of the Western World 1959-1971, Vol. 2: International Monetary Relations. London: Oxford University Press, 1976. P.5-6.

час як долар не переставав бути мішенню для спекулятивних атак на євrorинках, в основі цього, т. зв. «струсу від Ніксона» лежало припущення, що відносна переоціненість долара стала причиною падіння конкурентоспроможності економіки США, призвела до збільшення безробіття і розхитувала платіжний баланс країни¹. Спроби зберегти фіксовані обмінні курси, підписавши Смітсонівського угоду, в якій розглядалася прив'язка долара до японської ієни і німецької марки, а також регулювання обмінних курсів за допомогою взаємодії центральних банків в кінцевому підсумку провалилися, і в 1973р. було прийнято плаваючий обмінний курс. Все це разом узятє – Ніксонівський шок, нездатність американської адміністрації дотримуватися Смітсонівської угоди, а також прихильність США до плаваючих обмінних курсів – лягло в основу фінансової політики «неприйняття рішень», яка призвела до фактичного збільшення значущості ринкового чинника у кредитній політиці².

Таким чином, колапс фінансової системи, заснованої на Бреттон-Вудських угодах, що трапився внаслідок американської нерозбірливості в методах, став необхідною передумовою остаточного краху американо-центричного фінансового порядку.

Дестабілізація світової економіки, що наступила після нафтової кризи 1973 року, проявилася в тому, що С. Фогель називає «політикою економічного спаду»³. Уряди провідних країн зіштовхнулися з так званим «довгим бумом» 1950-х та 1960-х років та «фіскальною кризою», що з'явилась в результаті поєднання економічної «стагфляції» та зростаючого попиту на державні витрати⁴.

¹ Brett E.A. *International Money and Capitalist Crisis: The Anatomy of Global Disintegration*. London: Heinemann Educational, 1983. P. 151.

² Strange S. *Casino Capitalism*. Oxford: Blackwell, 1986. P.38-40.; Walter A. *World Power and World Money: The Role of Hegemony and International Monetary Order*. Revised Edition, Hertfordshire: Harvester Wheatsheaf, 1993. P.209-210.; Germain R.D. *The International Organization of Credit: States and Global Finance in the World-Economy*, Cambridge. Cambridge University Press, 1997. P.98-99.

³ Vogel S.K. *Freer Markets, More Rules: Regulatory Reform in Advanced Industrial Countries*. Ithaca, NY: Cornell University Press, 1996. P.39-41.

⁴ O'Connor J. *The Fiscal Crisis of the State*. New York: St Martins Press, 1973. 304p.

Розвиток таких подій вдарив прямо в серце політики виробництва та конфігурації соціальних та політичних відношень влади, які були формою національного благополуччя державного суспільства¹.

Під впливом доктрини монетаризму Мілтона Фрідмана і в більшій чи меншій мірі в різних державних суспільствах, стагфляція та фіскальна криза почали проявлятися відмовою від кейнсіанського макроекономічного формування політики та анкетуванням про державне втручання в економіку². Монетаристський експеримент кінця 1970-х років початку 1980-х років виявився першим кроком нової переважаючої неоліберальної економіки. Неолібералізм звинувачував організовану працю та уряди за ряд надмірних вимог, підвищення заробітної плати та за витрати, які «витіснили» приватні інвестиції.

На зміну кейнсіанству, як бачимо, прийшла нова епоха неолібералізму, початок якої був покладений Ямайською валютною системою. 7—8 січня 1976 року на Ямаїці відбулася зустріч Тимчасового комітету, на якій було прийнято поправки до Статуту МВФ. Зміни до Статуту, запропоновані на Ямайській (м. Кінгстон) зустрічі, набули чинності з 1 квітня 1978 року.

Принципи Ямайської валютної системи:

- повна демонетизація золота;
- впровадження плаваючих валютних курсів;
- надання спеціальним правом запозичення МВФ статусу головного резервного активу і міжнародної розрахункової одиниці;
- поліцентричність побудови грошово-валютної світової валютної системи.

З переходом на Ямайську міжнародну валютну систему особливу перевагу отримала економіка США. Як відомо, валюти країн

¹ Cox R.W. Production, Power and World Order: Social Forces and the Making of History. New York: Columbia University Press, 1987. P.270-279.; Maier C.S. In Search of Stability: Explorations in Historical Political. Cambridge: Cambridge University Press, 1987. P. 187–224.

² Clarke S. Capitalist crisis and the rise of monetarism. London: The Merlin Press, 1987. URL: <https://homepages.warwick.ac.uk/~syrbe/pubs/SR1987.pdf>.; Van der Pijl K. Ruling classes, hegemony, and the state system. International Journal of Political Economy. 1989. Vo 19 (3). P. 7–35.

світу представляють наступну міжнародну ієрархію: резервна, міжнародна, внутрішня і замкнута. Долари США стояли на верхньому рівні представленої вище міжнародної ієрархії валют, оскільки структурі світових валютних резервів їх частка становила 63,3%, а в структурі обороту глобального валютного ринку – 86,3%. Завдяки переходу до Ямайської валютної системи США отримали можливість безконтрольно проводити емісію своєї грошової одиниці, яка стала провідною в міжнародних валютних резервах і головним засобом платежу в світових розрахунках¹.

Практика показала, що режим плаваючих валютних курсів не забезпечив їх стабільності і збалансованості розрахунків між країнами. Центральні банки витрачали великі кошти на валютні інтервенції. Тому згодом було посилено регулюючу роль МВФ щодо країн-членів, розширено межі взаємних кредитів через МВФ для покриття дефіцитів платіжних балансів, посилено координацію міжнародних фінансових організацій.

Таким чином, Ямайська валютна система, створена на основі неоліберальної концепції, також не забезпечила належної валютно-фінансової стабілізації. Її збереження і посилення ефективності вимагають подальшого дерегулювання грошової системи і грошового ринку, невтручання держави в економіку (лише обмежений вплив на інституційні основи функціонування економіки), віддаючи пріоритет грошам як економічному генератору і керуючись принципом «laisser-faire, laisser-aller» («пасивна позиція, недбалість»).

У гуманітарній науці існує розходження у питанні розуміння неолібералізму на міжнародній фінансовій арені, ролі неолібералізму в появі слабкості та кризи світового ринку.

З одного боку, деякі вчені трактують неолібералізм як процес дерегулювання фінансового ринку, для якого характерні послаблення контролю над банківським сектором і транснаціональний рух капіталу. На обговорення реформ світового фінансового ринку в значній мірі вплинуло питання дерегулювання, за словами декількох вчених через відсутність регулювання та контролю фінансового ринку інвестори та фінансові підприємства створили умови для

¹ Хаустова В. Е., Громько Н. К. Валютная система и мировые кризисы. Проблемы економіки. 2010. №4. С.9-12. URL:http://www.problecon.com/export_pdf/problems-of-economy-2010-4_0-pages-9_12.pdf.

фінансової кризи, торгуючи все більш складними цінними паперами, забезпеченими активами¹.

З іншого боку, деякі вчені доводили, що неолібералізм проявляє себе не в ступені регулювання фінансового ринку, а в зміні форм цього регулювання. Ця друга сторона неолібералізму є процесом контр-регулювання як деполітизації, або переходу регулятивної діяльності на технократичні, обмежені установи, переважно державних фінансів (міністерства фінансів та центральні банки), та приватні фінансові установи. Ми поділяємо погляди тих, хто вважає неолібералізм процесом відгородження фінансових ринків від державної перевірки та політичного конфлікту, показуючи, що не дерегулювання, а саме неоліберальне регулювання призвело до нестабільності світових фінансових ринків.

Неоліберальна політика економічного спаду в кожній країні проявлялась по-різному, формувалась різними національно-політичними та соціальними відносинами². В деяких випадках щодо політики неолібералізму досить гостро дебатували, тоді як в інших випадках, найбільш помітно у Великій Британії та США, слідуючи за перемогами соціальних сил, пов'язаних з Маргарет Тетчер та Роналдом Рейганом, він був пов'язаний з перетворенням державно-соціальної форми. Тут політика спаду була сформована навколо коаліції сил, що були прихильниками неоліберальної політичної економіки та морального традиціоналізму, ксенофобії та сімейних цінностей неоконсерватизму.

¹ Johnson S. Testimony before the Joint Committee of the US Congress Hearing, «Too Big to fail or too big to save? Examining the system threats of large financial institutions» Simon Johnson. 2009, 21 April. URL: <https://piie.com/commentary/testimonies/too-big-fail-or-too-big-save-examining-systemic-threats-large-financial.>; Pollin R. Tools for New Economy. Boston Review. 2009. January/February. URL: http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/other_publication_types/magazine___journal_articles/Boston_Review_Jan09.PDF.; Shiller R. Irrational Exuberance. New York: Doubleday, 2005. 336p.

² Overbeek H., van der Pijl, K. Restructuring capital and restructuring hegemony: neo-liberalism and the unmaking of the post-war order' / in H. Overbeek (ed.) Restructuring Hegemony in the Global Political Economy: The Rise of Transnational Neo-liberalism in the 1980s, London and New York: Routledge, 1993. 308p.

Широко неоліберальний курс, взятий політикою економічного спаду, мав деякі важливі наслідки для формування сучасного фінансового порядку. Перший і найбільш явний – неоліберальна політична економіка була в серці виникнення гіперліберальних соціально-державних форм США та Великої Британії, які, як було зазначено, зробили багато для підтримання позицій соціальних сил Нью-Йорка та Лондона в формуванні сучасного порядку.

Другий і більш загальний – неоліберальна політика забезпечує протистояння капіталу економічному спаду, також була важливою для забезпечення загальної фінансіалізації світових кредитних практик. Світовий економічний спад був таким, що до кінця 1970-х років світове виробництво досягнуло «абсолютно безвихідного положення»¹. З доходом, доступним в «реальній економіці», яка все більше послаблялася інтенсивною конкуренцією і надлишковою потужністю серед провідних корпорацій більш мультиполярної світової економіки, в фінансовій активності відбулася величезна зміна² під впливом неоліберальної політики, та уможливлена політикою лібералізації та дерегуляції, що підсилило економічну важливість фінансистів в цілому³, та суспільні сили світових фінансових центрів, зокрема, гроші, як праця і земля, стали предметом натиску коммодифікації⁴. Така коммодифікація забезпечує накопичення спекулятивного капіталу у світовій кредитній практиці, що є основою фінансіалізації.

Третій – світова кредитна практика тісно взаємопов'язана із стратегічним відношенням до сучасної державної реструктуризації.

¹ Brenner R. The world economy at the turn of the millennium: toward boom or crisis? *Review of International Political Economy*. 2001. Vo 8 (1). P. 6–44.

² Gordon D. The global economy: new edifice or crumbling foundations? *New Left Review*. 1988. Vo. 168. P. 24–65.; Boyer R. Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. *Economy and Society*. 2000. № 29.(1). P.111–145.

³ Brenner R. The world economy at the turn of the millennium: toward boom or crisis? *Review of International Political Economy*. 2001. -Vo 8 (1). P. 24–25.; Cutler T., Waine B. Social insecurity and the retreat from social democracy: occupational welfare in the long boom and financialization. *Review of International Political Economy*. 2001. Vo 8 (1). P.100-111.

⁴ Polanyi K. *The Great Transformation*. New York: Farrar & Rinehart, 1944 URL: http://inctpped.ie.ufrj.br/spiderweb/pdf_4/Great_Transformation.pdf.

Зіштовхнувшись з фіскальною кризою та відхиленими підвищеннями податків для фінансування затрат, уряди стали впевненішими у собі, ніж протягом американського фінансового порядку, після звернення до суверенної кредитної практики для покриття бюджетного дефіциту.

Четвертий – неоліберальна політика, що відреагувала на економічний спад шляхом широкого надання більшої свободи для капіталу, живила подальший розвиток офшорного простору в сучасній світовій кредитній практиці. Офшорний простір відразу ж звільняє багатонаціональні компанії та провідні банки для реструктуризації вздовж лінії, запропонованої неолібералізмом, в той час маючи на увазі, що внутрішньодержавні соціально-економічні відносини можуть бути і надалі оподаткованими.

Загалом, неоліберальна політика економічного спаду складала умови для ширшого світового порядку, які продовжували надихати лібералізацію та дерегуляцію світових кредитних практик і, фактично, центральне положення держави та суспільних сил Нью-Йорка та Лондона у формуванні сучасного фінансового порядку.

Регулятивна ціль неолібералізму доводить, що повторення світових фінансових криз відбувається через те, що творці установ міжнародного економічного управління недостатньо включили кейнсіанське розуміння недосконалості ринкового механізму, зокрема короткострокового, і таким чином потребують сильнішого контролю над світовими фінансовими операціями.

Точка зору, що світовий фінансовий порядок втілює напруженість або компроміс між неоліберальним та кейнсіанським принципами, базується на розумінні неолібералізму як проекту відсторонення держав та міжнародних організацій від процесу регулювання світового фінансового ринку. Окрім того, як довів Пітер Еванс, вимагання приватизації та дерегулювання є ідеологічними та дискурсивними засобами, які використовує державна еліта та міжнародні інвестори для просування своїх інтересів, а не відповідними рахунками реальних інституційних змін¹. В дійсності реальність є дуже схожою з реальністю Карла Поланьї: рух в напрямку дерегулювання ринку обов'язково призводить до нового циклу спроб регулю-

¹ Evans P. The Eclipse of the State? World Politics. 1997. №50(1). P. 62-87.

вання. Окрім того, при спробі делегітимізувати державний або квазі-державний контроль над фінансовими ринками прихильники неоліберальних міркувань повинні були зіштовхнутися з реальною дилемою – як утримати порядок на світових фінансових ринках, коли попередні регулятивні підходи себе дискредитували.

Рішення цієї дилеми спростило процес контррегулювання фінансового ринку за допомогою деполітизації. Державні та спірні методи економічного управління було замінено невизначеними і технократичними, які ізолюють фінансові ринки від масового політичного тиску¹. Державні установи було силоміць перебудовано з агентств, залежних від політичного тиску, на агентства, ізольовані від політичного тиску. На внутрішньому рівні найбільш зрозумілим прикладом цього є поширення практики передачі державами повного контролю над валютною політикою їх центральним банкам і одночасно надавання цим центральним банкам незалежності від інших державних агентств та законодавчих органів². В той же час державні еліти перейняли нову практику, начебто економіку веде вперед не активне державне втручання, а сили приватного ринку³.

Такий процес контррегулювання є другою стороною неолібералізму і він показує еволюцію світового фінансового порядку в декількох критичних напрямках.

Першим напрямком є зростаючий вплив суб'єктів приватних фінансів на формування світових регуляторних органів. Представники державних агентств, які користуються високою мірою інституційної ізольованості в межах держави і які підтримують тісні зв'язки із діячами приватних фінансів, часто укомплектовують

¹ Carruthers B., Babb S. and Halliday T. Institutionalizing markets, or the market for Institutions?// John Campbell, Ove Pederson (eds). *The Risk of Neoliberalism and Institutional Analysis*, Princeton, NJ: Princeton University Press, 2001. P.94-126.; Peck J., Tickell A. *Neoliberalizing Space*. Antipode. 2002. Vol. 34(3). P. 380-404.

² Maman D., Rosenhek Z. The contested institutionalization of policy paradigm shifts: The adoption of inflation targeting in Israel. URL: https://www.researchgate.net/publication/31214656_The_contested_institutionalization_of_policy_paradigm_shifts_The_adoption_of_inflation_targeting_in_Israel.

³ Krippner G. R. *The Making of US Monetary Policy: Central Bank Transparency and the Neoliberal Dilemma*. Theory and Society. 2007. Vol. 36(6). P. 477-513.

штат співробітників. Це різко обмежує їх відповідальність і надає привілеї поглядам та ідеям кіл приватних фінансів.

Друга сторона неолібералізму проявляється також при рості значення експертизи прозорості (відкритості) інформації та «технічних проблем» в світовій структурі регулювання. Більшою частиною того, що містить світовий фінансовий порядок, є еволюціонуючою системою стандартів і кодексів найкращої регулятивної та фінансової практики¹. Як зазначили Дж. Пек та А. Тікелл², швидко зростаючі технократичні підходи до регулювання відгороджують систему управління від політичної перевірки та політичного протесту. Окрім того, у зв'язку з тим, що приватні фінансові установи є сховищем даних фінансового ринку і аналітичних засобів, необхідних для оцінки цих даних, технократичне регулювання підсилює роль діячів приватного ринку в регулятивному процесі³.

Зрештою, друга сторона неолібералізму проявляється в зростаючій автономії проведення політики та міжнародній згуртованості державних міністерств фінансів та центральних банків. Наприклад, такі державні агентства підвищують легітимність приватних регулятивних органів шляхом визнання та легалізації їх ролі в більш широкій системі управління⁴. Окрім того, центральні банки та міністерства фінансів часто брали на себе керівництво з представлення заснованих на ринку рішень світової фінансової нестабільності.

Звертаючи увагу на другу сторону неолібералізму, акцентуємо важливість аналізу не лише міри, але й форм регулювання світового фінансового ринку. Покажемо значення цієї сторони неолібералізму шляхом зосередження на двох основних особливостях сучасного світового фінансового порядку – Базельської угоди про капітал та поширення інфляційного таргетування серед центральних банків країн світу.

¹ Best J. *The Limits of Financial Risk Management: Or What we Didn't Learn from the Asian Crisis*. *New Political Economy*. 2010. Vol.15. P.29-49.

² Peck J., Tickell A. *Neoliberalizing Space Antipode*. 2002. Vo. 34(3). P. 380-404.

³ Underhill G. R. D., Zhang X. *Setting the rules: private power, political underpinnings, and legitimacy in global monetary and financial governance*. *International Affairs*. 2008. Vol. 84 (3). P. 535-554.

⁴ Underhill G. R. D. *Keeping Governments out of Politics: Transnational Securities Markets, Regulatory Cooperation, and Political Legitimacy*. *Review of International Studies*. 1995. Vol. 21. No. 3. P. 251-278.

Базельські угоди про капітал є основними у функціонуванні пост-Бреттон-Вудського фінансового порядку, основа якого була не просто в збільшенні кількості правил та регулятивних органів, але й в більш широких інституційних межах, які управляли мобільністю капіталу та стабільністю обмінного курсу. Базельські угоди про капітал є важливими, тому що вони представляли новий спосіб регулювання транснаціональних потоків капіталу в час, коли безпосередній контроль капіталу в політиці було послаблено чи й зовсім усунуто. Походження та еволюція Угод відповідають певному виду контррегулювання, яким характеризується друга сторона неолібералізму. Угоду було побудовано на припущенні, що роль держави в регулюванні резервного капіталу банку полягає в якомога меншому втручанні, при незначному безперервному багатосторонньому співробітництві та нагляді. Окрім того, регулювання значною мірою приймало форму технократичної реалізації із заміною реального регулятивного нагляду складним математичним моделюванням.

Тоді як Базельські угоди та інші спроби регулювання транснаціонального капіталу отримали важливе трактування в аналізі нової міжнародної фінансової архітектури та світового фінансового порядку, його не отримали інституційні механізми, які забезпечують валютну стабільність. Як показав Ендрю Бейкер¹ в той же час, коли державні фінансові посадові особи починали розробляти Базельські угоди, вони також поверталися до своїх центральних банків для управління міжнародними валютними умовами, а саме надмірною нестабільністю обмінного курсу, що слідувала за відносно фіксованими обмінними курсами, які трималися при Бреттон-Вудській угоді. Така участь допомогла поширити політику інфляційного таргетування серед світових центральних банків, роблячи її важливою складовою частиною нової міжнародної фінансової архітектури. Інфляційне таргетування поширилося за допомогою як неформальних, так і формальних каналів, коли держави намагалися займатися спільною проблемою високої інфляції та бурхливими обмінними курсами. Режими інфляційного таргетування є частиною більш широкого неоліберального процесу перенесення регулятивної дія-

¹ Baker A. The Group of Seven: Finance Ministries, Central Banks and Global Financial Governance. Routledge/Warwick Studies in Globalisation, 2006. 312p.

льності на органи, що ізольовані від масового політичного тиску, такі як центральні банки.

В липні 1988р. Базельський комітет з банківського нагляду, частина Банку міжнародних розрахунків, оприлюднила Міжнародну конвергенцію вимірювання капіталу та стандартів капіталу, більш відому як Базельська угода про капітал (Угода). Ця Угода є однією із найбільш важливих спроб в управлінні транснаціональною економікою з часів обвалу Бреттон-Вудської угоди. Одночасно з тим, що вона спочатку розроблялась американськими та британськими центральними банкірами та посадовцями міністерств фінансів, до кінця 1990 р. Угоду також було підписано 12-ма членами Базельського комітету і виконано країнами-учасницями Групи десяти. До 1992 р. більш ніж 100 країн, які проводять важливі міжнародні банківські операції, підписали Угоду¹. Як Світовий банк, так і МФВ включили стандарти, викладені в Угоді, в свої власні оцінки стійкості фінансових установ потенційних позичальників².

Базельська угода також була відповіддю на зростаючу проблему системних банківських криз у світовій економіці, які слідували за ослабленням або усуненням контролю капіталу, який супроводжував обвал Бреттон-Вудської угоди. Між 1975 та 1985 рр. в світі відбулося 25 окремих банківських криз, дев'ять з яких мали місце у зв'язку з кризами основних валют³. Цей період нестабільності чергувався провалами банків в США та Німеччині в 1974 р.⁴ та мексиканською борговою кризою 1982 р.⁵. Таким чином, Базельська угода була спробою створити нову групу засобів контролю над транснаціональними рухами капіталу, які тепер мають помітно неоліберальну форму.

¹ Tarullo D. *Banking on Basel: The Future of International Financial Regulation*. Paperback, 2008. 310p.

² Kern A., Dhumale R., Eatwell J. *Global Governance of Financial Systems*. New York: Oxford University Press, 2006. 328p.

³ Laeven L., Valencia F. *Systemic Banking Crises: A New Database*. IMF Working Paper. 2008. WP/08/224. 77p.

⁴ Helleiner E. *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s*. Ithaca, NY: Cornell University Press, 1994. 262p.; Tarullo D. *Banking on Basel: The Future of International Financial Regulation*. Paperback, 2008. 310p.

⁵ Wolfson M. H., Epstein G. A. *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises*. Oxford University Press, 2013. 784p.

Відмітимо декілька властивостей, які доводять відповідність Базельської угоди моделі неоліберального державного регулювання ринку. Перша – це те, що за Базельською угодою відводилося дуже мало владних повноважень для міжнародних органів нагляду. Швидше Угода ґрунтується на принципі «вітчизняного управління», у відповідності із яким національні органи регулювання та приватні фінансові установи є відповідальними за реалізацію стандартів в банківській діяльності, укладених в результаті міжнародних переговорів, і моніторинг відповідності їх власних банків цим стандартам¹.

Друга, більш важлива, – це те, що вибір регулюючих банків за їх резервним капіталом був фактично передачею повноважень від держави суб'єктам приватного ринку. Як довів Тоні Портер: «Згідно стандартів щодо капіталу адміністративне та фінансове навантаження гарантування ощадного функціонування банків значною мірою зміщується від наглядових інстанцій до банків та їх акціонерів»². Отже, точка зору Базельського комітету щодо регулювання банків полягає в тому, що воно в більшій своїй частині повинно виконуватися діячами приватного ринку. Таким чином, до неоліберальності Угоди призвели саме приватні фінансові установи, а не необхідність виконання вітчизняними установами передбачених Угодою мандатів. Зі зміною Угоди в подальші роки Базельський комітет поклав значну відповідальність за реалізацію нових стандартів про капітал на самі банки.

Базельську угоду було розроблено з метою регулювання світових банківських операцій шляхом забезпечення простої межі, якої можуть притримуватися банки для визначення того, скільки капіталу їм помістити в резерв під їх позики та інші активи. При достатньо простій реалізації до кінця 1990-х рр. фінансовим інспекторам стало зрозуміло, що для банків було створено хибні стимули приховувати справжні розміри їх резервного капіталу за допомогою процесу секьюритизації активів. Для того, щоб зрозуміти цю залежність, необхідно дослідити механізм внутрішньої дії Угоди.

¹ Ethan B. Kapstein *Governing the Global Economy: International Finance and the State*. Harvard University Press, 1994. 224p.

² Porter T. *States, Markets and Regimes in Global Finance*. Palgrave, 1993. P.62.

Як для документа, покликаного вирішити монументальну задачу створення світового стандарту щодо банківського резервного капіталу, Угода була досить слабкою, окреслюючи новий стандарт щодо вимірювання вимог до банківського капіталу менше ніж на 30 сторінках. Причиною цього було те, що в Угоді використовувалась проста, ощадлива система для фінансових активів оцінки ризику, яка класифікує їх на п'ять «груп» ризику. Грошовим активам, також як і позовам на центральні банки розвинутих капіталістичних економік, було призначено оцінку ризику, рівну нуль відсотків. Позикам приватному сектору або довгостроковим позовам на центральні банки, які не входять в ОЕСР, було призначено оцінку ризику, рівну 100%. Іншим активам було призначено оцінки ризику, рівні 10, 20 або 50 відсотків.

Як сподівалися в Базельському комітеті, ця навмисна простота сприятиме прийняттю Угоди у всьому світі. Проте ця простота також мала наслідком простоту використання секьюритизації активів як засобу уникнення регуляторних вимог. Через те, що банки дають дохід, коли вони можуть позичати фонди позичальникам, то намагаються чинити опір обов'язковим вимогам до капіталу, особливо коли значна частина цього капіталу повинна складатись з грошей або власного капіталу, який не дає або дає малий рівень відсоткової ставки. Таким чином, обов'язкові вимоги до капіталу стимулюють банки шукати нові способи структурувати баланс з метою мінімізувати кількість реальних резервів, які вони повинні тримати, щоб відповідати вимогам прописаних рівнів резерву.

Через те, що за Базельською Угодою цілий ряд цінних паперів перейшов у великі, однорідні «групи ризику», то існували значні відмінності у власних внутрішніх оцінках банків щодо того, скільки капіталу необхідно тримати в резерві під їх активами та загальному 8-відсотковому резерві за вимогою, встановленою Угодою. Ця відмінність стимулювала банки займатися процесом регуляторного арбітражу: віднесенням надання позики до діяльності більш високого рівня ризику (і таким чином більшого прибутку), яка потрапляла в ту ж групу ризику (практику, відому в банківській спільності як «вибірковий підхід»).

Секьюритизація виявилася більш дешевим і ефективним способом залучення банків до цього виду регуляторного арбітражу. В процесі секьюритизації однорідний пул активів – цінний папір –

створюється з різномірного зібрання окремих позик¹. Цей цінний папір спочатку продається «цільовій установі», який в свою чергу продає його інвесторам як цінний папір, забезпечений активами. Через те, що за законом цільова установа є відмінною від установи, яка робила позики, то така установа може усувати ці активи з її балансу і, як наслідок, необхідність тримати за ними капітал в резерві. Проте в більшості випадків таких «повністю завершених» продаж не відбувається. Установи, які надають позику, часто повторно вводять неоднорідність в цінний папір шляхом його поділу на ряд траншів, кожен з яких відрізняється своєю ризикованістю. «Старший» транш містить найкращі активи в пулі і є найменш ризикованим, тоді як «молодші» транші містять найменш бажані активи в пулі.

Таким чином, Базельська угода допомагала давати волю хвилі секьюритизації активів, яка затемнювала справжню стійкість балансових звітів банків. В результаті огляду співробітниками Федеральної резервної системи балансових звітів 10-ти найбільших банківських холдингових компаній в США виявилось, що секьюритизації відповідали більш ніж 25 відсотків їх сукупних, оцінених за рівнем ризику, неіпотечних позик². Робоча група Банку міжнародних розрахунків помітила подібні тенденції в Європі, де значення секьюритизації активів збільшилась приблизно на 500 відсотків між 1995 та 1997 рр.³

Фактичний рівень ризику, який приймали банки, значно відрізнявся від видимого рівня ризику, відображеного в балансових звітах, – факт підтверджений дослідженням моделей ризику внутрішніх кредитів, проведеним робочою групою Федеральної резервної системи. В кінці 1990-х рр. в тому числі й у відповідь на ці проблеми Базельський комітет почав процес перебудови Угоди, відбира-

¹ Carruthers B. G., Stinchcombe A.L. The social structure of liquidity: Flexibility, markets, and states . *Theory and Society*. 1999. Vol.28 (3). P.353-382.

² Jones D. Emerging problems with the Basel Capital Accord: Regulatory capital arbitrage and related issues. *Journal of Banking & Finance*. 2000. Volume 24. Issues 1–2. P. 35-58.

³ Jackson P. Capital requirements and bank behaviour: the impact of the Basel Accord. *Working Papers of the Basle Committee on Banking Supervision*. 1999. No.1. P. 1-59.

ючи пропозиції для «Базель II». «Базель II» виникла в результаті внесення двох основних змін до початкової структури Базельської угоди. Перша полягає в тому, що паралельно розміщенню активів в широкій категорії ризиків за системою «Базель I», за «Базель II» було рекомендовано підхід оцінки ризику активів, «заснований на внутрішній ставці» (IRB), за допомогою якого банки могли б використовувати їх власні моделі ризику для визначення того, скільки капіталу необхідно тримати на їх портфель активів. Окрім того, угода «Базель II» призвела до сильного стимулювання банків рухатися до системи IRB, оскільки за нею активи подібної якості могли отримати значно менші оцінки ризику, ніж за стандартизованою формулою наперед визначених груп ризику. З метою гарантування належного контролю банків, які використовують підхід IRB, за «Базелем II» повноваження моніторингу банків передавалися невеликому числу офіційно визнаних агентств з кредитного рейтингу, таким як «Moody's» та «Standard and Poor's»¹.

Хоча прихильники «Базель II» описували її як повне вирішення проблеми ризику та стабільності ринку капіталу, насправді нова структура «Базель II» є таким поступовим переходом від структури «Базель I», при якому продовжується надавання надмірного значення технократичним рішенням світового фінансового управління². Оцінка слабкості світового фінансового ринку за «Базель II» є в більшій мірі технічною задачею, що виконується спеціалістами з фінансів та статистики, які, без сумніву, є старанними в роботі, але, зрештою, дуже обмежені в своїй здатності надавати більш широке бачення питань майбутньої стабільності світового фінансового ринку.

Після фінансової кризи 2008р., Базельський комітет ще раз почав роботу над переглядом Базельської угоди. З поглибленням кризи восени 2008 р. в офіційних звітах Базельського комітету пропонувався необхідність вже іншого нового підходу до регулювання

¹ Tarullo D. Banking on Basel: The Future of International Financial Regulation. Paperback, 2008. 310p.

² Porter T. Risk models and transnational governance in the global financial crisis : the cases of Basel II and credit rating agencies / Global finance in crisis: the politics of international regulatory change. – Abingdon, Oxon [u.a.]: Routledge, 2010. P. 56-73.

світової банківської діяльності, спрямованого на вирішення більш глибоких, системних проблем фінансової кризи.

У відповідь на виклики глобальної фінансово-економічної кризи в грудні 2010 р. Базельським комітетом з банківського нагляду (далі – Базельський комітет) прийняті два документи – «Базель III: Загальні регуляторні підходи до підвищення стійкості банків і банківських систем»¹ і «Базель III: Міжнародні підходи до вимірювання ризику ліквідності, стандартам і моніторингу»², що здобули популярність як Базель III. У 2014 р. було прийнято «Basel III: the net stable funding ratio»³.

Нові стандарти є реформою регулювання капіталу та ліквідності на міжнародному рівні, спрямованою на зміцнення банківського сектора, поліпшення його здатності витримувати шоки, що виникають внаслідок фінансових і економічних стресів незалежно від джерела їх походження, а також на зміцнення банківського регулювання і нагляду.

Таким чином, можна зробити висновок, що Базельський комітет все ще прихильний до неоліберального уявлення, що стабільності найкраще служать приватні фінансові установи, які управляють своїм власним ризиком за допомогою технократичних способів.

У даному параграфі робиться спроба розвинути теорію про природу світового фінансового порядку як частини неолібералізації міжнародного економічного регулювання та показати, як вписана в неї неоліберальна логіка сприяла новому циклу світової фінансової нестабільності через сприяння ринку цінних паперів, забезпечених активами. Ми розвинули це твердження, висвітлюючи відмінності між двома сторонами неолібералізму: неолібералізму як дерегуляції та неолібералізму як деполітизації. Деякі вчені, які визначають

¹ Basel Committee on Banking Supervision. Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking system. Bank for International Settlements, December 2010 (rev. June 2011). URL: <http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>.

² Basel Committee on Banking Supervision. Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring. Bank for International Settlements, December 2010. URL: <http://www.bis.org/publ/bcbs188.pdf>.

³ Basel Committee on Banking Supervision. Basel III: the net stable funding ratio. Bank for International Settlements, October 2014. URL: <http://www.bis.org/bcbs/publ/d295.pdf>.

неолібералізм, виходячи з кількості регуляторного втручання у функціонування світових фінансових ринків, запропонували бачення, що навіть вже фінансова криза 1998р. почала ослаблювати неоліберальний проект та призвела до поновлення оцінки кейнсіанського підходу до регулювання ринку¹. Ми підтримуємо думку тих, хто визначає неолібералізм, виходячи з форм регулювання шляхом доведення того, що нові спроби регулювання втілюють неоліберальну логіку – технократичну незрозумілість та політичну ізольованість.

Показуючи, що ринок цінних паперів, забезпечених активами, – головна тема в історії з фінансовою кризою 2008 р. – виріс так швидко саме частково через спроби регулювання, проаналізуємо, що саме поставлено на карту в цьому теоретичному розмежуванні. У різних представленнях неолібералізму на концептуальному рівні пропонується по-різному враховувати те, яким чином суспільні сили та інституційна логіка впливають на нестабільність світового фінансового ринку та фінансові кризи. Отже, звідси витікає, що через такі концептуальні відмінності результати оцінки впливу реформ світового фінансового ринку також будуть відрізнятися.

Ті з вчених, хто визначає неолібералізм як зменшення регулювання фінансовим ринком, часто звертають увагу на роботу Джона Кейнса, особливо його доведення, що нерегульовані ринки схильні до спекуляцій і таким чином потребують контролю². Окрім того, виходячи зі ступеня регулювання світових фінансових ринків ситуація почала апроксимуватися певним видом інституційного порядку, яким його собі уявляв Дж.Кейнс в перші післявоєнні роки. Як зазначають А Кертепніс та М. Геральд, Дж. Кейнс доводив, що перекидання відповідальності за міжнародні валютні та фінансові емісії на центральні банки було мінімальною необхідною вимогою

¹ Cartapanis A., Herland M. The Reconstruction of the International Financial Architecture: Keynes' Revenge? *Review of International Political Economy*. 2002. Vol. 9. No. 2 (May, 2002). P. 257-283.; Widmaier W. W. Constructing monetary crises: New Keynesian understandings and monetary cooperation in the 1990s. *Review of International Studies*. 2003. Volume 29, Issue 1. P. 61-77.

² Cartapanis A., Herland M. The Reconstruction of the International Financial Architecture: Keynes' Revenge? *Review of International Political Economy*. 2002. Vol. 9. No. 2 (May, 2002). P. 257-283.; Kirshner J. Keynes, Capital Mobility and the Crisis of Embedded Liberalism . *Review of International Political Economy*. 1999. Vol. 6. No. 3. P. 313-337.

для належного функціонування світової фінансової системи¹. Навпевно, відповідно до бачення Дж. Кейнса, представники центральних банків багатих націй регулярно радяться на конференціях та зустрічах Групи двадцяти, а організаційні структури – такі органи, як зазначений вище Базельський комітет, а також Форум фінансової стабільності, – майже повністю охоплюють керівництво центральних банків.

Окрім того, існує інша сторона бачення Дж. Кейнса, та, яка адекватно не вловлюється шляхом зосередження на ступені регулювання світових фінансових ринків. Вже добре відомо, що на зацікавлення Дж. Кейнса в міжнародному валютному регулюванні в післявоєнний період надихали прихильність до економічної політики повної зайнятості та переймання повноваженнями, які здобули банкіри та спекулянти для того, щоб підірвати ці цілі². Для Дж. Кейнса регулювання ринків було засобом, який надміру скорочує ці повноваження (як він висловлювався – «евтаназією рантє»). Накладання контролю капіталу та просування Міжнародного розрахункового союзу були для Дж. Кейнса критичними засобами досягнення цієї мети.

Значення ролі, яку відігравали б центральні банки в цьому процесі, є дещо незрозумілою не лише в працях Дж. Кейнса, але й у Геррі Декстера Вайта. Г. Вайт вірив, що передача величезних фінансових ресурсів в руки міжнародного центрального банку надасть впровадженому лібералізму потужної зброї, коли країни-члени можна буде змусити прийняти економічну політику повної зайнятості³. Дж. Кейнс вірив, що передача міжнародного валютного управління в руки мережі центральних банків позбавить фінансистів валютних повноважень і зосередить її в руках технократичних державних службовців.

¹ Cartapanis A., Herland M. The Reconstruction of the International Financial Architecture: Keynes' Revenge? Review of International Political Economy. 2002. Vol. 9. No. 2 (May, 2002)., P. 285-286.

² Keynes J. The Objective of International Price Stability. The Economics Journal. 1943. Vol.53(3). P. 185-187.

³ Block F. L. The Origins of International Economic Disorder: A Study of United States International Monetary Policy from World War II to the Present. University of California Press, 1978. 282p.

Можна зробити припущення, що Дж.Кейнс та Г.Вайт не підтримували б домінування центральних банків в новому світовому фінансовому порядку Коли Дж. Кейнс хвалив позитивну роль, яку центральні банки могли відіграти в сфері міжнародного валютного управління, він робив це з позиції, де незалежність центрального банку від національного уряду була досить незначною. В баченні Дж. Кейнса центральні банкіри не встановлювали б цілей економічної політики, але просто виконували б валютні операції, необхідні для досягнення цілей повної зайнятості, встановленої національним урядом¹. Описане тут критичне перетворення, де мета національної політики була переключена із повної зайнятості на стабільність цін і, де цілі політики і інструменти їх досягнення є визначені інституційно автономними, незалежними центральними банками з щільними зв'язками з спільнотою приватних фінансів, очевидно не узгоджується із баченням Дж.Кейнса.

Виходячи з отриманих даних можна припустити, що настільки довго, скільки процес контррегулювання світового фінансового ринку продовжуватиме приймати форму домінування центральних банків та їх приватного саморегулювання через технократичні засоби, вчені повинні досить обережно ставитися до такого явища, як «повторне впровадження» світових фінансів під проводом світової регулятивної структури, що формується.

Підсумовуючи порівняння кейнсіанства та неолібералізму, подамо їх порівняння в контексті становлення світового фінансового порядку (див. табл. 1.3).

Сучасний фінансовий порядок, який базується на неолібералізмі, не зміг повноцінно виконати свого завдання із забезпечення стабільності глобальної економічної та фінансової системи. Багато вчених, з думками яких ми погоджуємося, вбачають причину цього саме у використанні неолібералізму, як теоретичної основи порядку. Так, одним з критиків неоліберальної концепції є Гжегож Колодко, який вбачає причини останніх фінансових криз саме в неолібералізмі. Він вважає, що остання криза – криза фундаментальна, системна криза сучасного капіталізму, а точніше – його неоліберальної мутації, яка правила протягом останнього покоління в значній

¹ Bibow J. Keynes on Central Banking and the Structure of Monetary Policy . History of Political Economy. 2002. Vol. 34(4). P. 749-787.

частині світу¹. Г. Колодко впевнений, що з інституційної сторони неолібералізм зробив державу і її практику регулювання ворогом суспільства номер один². Неолібералізм також сприяв стрімкому створенню певної «економіки казино», яка означала відрив фінансового сектору від сектору реальної економіки.

Таблиця 1.3

**Трансформація світового фінансового порядку
в контексті кейнсіанства та неолібералізму**

	Американський фінансовий порядок	Сучасний фінансовий порядок
1	2	3
Теоретична основа	Кейнсіанська економічна теорія (Дж.Кейнс)	Неоліберальна економічна теорія (Ф.Хайек, М.Фрідман, А.Харбергер, Р.Манделл, М.Флемінг)
Роки існування	1930 – 1970рр.	1970 р.– по даний час
Інституційна основа	Міжнародні валютно-кредитні та фінансові організації (МВФ, МБРР)	Міжнародні валютно-кредитні та фінансові організації (МВФ, СБ та ін.); ТНК, ТНБ, страхові компанії, фондові та товарні біржі
Фундаментальна база	Ринкова економіка є нестійкою системою, тому виникає необхідність її державного регулювання.	Ринкова економіка – це внутрішньо стійка система, а всі негативні моменти – це результат втручання держави в фінансово-економічну систему.
Принципи функціонування фінансового порядку	Оформлення законодавчого закріплення системи золотодевізного (золотовалютного) стандарту, при якому золото як і раніше зберегло свою	Золото не повинно служити мірою вартості: була скасована його офіційну ціну, золоті паритети, а також припинено обмін доларів США

¹ Колодко Г. В. Глобалізація, трансформація, кризис – що далі? М.: Магістр, 2015. С.129.

² Там же, С. 132.

Продовження табл. 1.3

1	2	3
	роль розрахункового засобу в міжнародній торгівлі. В якості резервних і платіжних засобів крім золота в світовому обороті використовувалися долари США і фунти стерлінгів, які стали резервними валютами. З огляду на «слабкість» англійської валюти, фінансовий порядок фактично базувався на доларі США.	на золото за фіксованим курсом. Замість золотодевизного стандарту введені СПЗ (СДР). Країнам надавалося право вибору будь-якого режиму валютного курсу. Відбувається лібералізація фінансового порядку, її основними параметрами, служать: установка на економічне зростання і надприбуток; свобода конкуренції; відкриття національних економік для світового ринку; відхід держави з економіки і «дерегламентація»; приватизація з метою підвищення рентабельності; орієнтація науки на максимізацію прибутку.

Г. Колодко також стверджує, що існуюча на даний час система міжнародних інститутів сприяє швидше глобальному хаосу, ніж глобальному порядку¹. Економіці майбутнього світу необхідні інститути, які б дозволили скоординувати в світовому масштабі і політику.

Критичний погляд на сучасний фінансовий порядок та на діяльність фінансово-кредитних організацій в рамках цього порядку має і Джозеф Стігліц. Він переконаний, що Міжнародний Валютний Фонд з часу свого заснування не впорався з поставленими перед ним завданнями сприяти глобальній стабільності. Політика, яку

¹ Колодко Г. В. Глобалізація, трансформація, кризис – что дальше? М.: Магистр, 2015. С. 136.

проводив МВФ, особливо передчасна лібералізація ринку капіталу, зробила свій внесок в глобальну нестабільність¹.

Незважаючи на значну критику з боку провідних економістів та невтішні результати від впровадження, лібералізація на сучасному етапі залишається невід'ємною частиною економічної політики більшості держав, безпосередньо впливаючи на нинішній світовий фінансовий порядок. При цьому її основними параметрами є: установка на економічне зростання і надприбуток; свобода конкуренції; відкриття національних економік для світового ринку; догляд держави з економіки і «дерегламентація»; приватизація з метою підвищення рентабельності. Невідповідність неоліберальної парадигми сучасних умов розвитку фінансового порядку та світової економіки і стало однією з ключових причин виникнення світової кризи 2007 р., створюючи тим самим об'єктивну необхідність для створення іншої економічної теорії, що відповідає сучасним реаліям розвитку глобальної економіки і фінансів. Стає очевидним, що в рамках неолібералізму вплив держави на світовий фінансовий порядок недооцінюється через занадто «вузький фокус», а в рамках кейнсіанства її роль вимагає вироблення інституційних та інших обмежень, які відповідають новим умовам перетворення фінансового порядку.

1.3. Антикризове регулювання в контексті зміни світового фінансового порядку

Економічний спад, що спостерігався у кінці ХХ ст. у більшості країнах світу, як наслідок світової фінансової кризи, у сукупності зі структурною диспропорціональністю світової економіки, виявленою в дисбалансі розвитку як окремих країн, так і сфер економіки, свідчить про необхідність більш активної участі держав та міжнародних організацій в оздоровленні економіки та попередженні надалі подібних кризових явищ на основі розробки й реалізації заходів антикризового регулювання як економіки, так і фінансового сектору.

¹ Стігліц Дж. Глобалізація та її тягар: Пер. з англ./ Дж. Стігліц. К.: Виддім «КМ Академія», 2003. С. 37.

Остання світова економічна криза не змогла бути подоланою шляхом використання традиційних підходів, які базуються на теоріях, більшою мірою спрямованих на згладжування коливань економічного циклу й досягнення економічного росту в стані ринкової рівноваги пропозиції та попиту. Отже, просто механічне перенесення економічної моделі з минулих періодів неможливе, оскільки економіка сучасності багато в чому відрізняється від економіки кінця минулого століття, а тим більше від економіки 30-х років ХХ ст. (антикризові заходи цього періоду часто ставлять за приклад). Сучасна економіка в першу чергу набагато більш глобалізована, знаходиться вже не на індустріальному, а на постіндустріальному рівні розвитку, значно більше орієнтована на сферу послуг ніж на виробництво, а в розвинених країнах – на побудову інформаційного суспільства. Тому необхідне формування теоретично обґрунтованих вимог до антикризового регулювання в умовах світових фінансових криз з огляду на основні властивості економічної та фінансової систем, з урахуванням яких на практиці стане можливим створення науково обґрунтованих антикризових програм дій в сфері структурної, інвестиційної, фінансової та інноваційної політики.

При вивченні антикризової політики держави або міжнародних фінансових організацій необхідно приймати до уваги той факт, що політика формується й здійснюється окремими людьми й що на їхні дії, у свою чергу, впливають правила, стимули й т.п. Вони приймають рішення на основі недосконалої інформації й залежать від різних обмежень (наприклад, процедурних). І ті, хто контролює владу, і ті, хто керує нею, можуть мати свої власні переваги, які спрямовують їх діяльність і вступають у конфлікт із добробутом окремих громадян.

Намагання протидіяти негативним виявам криз, а також попередити такі прояви в майбутньому, реалізуються через *антикризове управління*, якому притаманні наступні сутнісні ознаки (див. рис. 1.2).

Вивчення антикризового регулювання економіки не може бути більш глибоким, ніж вивчення економічної теорії, з якої воно випливає. До того ж розвиток економічної теорії антикризового регулювання обмежується в критичних напрямках недоліками аналізу нерівноваги економіки.



Рис. 1.2. Ознаки антикризового управління

Примітка: складено на основі: Антикризисное управление: учебник / Э. М. Коротков, А. А. Беляев, Д. В. Валовой [и др.]. М.: ИНФРА, 2008. 432 с.; Большаков А. С. Антикризисное управление: финансовый аспект : монография. СПб.: Изд-во СПбГУП, 2005. 132 с.; Лігоненко Л. О. Антикризове управління підприємством: теоретико-методологічні засади та практичний інструментарій : монографія. К.: Вид-во КНТЕУ, 2001. 580 с.; Рудый К.В. Финансовые кризисы: теория, история, иолитика. М.: Новое знание, 2003. 399с.

Економка країни на кожному історичному етапі є продуктом досягнутого рівня суспільного розвитку й залишається стійкою доти, доки цьому рівневі відповідає. Оскільки соціально-економічна дійсність у цілому є потоком безперервних і різноманітних кількісних й якісних змін, темпи й напрямки яких найчастіше не співпадають, будь-яка економічна система є нестійким утворенням, що потребує постійного вдосконалення.

Володіючи в певних межах ресурсом вдосконалення, спочатку на основі поліпшення параметрів функціонування, а потім і своєї структури, економічна система в міру нагромадження кількісних та якісних змін у факторах впливу приходять до вичерпання даного ресурсу, встає питання про докорінну перебудову самого принципу її функціонування¹.

Ефективність функціонування економічної системи залежить від ступеня адекватності її елементів і взаємозв'язків досягнутому рівню розвитку суспільства. Причому досягнення адекватності визначається, з одного боку, можливостями людського пізнання, а з іншого – інтересами основних економічних агентів.

Економічна система, як і будь-яка інша, може ефективно функціонувати тільки за умови злагодженості й цілеспрямованості дій її елементів. Оскільки в економічній системі елементи представлені суб'єктами, що володіють власними інтересами, що часто суперечать один одному, подолання суб'єктивності сприйняття цілей функціонування й розвитку системи представляється важливим завданням, для вирішення якого завдання економічної системи варто встановлювати в термінах виживання й розвитку.

Існування економічних систем можна охарактеризувати як одночасне перебування у двох взаємовиключних станах – рівноваги й динаміки. Ідеальний стан або стан економічної рівноваги практично недосяжний. Але навіть якщо він і буде досягнутим, постійний рух економіки зруйнує виниклу рівновагу.

У ході прискорюваних процесів розвитку відбувається ламання старих і створення нових інститутів, відносин, зв'язків, при цьому система не встигає досягти стійкої економічної рівноваги, оскільки зовнішні й внутрішні фактори її функціонування знову змінилися.

¹ Рудый К.В. Финансовые кризисы: теория, история, иолитика. М.: Новое знание, 2003. 399с.

У результаті виникають нові макро- й мікроекономічні закономірності й тенденції, соціальні й політичні зрушення. Виходячи із цього, нема сенсу аналізувати недосяжну рівновагу, головне – зрозуміти, як відбуваються процеси системних змін, який їх характер і спрямованість, які фактори їх визначають. Тільки знання факторів впливу дозволить знайти адекватні механізми впливу на поведінку суб'єктів економіки, розкрити причинно-наслідкові зв'язки процесу еволюції економічних систем¹.

Поряд із загальним поступальним рухом розвиток економічних систем містить виражені цикли. На певному часовому інтервалі характеристики системи перебувають у відносній гармонії, що створює умови для її ефективного функціонування. Але оскільки кожен елемент системи перебуває у безперервному русі й розвитку, а темпи й напрямки цього розвитку у чинність різної його природи не збігаються, то в системі накопичується ентропія, гармонія руйнується, а ефективність функціонування знижується.

Відновлення ефективності функціонування економічної системи вимагає врахування змін, що відбулися. Процес переходу з одного стану до іншого має часто непрогнозований характер, оскільки містить елемент випадковості. Отже, стан економічної системи і її елементів формує розподіл імовірності його розвитку в майбутньому.

В основі циклічності розвитку лежать цикли життя економічних систем, що утворюють елементи і відносини, що характеризують періоди, протягом яких економічна система, її елементи й відносини не відчувають принципів змін.

Процес розвитку економічної системи являє собою її постійний рух від одного щодо стійкого стану до іншого, а циклічність соціально-економічного розвитку спостерігається протягом всієї історії життя людського суспільства і розрізняється тільки тривалістю циклів.

Рушійною силою еволюції економічної системи, економічного зростання служать перманентні порушення рівноваги (стабільнос-

¹ Білорус О.Г., Лук'яненко Д.Г., Поручник А.М. Методологічні проблеми дослідження інтернаціоналізації та глобалізації // Стратегії економічного розвитку в умовах глобалізації: Монографія / За ред. Д.Г. Лук'яненка. К.: КНЕУ, 2001. .432с.

ті), що виникають внаслідок нерівномірності розвитку окремих елементів і відносин усередині системи, а також невідповідності темпів і напрямків процесів розвитку, що відбуваються усередині системи й у зовнішній середовищі.

На основі аналізу теоретичної бази з проблематики фінансових криз виявлено наступні властивості економічної системи як об'єкту антикризових перетворень:

1. на кожному історичному етапі економічна система є продуктом досягнутого рівня суспільного розвитку й залишається стійкою доти, доки відповідає цьому рівню;

2. ефективність функціонування економічної системи залежить від ступеня відповідності її елементів і взаємозв'язків досягнутому рівню розвитку суспільства;

3. оскільки соціально-економічна дійсність у цілому являє собою потік безперервних і різноманітних кількісних й якісних змін, будь-яка економічна система є нестійким утворенням, що перебуває в постійному вдосконаленні;

4. економічна система, як і будь-яка інша, може ефективно функціонувати тільки за умови злагодженості й цілеспрямованості дій її елементів;

5. існування економічних систем можна охарактеризувати як одночасне перебування у двох взаємовиключних станах – рівновазі й динаміці. Ідеальний стан або стан економічної рівноваги практично недосяжно. Але навіть якщо вона й буде досягнутою, постійний рух економіки зруйнує цю рівновагу. Це порушення рівноваги може мати негативні наслідки, але одночасно завдяки йому забезпечується економічне зростання;

6. в економічній системі швидкість і напрямок розвитку окремих елементів, придбання ними нових якостей можуть істотно відрізнятися. Це приводить до порушення основних пропорцій і відповідностей між сторонами діяльності, появи внутрішніх протиріч в системі. Виникає завдання синхронізації й ув'язування циклів розвитку елементів системи;

7. процес розвитку є постійним рухом від одного стійкого стану соціально-економічної системи до іншого. Рушійною силою такої еволюції виступають постійно виникаючі порушення рівноваги між окремими елементами й процесами, що визначають ефективність відтворювального процесу економічної системи в цілому;

8. можливості економічної системи задовольняти головну мету функціонування визначаються, з одного боку, її здатністю до розвитку (потенціалом розвитку, економічного зростання), а з іншого боку – здатністю адаптації до змін, що відбуваються як усередині системи, так і поза нею;

9. для забезпечення своєчасних й адекватних перетворювань в економічних системах необхідно вести систематичну роботу з аналізу й прогнозування умов, що змінюються, соціально економічної дійсності. При цьому, як об'єкти прогнозування й керування варто розглядати не елементи системи, а процеси в плані досягнення максимальної пропорційності й збалансованості темпів їхнього протікання.

Вирішення завдання переходу до процесного сприйняття змін, що відбуваються в економічних системах, вимагає як чіткої ідентифікації самих процесів, так і встановлення тенденцій і закономірностей їх протікання в часі й просторі.

Процеси, що протікають в економічних системах, можуть мати об'єктивний і суб'єктивний характер. У першому випадку вони визначаються як послідовна зміна явищ і станів, що спостерігається в розвитку будь-чого й підпорядковується об'єктивним законам соціально-економічного розвитку. Ці процеси варто розглядати як екзогенні щодо економічної системи, оскільки остання, хоча й формується з урахуванням об'єктивних законів і закономірностей розвитку суспільства, містить істотний елемент суб'єктивізму, як щодо пізнання законів і закономірностей цього розвитку, так й у визначенні форм, методів їхнього обліку. Основними характеристиками об'єктивних процесів, у нашому розумінні, є напрямки, траєкторії й темпи змін, що відбуваються, а також зовнішні ефекти, що виникають внаслідок їхнього протікання як позитивні, так і негативні.

Суб'єктивні процеси є послідовністю дій, спрямованою на досягнення будь-якого результату, і на поверхні явищ виявляються як процеси управління. Такі процеси цілком ендегенні економічній системі й поряд з названими вище параметрами характеризуються певною цільовою спрямованістю, часом протікання й потенціалом розвитку елементів, що підлягають перетворенню.

Ефективність процесів регулювання багато в чому визначається тим, наскільки повно враховуються параметри об'єктивних про-

цесів і наскільки ефективними виявляються заходи, спрямовані на синхронізацію темпів їхнього протікання й запобігання або мінімізації несприятливих ефектів розвитку.

Виходячи з того, що головною метою функціонування й розвитку економічної системи є максимально можливе задоволення зростаючих потреб суспільства, цілком логічним є виділення й дослідження двох основних процесів:

- процесу зміни потреб суспільства;
- процесу зміни можливостей їхнього задоволення.

При цьому, в числі потреб виділяються: потреба в матеріальних благах і послугах, потреба в певних умовах й характері праці й, нарешті, потреба в певній системі відносин із приводу виробництва, розподілу й перерозподілу виробленого продукту.

Можливості задоволення зростаючих потреб суспільства, у свою чергу, задаються параметрами протікання об'єктивних і взаємозалежних процесів економічного розвитку, а також процесу розвитку відносин із приводу виробництва, розподілу й перерозподілу продукту.

Будь-який продукт, процес, форми державного регулювання й відносин із приводу виробництва й розподілу повинні відповідати певному стану факторів впливу. Оскільки соціально-економічна дійсність є досить мінливою за своєю суттю, термін ефективного функціонування продукту, процесу, форми відносин є обмеженим у часі або має певний термін життя. У міру нагромадження невідповідності із мінливою економічною дійсністю їхня ефективність або цінність знижується, а самі вони з факторів росту перетворюються у фактори стагнації й розвитку кризової ситуації, що на поверхні явищ проявляється в підйомі й спаді ділової активності.

Формуючи цілісну систему поглядів про антикризові перетворення на макроекономічному рівні, з огляду на основні властивості економічної системи, нами сформульовано перелік вимог до антикризового регулювання економіки в умовах світових фінансових криз (рис. 1.3).



Рис. 1.3. Вимоги до антикризового регулювання економіки в умовах світових економічних криз з огляду на основні властивості економічної системи

Примітка: складено автором

Як видно з рис. 1.3, вимоги до антикризового управління згруповані за двома блоками, перший з яких – враховання характеру регулюючих впливів, – в загальному вигляді покликаний врахувати той факт, що на сьогоднішній день завдання органів регулювання не повинне більше зводитися до розробки й реалізації заходів, що сприяють подоланню кризової ситуації і її наслідків. Ці завдання повинні повною мірою враховувати особливості економічних систем, глибинні причини виникнення кризових явищ.

Зведення решти вимог до антикризового регулювання в умовах світових фінансових криз до блоку «Враховання всіх можливих наслідків і взаємозв'язків» обумовлене необхідністю врахування безперервності й нерівномірності протікання процесів змін усередині економічної системи й в оточуючому середовищі.

У цьому плані досягнення стану динамічної рівноваги системи й середовища припускає безперервне внесення змін до системи. Причому з існуванням глибокої взаємозалежності й взаємообумовленості між елементами й процесами, що протікають в економічній системі, будь-який регулюючий вплив не може бути реалізованим без обліку всіх можливих наслідків і взаємозв'язків. З огляду на різноманіття областей й інструментів регулювання, їхній взаємозв'язок і взаємозумовленість, при розробці форм і методів антикризових впливів необхідно забезпечувати шляхом виконання перелічених в межах даного блоку вимог.

Недооцінка вимог системного й ситуаційного підходів приводить до стану, коли довільний набір необ'єднаних за цільовою спрямованістю заходів антикризового регулювання в умовах світових фінансових криз, сформованих без потрібного зв'язку з механізмами їхньої практичної реалізації, викликає ще більші порушення пропорцій у функціонуванні елементів системи, зниження ефективності її функціонування й наростання ентропії.

Антикризове регулювання припускає аналіз зародження й протікання циклічних процесів, а також вироблення спеціальних антикризових стратегій для пом'якшення наслідків криз. Основними завданнями антикризового регулювання є пом'якшення кризових процесів і використання кризи як стартової точки для нового витка розвитку економічної системи¹.

До функцій антикризового регулювання відносяться: передкризове регулювання, регулювання в умовах кризи, регулювання процесів виходу із кризи, стабілізація нестійких ситуацій (забезпечення керованості), мінімізація втрат й втрачених можливостей, своєчасне прийняття рішень.

Кожна із перелічених функцій має свої особливості, але у своїй сукупності вони характеризують антикризове регулювання в цілому як безперервний процес, що потребує наукового підходу до формування всіх його етапів з огляду на властивості економічної системи та на необхідність забезпечення сталого розвитку економіки.

Антикризова політика держави реалізується на трьох рівнях:

- підтримка конкурентоздатності основних галузей економіки;

¹ Антикризисное управление / под ред. Э. М. Короткова. М.: ИНФРА-М, 2005. 620с.

- попередження й недопущення криз в економічно- і соціально- значимих сферах, таких як банківський бізнес або сфера суспільного транспорту;
- зменшення негативних наслідків банкрутства підприємств, максимально повне задоволення інтересів їх співробітників і кредиторів.

У сферах, що мають особливе значення для економічного й соціального життя, держава застосовує спеціальні заходи попередження кризових ситуацій (рис. 1.4).



Рис. 1.4. Попередження кризових ситуацій

Примітка: складено автором

В антикризовому регулюванні економіки в умовах світової економічної кризи вирішальне значення має побудова ретельно продуманої стратегії економічного розвитку. Необхідний початковий етап у розробці такої стратегії – комплексна й своєчасна діагностика стану економіки.

Одна з найбільш значимих рис системи стратегічного управління, якій на сьогоднішній день також не приділяється достатньої

уваги, є її здатність до самонавчання, заснована на вивченні й обробці попереднього досвіду. Не викликає сумнівів, наприклад, те, що глибокий і всебічний аналіз результатів проведення ринкових перетворень у світовій та вітчизняній економіці міг би істотно підвищити якість і результативність заходів державного регулювання в умовах світової економічної кризи, яка розпочалася у 2008 р.

Стабільний економічний розвиток, економічне зростання повинні бути основною метою антикризового регулювання. З огляду на це, антикризове регулювання повинне здійснюватись з врахуванням стратегії економічного розвитку країни. Базуючись на цьому, на нашу думку, підходи до антикризового регулювання економіки мають бути орієнтовані не лише на подолання наслідків кризи, але, в першу чергу, на забезпечення трансформаційних змін в економіці як наслідок ефективної поведінки держави до та під час економічної кризи. В першу чергу це стосується світової економічної кризи, зважаючи на неможливість в умовах глобалізації уникнути її впливу для конкретної держави.

З огляду на вище викладене, нами сформульовано перелік етапів реалізації стратегії економічного розвитку в умовах світової економічної кризи, кожен з яких за своєю суттю може розглядатись на визначеному етапі як окрема стратегія антикризового регулювання. В той же час, у вказаній послідовності ці (окремі) стратегії формують підсистему поведінки держави в умовах світової економічної кризи, що відноситься до системи заходів держави, спрямованих на забезпечення стабільного розвитку держави, що втілюється в стратегію економічного розвитку (рис. 1.5).

Оскільки криза – постійна форма руху, це потрібно враховувати в процесі регулювання розвитку економіки. На макrorівні необхідна наявність власного, постійно діючого антикризового підрозділу, групи експертів. У періоди кризи цей підрозділ відповідав би за вживання оперативних заходів з її пом'якшення. Основним завданням, що має стояти перед антикризовим підрозділом держави в сприятливий період є коротко- й довгострокове прогнозування можливих кризових ситуацій і розробка пакету превентивних заходів, спрямованих на своєчасну діагностику кризи, що зароджується, і її локалізацію ще на ранніх стадіях виникнення.

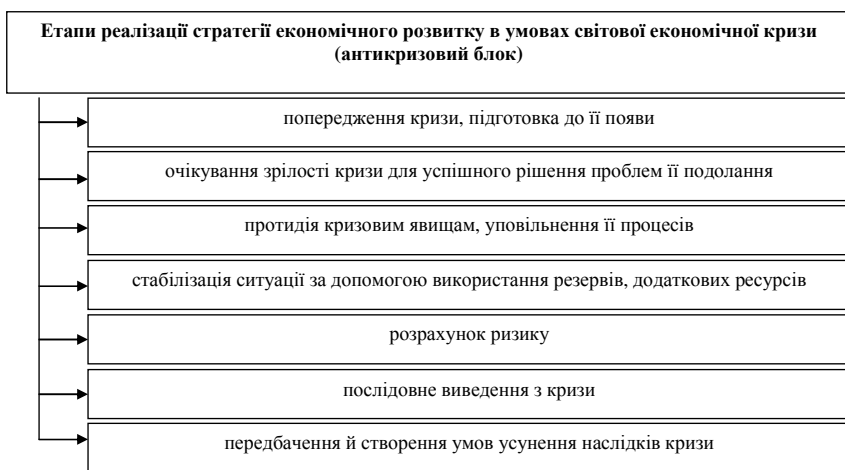


Рис. 1.5. Стратегія економічного розвитку в умовах світової економічної кризи (антикризовий блок)

Примітка: розроблено автором

Державна політика регулювання кризових ситуацій полягає в мінімізації економічного й соціального збитку, викликаного дією світової економічної кризи. При цьому важливо відзначити, що руйнування неефективних підприємств є найважливішим чинником ринкової економіки, що забезпечує її зростання і розвиток.

Криза 2008 р. показала важливість існування узгодженої структури антикризового управління, яка, на нашу думку, повинна містити наступні конструктивні елементи: інструменти економічної політики направлені на запобігання кризи, антикризове управління та зменшення наслідків кризи та інструменти економічної політики направлені на подолання кризи.

На етапі *запобігання кризі* фінансова політика виконуватиме відповідне регулювання та нагляд за фінансовими ринками для того, щоб мінімізувати ризик створення умов для кризи. Грошово-кредитну та фіскальну політики необхідно корегувати, швидко реагуючи на зміни широкого ряду індикаторів макрофінансової стабільності, наприклад зростання кредитів та ціни на житло, тощо. Структурна політика повинна бути спрямована на досягнення на-

дійного потенційного зростання і гнучкості ринку, щоб гарантувати, що макроекономічні показники залишаться сильними.

Навіть найкращі із структур для запобігання кризи можуть бути недостатніми. Тому необхідна структура для *антикризового управління та послаблення наслідків кризи*. Грошово-кредитна політика як зазвичай відіграватиме свою незалежну роль. Пом'якшення монетарної політики буде більшим, ніж при «нормальній» рецесії, оскільки трансмісія політики пом'якшення ослаблена за рахунок тяжкого стану балансу банків. Можуть бути потрібними нетрадиційні заходи грошово-кредитної політики (такі як резерв майбутніх витрат ліквідності проти більш широкого діапазону забезпечення або остаточна купівля цінних паперів центральним банком), особливо якщо відсоткова ставка наближається до нуля. Фіскальні стимули повинні бути своєчасними та тимчасовими, оскільки підтримка доходу, яка надходить надто пізно або не надходить взагалі, менш ймовірно спонукатиме приватні витрати.

Автоматичні стабілізатори доповнюють фіскальні стимули, хоча за глибокої кризи може знадобитися посилення автоматичних стабілізаторів, наприклад, шляхом збільшення тривалості та рівня допомоги за неповну зайнятість. Підтримка платіжного балансу може бути потрібною для країн, які були відрізані від зовнішнього фінансування. Втручання на ринки товарів може використовуватися з метою сприяння пригнічених але життєздатних галузей промисловості.

На етапі *подолання кризи* повинна бути доступною узгоджена дорожня карта для виходу з пристосованих фінансової, макроекономічної та мікроекономічної (ринку продукції та робочої сили) політик. Міра та глибина підтримки політики визначається складністю фінансової кризи та економічним спадом, який за нею слідує. Але такі політики можуть бути реалізовані ефективно лише тимчасово, що передбачає, що повинні бути розроблені ясні плани щодо поступового згортання політики. Це не передбачає анонсування фіксованого календарного плану, але передбачає визначення напрямку наступних кроків та умови, які повинні виконуватися для виконання цих кроків.

Структуру антикризової політики можна описати на прикладі з табл. 1.4, але вона в жодному разі не встановлена остаточо. В той час як одні елементи успадковані з минулого, добре визнані та ви-

користуються, інші на даному етапі лише на етапі розробки й обговорення. Тому пояснення в даній таблиці необхідно вважати описом «проекту», а не описом, заснованим на фактах.

Таблиця 1.4

Структура антикризової політики: схематичне пояснення

	Запобігання кризи	Антикризове управління та послаблення наслідків кризи	Подолання кризи
Фінансова політика	Регулювання, нагляд (мікро- та макро-пруденційний)	Резерв майбутніх витрат ліквідності, вливання капіталу, гарантії за кредитами, звільнення активів	Відхід від суспільної підтримки частини, що належить державі; аудит, стрес-тести, рекапіталізація, реструктуризація
Грошово-кредитна політика	Опора на фінансові цикли	Традиційна та нетрадиційна експансія	Відхід від експансії частини, що належить державі; гарантування інфляційного «якору»
Фіскальна політика	Автоматичні стабілізатори в межах середньострокових структур, опора на фінансові цикли	Експансії плюс автоматичні стабілізатори одночасно з очікуванням міркувань стосовно фіскального інтервалу	Відхід від експансіоністської політики; гарантування стійкості (життєздатності) державного бюджету
Структурна політика	Гнучкість ринку, підприємництво та інновації	Галузева допомога (за секторами економіки), допомога за неповну зайнятість	Відхід від тимчасової підтримки частини, що належить державі;

Примітка: розроблено автором.

На кожному з трьох етапів – 1) запобігання кризи, 2) подолання кризи, 3) антикризове управління та послаблення наслідків кризи – підтримка фінансового сектора включає дії регуляторного, грошово-кредитного та фіскального органів.

На етапі *антикризового управління та послаблення наслідків кризи* грошово-кредитний орган забезпечує вливання ліквідності, обмеження відсоткових ставок та може змінювати правила забезпечення. Регуляторна дія включає, наприклад, заборону на продаж без покриття, тоді як фіскальні заходи включають збільшення гарантії на приватні депозити, допомогу установам в скрутному становищі або їх націоналізацію, зменшення навантажень боржників. Купівля цінних паперів з метою підвищення ліквідності може проводитися грошово-кредитним органом але, зрештою, призводить до впливу грошово-кредитного органу на фіскальний стійкий розвиток та макроекономічну стабільність.

Заходи *подолання кризи*, призначені для фінансової системи, включають вливання капіталу, більш широкі гарантії та відокремлення «токсичних» активів від здорових, передбачає фіскальні органи разом із значним втручанням грошово-кредитного органу. Залежно від складності фінансової кризи дія політики може включати нетрадиційне втручання, причому фіскальний орган купує велику частку в приватних компаніях, а грошовий-кредитно орган надає позики безпосередньо приватному сектору. Розв'язання кризи може також включати зміни структури власності фінансової індустрії. Процес реструктуризації може починатися за випадкових банкрутств на ранніх етапах кризи, за якими слідує хвиля злиття і поглинання. Але такі події є лише першими кроками в напрямку системної консолідації та реструктуризації, які також потребують оновленої регуляторної структури. Управління токсичними активами за допомогою «поганого банку» може бути частиною цієї спроби реструктуризації, хоча технічні складнощі призводять до повільної реалізації (особливо коли вона включає іноземну діяльність та структури власності). Таким чином, фіскальний та грошово-кредитний органи здійснюють заміну або посилення приватного сектору в деяких функціях. Фіскальний орган може також почати брокерську діяльність поглинань серед фінансових установ, стаючи власником приватних фірм або шляхом надання позик безпосередньо не фінансовим підприємствам.

Політика *запобігання кризі* є основою для реагування на кризу і також має сильну взаємодію. Потрібно, щоб фіскальна політика, направлена на сталий розвиток державного бюджету, була зосереджена на управлінні витратами, хоча ймовірно, що не можливо

буде уникнути збільшення податків. Наскільки це так, настільки важливо щоб забезпечувалися хороші принципи оптимального оподаткування (з метою обмеження спотворень, податкового арбітражу та небажаних ефектів розподілення). Це може призвести до появи проблем структурної політики, наприклад через сильну взаємодію між системами оподаткування та соціальних виплат або вплив на вибір розміщення бізнесу. Аналогічно потрібно, щоб обмеження витрат було сфокусовано на позиціях, які спотворюють та гальмують економічну ефективність та зростання, одночасно з створенням можливостей для збільшення дружніх урядових витрат, таких як на освіту та інновації. Загалом, «якість державного бюджету» разом із з його кількісними аспектами відіграють важливу роль.

Найбільш істотним недоліком сформованих подань про підходи до антикризових впливів на економіку є недооцінка стратегічного менеджменту, що по самій своїй суті покликаний створювати найбільш загальну методологічну основу антикризового регулювання. Саме недолік стратегічності прийнятих рішень приводить до безсистемності, відсутності загальної спрямованості й спадкоємності проведених заходів, ігноруванню істотних взаємозв'язків між елементами й процесами.

Одна з найбільш значимих рис системи стратегічного управління, що на сьогоднішній день також не приділяється достатньої уваги, її здатність до самонавчання, заснована на вивченні й обробці попереднього досвіду. Не викликає сумнівів, наприклад, те, що глибокий і всебічний аналіз результатів проведення ринкових перетворень у вітчизняній економіці міг би істотно підвищити якість і результативність заходів державного регулювання в умовах світової фінансової кризи 2008 року.

Антикризове регулювання повинне здійснюватись з урахуванням стратегії економічного розвитку країни. Саме стабільний економічний розвиток, економічне зростання повинні бути основною метою антикризового регулювання. Базуючись на цьому, на нашу думку, підходи до антикризового регулювання економіки мають бути орієнтовані не лише на подолання наслідків кризи, проте, в першу чергу, на забезпечення трансформаційних змін в економіці як наслідок ефективної поведінки держави до та під час економіч-

ної кризи. В першу чергу це стосується світової фінансової кризи, зважаючи на неможливість в умовах глобалізації уникнути її впливу.

Схожість і синхронність антикризових заходів обумовлена особливостями функціонування світового фінансового ринку і глобальним характером кризових потрясінь у світовій економіці. В умовах взаємозалежності різних суб'єктів світової економіки і наявності численних перехресних ефектів неможливо проводити антикризову політику, навіть традиційну кейнсіанську політику стимулювання попиту, ізольовано і без урахування наслідків для світової економіки. Заходи з підтримки ліквідності, політика процентних ставок і валютна політика також роблять безпосередній вплив не тільки на ринок фінансових послуг, але і на умови зовнішньої торгівлі і розвиток світової економіки.

Різноманітність інструментів антикризового регулювання і застосування нових заходів в умовах фінансової кризи дає основу для розширення класифікації антикризових заходів. Класичний розподіл представників західної економічної школи на заходи монетарного і фіскального (бюджетного) механізму є досить вузьким.

Аналіз світового досвіду подолання останньої фінансово-економічної кризи дозволяє класифікувати їх за такими напрямками:

- забезпечення ліквідності інституційних учасників фінансового ринку;
- фінансова підтримка реального сектору;
- підтримка економіки, зайнятості та підвищення споживчого попиту.

У таблиці 1.4. представлена детальна класифікація антикризових заходів, підкріплена прикладами використання в умовах сучасної кризи.

Таблиця 1.4

Антикризові заходи в умовах фінансової кризи

<i>Напрямок</i>	<i>Практика застосування в умовах кризи 2008 р.</i>
1	2
Забезпечення ліквідності інституційних учасників фінансового ринку,	
Активізація міжбанківського ринку	<ul style="list-style-type: none"> • зниження ключової процентної ставки, • зміна норм обов'язкового резервування

Продовження табл. 1.4

1	2
	(Банк Англії, Народний Банк Китаю, Банк Індії), • виплата відсотків по резервах понад норму (ФРС, Банк Японії), • розміщення депозитів центрального банку або казначейства в комерційних банках (ЄЦБ, Банк Швейцарії, ФРС і ін.), • купівля державних цінних паперів (ФРС США, Банк Японії)
Рекапіталізація фінансового сектору	• внесення коштів до статутного капіталу фінансових інститутів (США, Велика Британія, Німеччина, Франція, Швейцарія та ін.), • купівля центральним банком активів приватного сектора: боргу іпотечних корпорацій (ФРС США), цінних паперів, забезпечених іпотекою (Банк Канади), корпоративних облігацій і комерційних паперів (ЄЦБ, Банк Японії, Банк Англії); • програми пільгового кредитування: «дисконтні вікна», анонімні аукціони ліквідності, угоди репо, в т.ч. з наданням казначейських облігацій (всі країни), • цільове кредитування для покупки окремих активів-(напр., Програми стимулювання грошового ринку ФРС США).
Надання державних гарантій за зобов'язаннями фінансового сектору, нових боргів, проблемним активам.	програми гарантій нового банківського боргу (першого порядку), зобов'язань грошових фондів, коштів на безвідсоткових операційних рахунках, комерційних паперів, корпоративних облігацій (США, Велика Британія, Канада, Франція, Німеччина, Італія, Швеція)
Компенсаційні правові механізми	• збільшення гарантій за вкладками населення (більшість країн Європи, Португалія, Гонконг та ін.), • регулювання банкрутства транснаціональних суб'єктів фінансового ринку.

Продовження табл. 1.4

1	2
Валютна політика	<ul style="list-style-type: none"> • валютні інтервенції (Велика Британія, Японія, Швейцарія, Південна Корея, Росія, Угорщина, Данія, Латвія та ін.), • заходи регулювання руху капіталу (Бразилія, Ісландія), • політика «валютного правління» (Індонезія, Малайзія, Сінгапур), • угоди про валютні свопи (найбільші центральні банки).
Фінансова підтримка реального сектору	
Фінансова підтримка пріоритетних галузей і системоутворюючих підприємств реального сектору (субсидії, дотації, надання державних гарантій за зобов'язаннями; реструктуризація заборгованості)	фінансова підтримка пріоритетних галузей: автомобілебудування: (США, Канада, Франція, Німеччина, Швеція, Китай, Росія), авіабудування (Франція), нової енергетики і енергозбереження (США, Франція, Швейцарія), житлового будівництва (Канада, Велика Британія, Китай, Аргентина), гірничодобувної, лісової промисловості – (Канада), АПК (Китай, Казахстан).
Підтримка малих і середніх підприємств	податкова підтримка, стимулювання банківського кредитування малих і середніх підприємств під гарантії держави (більшість країн світу).
Підтримка капіталізації компаній реального сектору на фондовому ринку.	Купівля акцій підприємств реального сектору на фондовому ринку
Підтримка економіки зайнятості і підвищення споживчого попиту.	
Державні інвестиції в інфраструктурні проекти і будівництво доріг	інвестиції в транспортну інфраструктуру, освіту та охорону здоров'я, екологічно чисті технології (всі країни ОЕСР та ін.), дороги (Австралія, Канада, Мексика, Іспанія та ін.), телекомунікації, (Австралія, Канада, Німеччина, США, Японія та ін.); енергетику та водопостачання (Канада, Японія, Корея, Японія, США та ін.)
Податкові пільги, податкові кредити, скорочення податків.	скорочення податків на доходи фізичних осіб, корпоративний прибуток, споживання, ПДВ, нерухомість, зниження соціальних податків на нових працівників (практично всі країни)

Продовження табл. 1.4

1	2
Підтримка ринку праці.	<ul style="list-style-type: none">• Збільшення допомоги по безробіттю, відстрочки безробітним з погашення іпотечних кредитів, збільшення податкових відрахувань та ін.• Політика підвищення зайнятості, обмеження на використання іноземної робочої сили, навчальні програми та програми перекваліфікації безробітних (всі країни).

Коротко зупинимося на характеристиці вище перерахованих позицій.

Традиційним напрямком антикризових заходів на фінансовому ринку є активізація міжбанківського ринку. В умовах фінансової кризи центральні банки використовували різноманітні інструменти для даної мети – зміна норм обов'язкового резервування (Банк Англії, Народний Банк Китаю, Банк Індії), виплату відсотків по резервах понад норму (ФРС, Банк Японії), розміщення депозитів центрального банку або казначейства у комерційних банках (ЄЦБ, Банк Швейцарії, ФРС і ін.). ФРС США в період з березня по жовтень 2009 р. активно брала участь на ринку державних цінних паперів, здійснивши покупку довгострокових казначейських облігацій, з метою зниження процентних ставок і збільшення грошової маси, на суму в 300 млрд. дол. Аналогічні дії були зроблені Банком Японії – збільшив придбання державних облігацій до 1,8 тлрн. ієн у місяць (з березня 2009 р.).

Наступний напрямок антикризових заходів на фінансовому ринку – рекапіталізація фінансового сектора, що передбачає пряму участь в капіталі системоутворюючих інститутів, викуп неперспективних боргів і різні заходи щодо забезпечення ліквідності фінансового ринку. В умовах фінансової кризи 2008-2010 рр. програми рефінансування центральних банків були значно розширені за обсягами, термінами, учасникам і видам прийняттого забезпечення за кредитами. Крім традиційного «дисконтного вікна», у багатьох країнах були запуснені тимчасові аукціони ліквідності (ФРС, ЄЦБ, Народний Банк Китаю і ін.). За деякими оцінками, розмір позик, наданих ФРС США. в рамках аукціонів (за програмою Term

Auction Facility), перевищив 400 млрд. дол., ЄЦБ – 400 млрд., євро в 2008 р.¹

Головною особливістю стало розширення спектра учасників фінансового ринку, які мають право на доступ до коштів кредитора останньої інстанції і фінансову підтримку влади. Так, якщо в умовах попередніх фінансових криз пряма допомога надавалася виключно кредитним інститутам, то в 2008-2010 рр. програми рекапіталізації в більшості країн охопили широкий спектр учасників фінансового ринку – страхові компанії, пенсійні, грошові і інвестиційні, фонди, небанківські кредитні інститути. Подібна ситуація дозволяє говорити про зміну традиційного статусу центрального банку як «банку банків» і розширенні функції кредитора останньої інстанції на інших учасників фінансового ринку.

Виходячи з позицій інституційної теорії, політику кредитора останньої інстанції можна розглядати як своєрідну форму імпліцитного (прихованого) контракту між державою в особі центрального банку та банківської системою, при якому центральний банк гарантує фінансову підтримку в умовах кризи в обмін на ефективний розвиток, управління ризиками, максимізацію добробуту економічних агентів. В результаті дій центрального банку в умовах кризи встановлюється більш сприятливий рівновагу на фінансовому ринку. Однак розширення даного контракту, тобто гарантій центрального банку, на численні небанківські організації та фінансові інститути, які не підлягають відповідному регулюванню, тягне істотні моральні ризики. З огляду на тісний взаємозв'язок різних сегментів фінансового ринку і високих системних ризиків в умовах фінансової кризи така політика видається розумною, однак вимагає створення відповідного регулювання системоутворюючих небанківських інститутів і джерел повернення вкладених коштів.

Придбання державою проблемних активів приватного сектора і операції на відкритому ринку з метою підтримки того чи іншого сегмента визначаються особливостями національного фінансового ринку, в тому числі структурою активів національних фінансових інститутів. В умовах фінансової кризи операції центробанків на відкритому ринку охопили широкий спектр інструментів. ЄЦБ в

¹ Mishkin F. Over the Cliff: From the Suprime to the Modern Financial Crisis. NBER Working Paper. 2010. No.16609..

травні 2009 р. було оголошено про виділення 60 млрд. євро на покупку забезпечених облігацій. Банк Японії в грудні-травні 2009 р. здійснив інвестиції в банківські акції (1 тлрн. єн), корпоративні облігації (1 тлрн. єн), комерційні папери (3 тлрн. єн). Центральний банк Швейцарії в умовах криза скуповував облігації, номіновані в швейцарських франках. Банком Канади було виділено 75 млрд. канадських доларів на покупку іпотечних активів. У Великій Британії був створений фонд для вкладень в висококласні цінні папери приватного сектора, забезпечені комерційні папери та державні боргові зобов'язання (gilts), який збільшувався в ході кризи і до листопада 2010 року становив 200 млрд. фунтів. Однак набагато більшим є обсяг коштів, витрачених ФРС США – 1,25 тлрн. дол. на покупку цінних паперів, забезпечених іпотекою (листопад 2008 – березень 2010 року) і 175 млрд. дол. на придбання боргових зобов'язань підприємств, що спонсоруються державою¹.

Третя група антикризових заходів з підтримки ліквідності фінансового ринку пов'язана з наданням державних гарантій по проблемних активах, зобов'язаннях фінансового сектора, нових записів певних груп учасників. В умовах сучасної кризи державні гарантії використовувалися в багатьох країнах. Підтримка фінансових інститутів ринку з використанням державних гарантій є необхідним інструментом в умовах кризи, оскільки сприяє відновленню довіри до учасників фінансового ринку і мобілізації приватного капіталу. Проте, на наш погляд, можливо більш активне залучення приватного капіталу, зокрема, з використанням механізмів державно-приватного партнерства на фінансовому ринку. Так, великі учасники фінансового ринку в умовах кризи поряд з державою можуть надавати гарантії за проблемними активами, приймаючи на партнерській основі певну частину ризиків за винагороду.

Наступний вид антикризових заходів на фінансовому ринку – компенсаційні правові механізми, в тому числі збільшення гарантій закладами населення, відшкодування коштів вкладникам і контрагентам при відкликанні ліцензії у банку. В умовах останньої фінансової кризи в ряді держав була істотно підвищена сума гарантій по внесках фізичних осіб (у Великій Британії до 50 тис. ф.ст., в

¹ The Federal Reserve's Response to Crisis. FRS, 2010. URL: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_crisisresponse.htm.

Швейцарії до 100 тис. франків), у багатьох країнах – до 100% (Німеччина, Австрія, Греція, Ірландія, Португалія, Австралія, Гонконг, Тайвань, ОАЕ та ін.). Відзначимо, що практично одночасне підвищення величини гарантій в європейській країнах восени 2008 р. є, на наш погляд, яскравим проявом глобалізації антикризових заходів на фінансовому ринку. Цей феномен обумовлений впливом політики державних гарантій на розподіл грошового капіталу в умовах лібералізації фінансового ринку. У той же час зберігається актуальність створення міжнародних компенсаційних механізмів і процедур регулювання банкрутства транснаціональних суб'єктів фінансового ринку, і питання контролю за проявом наслідків неспроможності транснаціональних банків обговорювалося в рамках «Групи 20». В рамках Ради з фінансової стабільності було створено Робочу групу з транскордонного управління кризою, яка спільно з Базельським комітетом з банківського нагляду розробляє критерії і вимоги для забезпечення стійкості системоутворюючих транснаціональних фінансових інститутів.

II. Детермінанти трансформації світового фінансового порядку

2.1. Світова фінансова криза як причина трансформації світового фінансового порядку

Світова фінансова система характеризується певною внутрішньою нестабільністю. Ця нестабільність виявляється в періодичному виникненні в різних частинах цієї системи фінансових криз. Постає питання – наскільки виникнення фінансових криз неминуче, які причини цього явища і чи не криється причина їх виникнення у недосконалому світовому фінансовому порядку.

У сучасній економічній науці не вироблено єдиного підходу до поняття фінансової кризи. Крім того, відсутня характеристика специфіки кризи на світовому фінансовому ринку. Більшість дослідників обмежуються розглядом проявів кризи на окремому сегменті (валютному, кредитному, фондовому, страховому ринках) або їх поєднанні.

На наш погляд, найбільш плідним є системний підхід до вивчення криз на світовому фінансовому ринку. Сутність системного підходу полягає в аналізі об'єкта на всіх його рівнях, виходячи з принципів цілісності; ієрархічності будови і наявності єдиної мети і механізмів функціонування¹. Для дослідження системи необхідно вивчення структури системи, закономірностей її розвитку, виявлення взаємозв'язків, взаємозалежностей і процесів самоорганізації в системі.

Світовий фінансовий ринок є складною динамічною системою, і, отже, повинен розглядатися як частина системи вищого рівня

¹ Гвишиани Д.М. Теоретико-методологические основания системных исследований и разработка проблем глобального развития. Системные исследования: Методологические проблемы: Ежегодник, 1982. С. 7-25.

(світової економіки) і в той же час як самостійний елемент, який виступає єдиним цілим у взаємодії з середовищем (з процесом суспільного відтворення). Багаторівневі взаємозв'язки в його структурі обумовлюють різноманітні залежності між сегментами фінансового ринку і його суб'єктами, породжуючи синергетичні процеси в умовах кризи. Так, кризові потрясіння на одному сегменті проявляються в різних формах на всіх інших, поширюючись на національні фінансові ринки і міжнародні фінансові центри. Діяльність окремих сегментів фінансового ринку надає сумісний кумулятивний вплив на економічні процеси, а вони піддаються відповідного впливу, проявляючи прямий і зворотний зв'язок фінансового ринку з суспільним відтворенням. Подібний підхід дозволяє розкрити сутність, чинники, форми прояву і механізм розвитку кризи на світовому фінансовому ринку в його взаємодії з економікою.

Фінансові кризи є однією з форм прояву економічних криз. У циклічних кризах починає проявлятися перенагромадження всіх трьох форм капіталу: товарного (ріст нереалізованої продукції), продуктивного (збільшення недовантаження виробничих потужностей, ріст безробіття) і грошового (збільшення кількості грошей, не вкладених у виробництво). З 1970-1980 р. у науково-дослідних роботах західних вчених із проблем економічних циклів і криз акценти починають поступово зрушуватися в сферу фінансів як найбільш нестабільну сферу економіки. Відродження інтересу до гіпотези фінансової нестабільності було обумовлено тим, що наслідки фінансових криз спонукали до більш поглибленого вивчення цієї проблематики саме в контексті реалізації через них різних за масштабами економічних криз, в тому числі і світових (глобальних).

Розглянемо підходи ряду вчених до визначення поняття світова фінансова криза.

Так, М. Бордо і Дж. Ландон-Лейн розуміють під міжнародною фінансовою кризою банківську кризу, яка, часто супроводжуючись валютними або борговими, виникає на декількох континентах і країнах, включаючи розвинені країни і країни, що розвиваються¹.

Фінансова криза – це гостре, нетривале, сильне погіршення всіх або більшості фінансових індикаторів, включаючи різке падіння ставок відсотків за кредитами, падіння курсів фінансових акти-

¹ Bordo M., Landon-Lane J. The Global Financial Crisis of 2007-2008: Is It Unprecedented? NBER WP 16589. Cambridge, NBER. 2010. P.6.

вів (фондових, нерухомості й земельних) і збільшення числа неспроможних (банкрутів) фінансових інститутів¹.

А. В. Анікін серед компонентів фінансової кризи виділяє бюджетну, банківську, кризу грошового обігу, біржову й валютну кризу, що, на його думку, охоплює зовнішньофінансову сферу економіки й виявляється в погіршенні платіжного балансу за поточними операціями, різкому зниженні курсу національної валюти (девальвації), втечі капіталу й дефіциті платіжного балансу за капітальними операціями, виснаженні валютних резервів².

Представляє інтерес дослідження криз з позицій теорії асиметрії інформації Ф. Мішкіна. Фінансова криза, за його визначенням, – це нелінійна дезорганізація фінансового ринку, при якій проблеми несприятливого відбору та морального ризику поглиблюються настільки, що фінансові ринки втрачають здатність ефективно перерозподіляти ресурси суб'єктам з найкращими інвестиційними можливостями, внаслідок чого відбувається різке скорочення економічної активності³.

Досліджували сутність і детермінанти виникнення фінансових криз і українські вчені. Так, зокрема, В.Мазуренко констатує, що світова фінансова криза – це раптове, синхронізоване порушення рівноваги міжнародних фінансових ринків, що відбувається внаслідок поширення дестабілізації системних фінансових відносин країн епіцентру, яка поширюється на інші регіони і дістає вияв у спонтанному, неочікуваному падінні вартості активів (акцій, нерухомості, активів тощо), погіршенні динаміки більшості фундаментальних макроекономічних показників і через дезорганізацію процесів формування та розподілу централізованих фондів держав викликає різке зростання зовнішнього боргу та ймовірності дефолту за приватними, а інколи й суверенними боргами⁴.

¹ Mulleneux A. W. The Financial Instability Hypothesis (FIN). Business Cycles and Financial Crises. New York etc.: Harvester Wheatsheaf, 1990. P. 87.

² Аникин А.В. О типологии финансовых кризисов. Вести Московского Университета. Сер. 6. Экономика. 2001. №4 С. 48.

³ Mishkin S. F. Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective. NBER WORKING PAPER SERIES. Working Paper 5600, 1996. 49p. URL: <https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/w5600.pdf>.

⁴ Мазуренко В. Системні детермінанти та етапи розгортання світових фінансових криз. Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. 2012. №38/39. С.50-57.

Хоча для фінансових криз характерні спільні риси, вони можуть приймати різні форми. Фінансові кризи часто пов'язані із одним або більше із наступних явищ: значними змінами об'ємів кредитів та цін активів; серйозними порушеннями фінансового посередництва та зовнішнього фінансування різноманітних суб'єктів економічної діяльності; значними проблемами в балансових звітах (компаній, домашніх господарств, фінансових посередників та держав); широкомасштабною державною підтримкою (у вигляді підтримки ліквідності та рекапіталізації). Як такі фінансові кризи типово є багатоаспектними явищами та їх складно характеризувати, використовуючи якийсь один показник.

Незважаючи на те, що фінансові кризи характеризуються різноманітними образами та формами, загалом їх класифікують на два типи. Так К.Райнхард та К. Рогоф (2009)¹ розрізняють два типи криз: ті, які класифіковані, використовуючи строго кількісні визначення; та ті, які значною мірою залежать від якісного та оціночного аналізу. Перша група включає переважно *валютні* кризи та кризи, пов'язані із *раптовими зупинками*, а до другої групи входять *боргові* кризи та кризи, пов'язані із *банківською діяльністю* (див. *рис. 2.1*). Теорії, які пояснюють кризи, дуже впливають на визначення криз.

Незважаючи на те, що фінансові кризи можуть набувати різноманітних образів та форм, в літературі, присвяченій кризам, прийнятті конкретні визначення багатьох типів криз. Наприклад, *валютна* криза включає спекулятивні атаки на валюту, які призводять до девальвації (або різкого знецінення), або примушує владу підтримувати валюту шляхом витрачання великої кількості міжнародних резервів, або різкого підвищення відсоткових ставок, або накладання контролю на капітал. Криза *раптові зупинки* (криза рахунку руху капіталу або криза платіжного балансу) визначається як значне (та часто непередбачене) падіння міжнародного надходження інвестицій або різке анулювання надходження сукупних інвестицій до країни, яке ймовірно має місце разом із різким підвищенням їх кредитного спреду. Оскільки наявні зміни піддаються вимірюванню, то їх можна використовувати в кількісних методологіях.

¹ Reinhart, C. M., Rogoff K. S. This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly. Princeton Press. 2009.

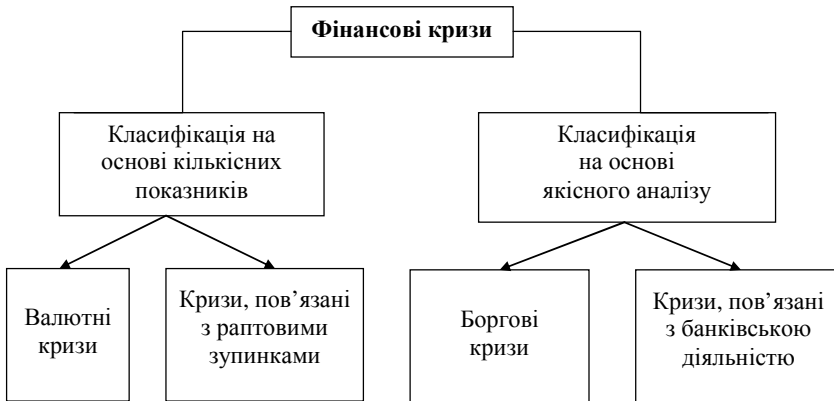


Рис. 2.1. Класифікація фінансових криз*

*Примітка: складено автором на основі: Reinhart, C. M., Rogoff K. S. This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly. Princeton Press. 2009

Інші кризи є пов'язаними із несприятливою борговою динамікою або потрясіннями в банківській системі. *Зовнішня боргова криза* має місце, коли країна не може (або не хоче) обслуговувати свій зовнішній борг. Вона може приймати форму державної, приватної або державної та приватної боргових криз. *Внутрішня державна боргова криза* має місце, коли країна не виконує своїх внутрішніх фіскальних зобов'язань в реальний строк або шляхом явного невиконання зобов'язань, або шляхом створення інфляції, або інакше девальвування своєї валюти, або шляхом використання деяких (інших) форм фінансового стримування. В *системних банківських кризах* дійсні або можливі панічні вилучення банківських вкладів та обезцінювання можуть примусити банки тимчасово припинити конвертованість (оборотність) їх зобов'язань, або примусити уряд втручатися для запобігання цьому шляхом значного розширення ліквідності та сприяння капіталу. Оскільки такі змінні не дуже просто вимірювати, то їх можна використовувати скоріше лише для якісних методологій.

Існують й інші класифікації, але ймовірно, що вони збігаються незалежно від типів криз, наприклад ряд банківських криз, пов'язаних із випадками раптових зупинок та валютними кризами.

Сутність фінансової кризи є настільки складною, що навіть за сучасного стану науки практично неможливо створити універсальну теорію, щоб її досконало пояснила.

У науковій літературі можна виділити декілька підходів до причин фінансових криз. Згрупуємо їх у таблицю 2.1.

Таблиця 2.1

Причини криз на фінансових ринках

Основна причина криз на фінансових ринках	Заходи з попередження криз	Автори
1	2	3
Сфера відтворення		
Перевиробництво (в тому числі перевиробництво фінансових послуг) і надлишок капіталу	Значна державна участь в економіці	Маркс К., Енгельс Ф., Варга Е., Трахтенберг И., Енгов Р., Бузгалін А., Колганов А.
Порушення пропорцій між фазами відтворення, відрив фінансового сектора від реального.	Державне регулювання	Грінберг Р., Красавіна Л., Лаврушин О., Пороховський А., Коржубаев А., Шакер И., Королев И., Рогов С, Осіпов Ю. и др.
Падіння інвестицій внаслідок зниження граничної ефективності капіталу	стабілізаційна грошово-кредитна і фінансова політика, стимулювання сукупного попиту	Кейнс Дж. М.
Новий рівень продуктивних сил у зв'язку з НТП, зміна технологічних укладів	підтримка виробництва нового технологічного укладу	Кондратьєв Н., Глазьев С.
Шоки сукупної продуктивності	невтручання в економіку	Кідленд Ф., Прескотт Р.
Рух товарно-матеріальних запасів		Кітчин Дж.

Продовження табл. 2.1

1	2	3
Сфера обігу		
Зовнішні шоки, механізми, що перешкоджають миттєвому коригування зарплат і цін	«Laissez faire», лібералізація і невтручання держави в економіку	Класична школа, неокласики
Дисбаланс заощаджень (надмірний приплив заощаджень з країн, що розвиваються в розвинені) ‘	Зниження дисбалансів за рахунок зняття неопротекціоністських заходів, зміцнення фінансових ринків країн, що розвиваються	Бернанке Б., Грінспен А., Полсон Г.
Помилкова грошово-кредитна політика	регулювання грошової пропозиції	Монетаристи (М. Фрідман, А. Шварц), Кудрін А., Уайт Л.
«Неузгодженість» тимчасових переваг споживачів і виробничої структури економіки в результаті кредитної експансії	невтручання держави в економіку, принцип «laissez faire»	Австрійська школа (Л. Мізес, Ф. Хайек, М. Ротбард)
Глобалізація і лібералізація фінансового ринку	посилення регулювання фінансового ринку і пруденційного нагляду	Дж. Кальво, К. Рейнхарт; Дж. Сакс, А. Торнелл, А. Веласко; Дж. Стиглиц; Р. МакКіннон и Х. Пілл, Кругман П.
Нестійкість фінансової системи є неминучим наслідком стадії підйому	антициклічна політика; політика «кредитора останньої інстанції»	Мінські Х.
Кредитний бум і накопичення надмірної заборгованості економічних суб’єктів	політика дешевих грошей, заходи з підтримки цін в умовах кризи	Фішер І., Геанокоплос Дж., Спенс М.; Кіндлбергер Ч.

Продовження табл. 2.1

1	2	3
Помилки ринку (ціноутворення і стратегії, поведінки на фінансових ринках, недооцінка ризиків слабкий корпоративний контроль, конфлікти інтересів)	Регулювання, заохочення; розвитку оцінки ризиків; вдосконалення корпоративного контролю	Сорос Дж., Юсім В., Бенмелех Е.
Зовнішньоекономічні причини криз		
асиметрія інформації, проблеми несприятливого відбору і морального ризику	жорстке регулювання і нагляд, заходи щодо пом'якшення асиметрії інформації	Мішкін Ф., Акерлофг Дж.
політичні ділові цикли, викликані опортуністичною поведінкою політиків		У. Нордхауз
поведінка учасників; економіки; індивідуалізм, псевдоліберальний егоїзм		Кушлін В., Пахомов Ю.
панічні настрої в зв'язку з припиненням буму		Шумпетер Й, Твід Л. Обстфельд М.

Як бачимо, за однією точкою зору, причина криз на фінансовому ринку криється в економічному розвитку: в перевиробництві і перенагромадженні капіталу (К. Маркс, А. Колганов та ін.), падіння інвестицій внаслідок зниження граничної ефективності капіталу (Дж. Кейнс), порушенні пропорцій відтворення і відриві фінансової сфери від реального сектора (Грінберг Р., Пороховський А., Красавіна Л., Лаврушин О. та ін.).

Інші економісти вбачають причини криз на фінансовому ринку через призму сфери обігу. До причин криз вони відносять: помилкову грошово-кредитну політику (монетаристи), надмірний притік заощаджень в розвинені країни з країн, що розвиваються (Бернанке Б., Грінспен А.), нестійкість фінансової системи (Х. Мінські), лібералізацію фінансового ринку та недоліки регулювання (Дж.Стігліц, П.Кругман) та ін.

Теорії неекономічних причин кризи виділяють вплив сонячних плям (У. Джевонс), політичних (У. Нордхауз), психологічних фак-

торів (Л. Твід, Й. Шумпетер, В. Кушлін та ін.), «стадної поведінки» учасників ринку, інформаційної асиметрії (Дж. Акерлоф, Ф. Мішкін) та ін.

На основі вище викладеного матеріалу можна зробити висновок, що світові фінансові кризи у своїх проявах показують всі недоліки існуючого регулювання фінансових ринків та світового фінансового порядку. Їх виникнення стимулює знаходити нові форми роботи фінансово-кредитних інституцій, проводити реформатування цих інституцій, знаходити нові площадки для переговорів між країнами (наприклад, G20), виставляти нові вимоги до роботи рейтингових агентств, хеджфондів, застосовувати макропруденційний нагляд тощо.

Перед обличчям цієї нескінченної реальності, ми повинні усвідомити необхідність нової концепції макрофінансової стабільності, заснованої на новому світовому фінансовому порядку, такої, яка б намагалася змодельовати економічні і фінансові втрати, пов'язані з неминучими циклами (проблема «усвідомлення/прийняття»). Більше того, якщо ми приймаємо той факт, що фінансові кризи неможливо викоринити, тоді слід готуватися заздалегідь (до моменту виникнення кризи) до того, щоб краще з ними справлятися.

На основі аналізу концептуальних підходів до теорії економічних криз, вважаємо за необхідне виділити в сучасній економічній теорії проблемні області, що представляють серйозну перешкоду на шляху стійкого розвитку, зростання економіки:

1. В економічній теорії склалось уявлення про економічну кризу як фазу циклу економічної активності, що характеризується порушенням рівноваги або певного балансу, за якого всі елементи економічної системи працюють нормально й злагоджено. Економічний криза означає також порушення процесу відтворення економічної системи або неможливість відновити дію її елементів у колишньому стані, без внесення принципових змін. Але саме по собі настання кризи не розглядається як негативне явище, навпроти, як відправна точка пожвавлення економіки, що веде до подальшого вдосконалення економічної системи. Виникає питання про необхідність дослідження природи виникнення криз, – бо ж, як вважає більшість вчених, їхнє настання, так само як й руйнівні наслідки неминучі. Відповідь на ці питання дає висунута ООН концепція стійкого розвитку, що ставить перед економічною наукою завдання

пошуку шляхів переходу від вирішення проблем подолання вже виниклих криз або пророкування можливих строків їхнього настання до забезпечення умов безперервного поступального розвитку економіки. Проте аналіз теорії й практики антикризового управління свідчить про те, що методологічні основи стійкого розвитку економічних систем поки не сформовані, тому й наступна проблемна область стосується природи економічних криз, їх місця в економічному розвитку й інструментів подолання кризових ситуацій.

2. Більшість дослідників, визначаючи економічну систему як сукупність встановлених принципів, правил, законодавчо закріплених норм, по суті, бачать в ній результат суб'єктивних сприйнятих і тим самим ігнорують властиву їй об'єктивну складову. Існує принципова розбіжність думок щодо властивостей і цілей функціонування й розвитку економічних систем: класична й неокласична теорії базовою метою функціонування економічних систем вважають прибуток або ринкову вартість, при цьому передбачається, що певна дисципліна поведінки привноситься в економічну систему ззовні й не властива їй внутрішньо. На протигагу даній точці зору представники інших напрямків вносять різні пропозиції – від використання цільових функцій, що максимізують показники, відмінні від прибутку, до відмови від постановки будь-яких конкретних цілей взагалі. З огляду на це актуальними є проблеми, пов'язані з неадекватним поданням про економічну систему як об'єкт антикризових перетворень і про притаманні їй властивості.

3. Досягши згоди в питанні про те, що існування економічних систем характеризується одночасним перебуванням у двох взаємопротилежних станах – рівновазі й динаміці, представники різних шкіл мають різні думки про їх співвідносність й діалектику рівноважної динаміки. Прихильники класичного й неокласичного підходів (Сміт, Дж. С. Міль, А. Маршал та ін.) розглядають економічну систему в рівноважних координатах, що не дозволяє одержати адекватного подання про сутності змін, які в ній відбуваються, пов'язаних за своєю суттю з нерівновагою. Представники школи еволюційної економіки (Й. Шумпетер, А. Алчіян та ін.), навпаки, концентрують увагу на питаннях динаміки й замість пошуку недосяжної рівноваги, спробували виділити процеси економічних змін і фактори, що визначають їх розвиток. Еволюціоністи бачать в економічній системі осередок різноманітних процесів, відносин,

зв'язків і впливів. Однак при всій перспективності динамічного підходу до дослідження економічних систем теоретико-методологічна база еволюційної теорії ще не до кінця сформована. З огляду на вказане вище актуальною є проблема подолання внутрішнього конфлікту між суб'єктами економічних відносин в процесі постановки й реалізації цілей функціонування й розвитку економічних систем.

4. Тривалий період часу в економічній науці панували уявлення класичної школи, що опираються на метафізичне сприйняття соціально-економічної дійсності й ідеї природного порядку. Якщо на зорі капіталізму їхня точка зору якоюсь мірою відповідала дійсності, в міру наростання темпів змін все більшу актуальність здобували дослідження динамічного аспекту й пов'язаної з ним циклічності економічного розвитку. Саме до цієї проблеми зверталися Дж. Б. Кларк, Ж. Лескюр, У. Мітчелл, М. Туган-Барановський, А. Шпітгоф, Л. Поле, К. Маркс, І. Шумпетер та ін. Особливий внесок у вивчення проблеми циклічності розвитку економічних систем вніс Кондратьєв. Визнаючи безсумнівний внесок економічної науки в дослідження проблем економічної динаміки, слід зазначити, що й сьогодні економічна теорія, констатує циклічність економічного розвитку, не дає переконливого подання про її характер і причини. Більшість дослідників вважає також, що циклічність розвитку органічно властива лише капіталістичному способу виробництва, необґрунтовано звужуючи історичні рамки дослідження її природи. Причини циклічності економічного розвитку, як правило, пов'язуються із закономірностями зміни ринкової кон'юнктури, тим самим, відбувається підміна причини наслідком. З огляду на сказане, формується ще одна група проблем – сприйняття процесів економічної динаміки.

5. Складність нинішнього етапу економічних перетворень в Україні, відсутність позитивних результатів реформування, вимагають вивчення досвіду організації господарства інших країн та формування на цій основі ефективної програми дій, здатних забезпечити подолання наслідків кризових явищ, створення системи передбачення криз та зниження їх руйнівного впливу на вітчизняну економіку, що забезпечить перехід економіки до поступального розвитку. Без наукового осмислення проблем динаміки економічного зростання, економічної кризи на шляху зростання відповідно до сучасного бачення, інструментарій антикризового управління, що використовується в даний момент – час дії світової економічної

кризи, залишиться неефективним, саме тому важливою проблемою є проблема забезпечення виходу України на траєкторію стійкого економічного розвитку.

Концептуальні підходи до теорії світових фінансових криз

Сутність фінансової кризи є настільки складною, що навіть за сучасного стану науки практично неможливо створити універсальну теорію, щоб її досконало пояснила.

Будь-яка гіпотеза про походження, причини фінансових криз – це модель. І правильність гіпотези про майбутній стан кризи як об'єкту дослідження залежить від того, наскільки правильно визначили параметри цього об'єкту і їх взаємозв'язок між собою і зовнішнім середовищем. Простий науковий опис ніколи не охоплює всіх деталей, він завжди виділяє істотні елементи структур і зв'язків. Тому такий опис містить узагальнену модель явищ. Моделі будь-яких систем можуть бути двох типів – емпіричні і теоретичні.

Причини та характер протікання світових фінансових криз в загальному вигляді можна класифікувати на ендегенні (внутрішні) та екзогенні (зовнішні): сучасні концепції відносно теорії фінансових криз та погляди на причини виникнення кризових явищ в основному пояснюють причини виникнення криз тим, що внаслідок дії якогось зовнішнього фактора (екзогенного) реалізується закладений в природі економіки внутрішній механізм, що призводить до криз.

Моделювання ж ендегенних факторів за допомогою аналітичних моделей дає змогу лише описати причинно-наслідкові функціональні зв'язки при виникненні криз, проте не виявити суттєвих характеристик кризи як явища, яке на макрорівні не лише є причиною проблем в економіці, але й обумовлене неефективністю організації економічної та фінансової системи конкретної країни, світу на визначеному етапі розвитку світової економіки, на певному рівні динаміки економічного зростання (рис. 2.2).

Тому вважаємо за доцільне концентрувати увагу на дослідженні саме емпіричних моделей фінансових криз, як способі вираження взаємозв'язку між теоретичними поглядами та практикою, як єдино можливий спосіб моделювання тих елементів системи, для яких не можна побудувати в даний час універсальних теоретичних моделей через недостатність відомостей про їх внутрішній механізм – системи світової фінансової кризи.

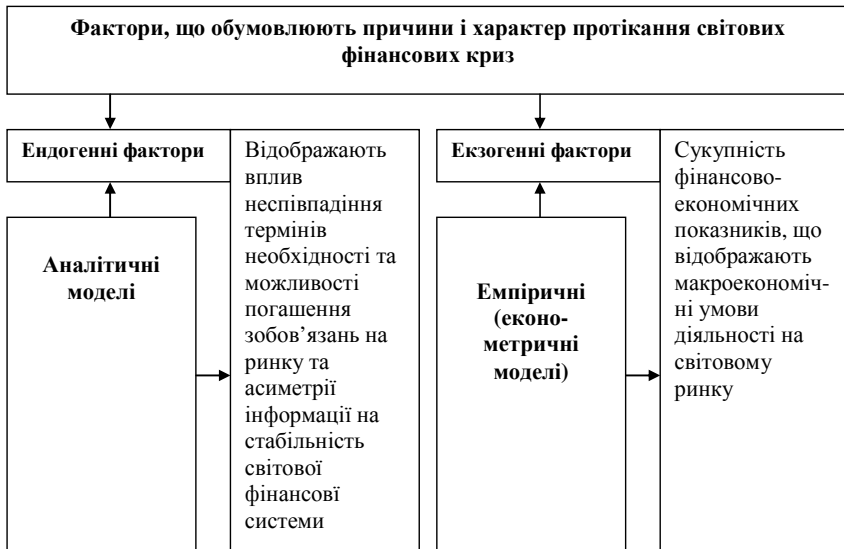


Рис. 2.2. Основні групи факторів, що обумовлюють причини і характер протікання світових фінансових криз*

*Примітка: побудовано автором

Емпіричні моделі – це математичні вирази, що апроксимують (з використанням тих або інших критеріїв наближення) експериментальні дані про залежність параметрів стану системи від значень параметрів факторів, що впливають на них. Для емпіричних моделей не вимагається отримання ніяких уявлень про будову і внутрішній механізм зв'язків в системі.

Далі висвітлимо сутність основних моделей фінансових криз з огляду на еволюцію поглядів на їх побудову, характер яких, в першу чергу, обумовлений фіксацією проявів кризових явищ в різні періоди часу, в економіках різних за розвитком та ефективністю державного управління країн.

I. Валютні кризи.

Теорії про валютні кризи з часом еволюціонували частково тому, що змінилася природа таких криз. Зокрема, в літературі з ініціювання валютних криз (та інших типів фінансового хаосу) відбувся перехід від зосередження на основних причинах валютних криз до акцентування масштабів для численних балансів та до

підкреслення ролі фінансових змінних, особливо змін в балансових звітах. Для пояснення валютних криз, які мали місце протягом минулих чотирьох десятиріч, типово використовуються три покоління моделей.

Від покоління до покоління ці моделі стають усе більш складними, і дозволяють більш точно передбачати початок кризи й містять величезну кількість математичних характеристик.

Якщо моделі першого й другого покоління чітко структуровані, і грані між ними очевидні, то моделі третього і четвертого покоління не мають чіткої структури. В табл.2.2 ми узагальнили характеристики моделей різних поколінь.

Моделі першого покоління

Перше покоління моделей, поява яких значною мірою зумовлена обвалом цін на золото, слугує важливим номінальним «якорем» перед введенням в 1970-х рр. плаваючих валютних курсів. Ці моделі часто застосовувалися по відношенню до девальвації валюти в Латинській Америці та інших країнах, що розвиваються. Ці моделі беруть свій початок від основоположних робіт П.Кругмана (1979), Ф.Флуда та П. Гарбера (1984), і тому називаються моделями «KFG».

Модель родоначальника теорії валютної нестабільності, професора Масачусетського Технологічного Інституту П. Кругмана 1979 р. – модель кризи платіжного балансу, описує наслідки невідповідної грошової й фіскальної політики при підтримці режиму фіксованого обмінного курсу на прикладі невеликої країни. П. Кругман показав, що збільшення внутрішнього кредиту з темпом, що перевищує темп збільшення грошової маси, веде до поступового зменшення резервів. При досить низькому, але позитивному рівні резервів відбувається спекулятивна атака, що веде до різкого зниження розміру резервів до нуля й переходу від фіксованого обмінного курсу до плаваючого ¹.

Передумови даних моделей наступні:

- в економіці провадиться й торгується лише один товар, вироблений в умовах повної зайнятості, при цьому розглядається mala відкрита економіка з екзогенно заданим випуском;

¹ Krugman P. A Model of Balance-of-Payments Crises . Journal of Money, Credit and Banking. 1979. Vol.11.

Таблиця 2.2

Характеристика основних етапів розвитку моделей валютно-фінансових криз*

Покоління моделей	Період	Приклад прояву кризових явищ	Базові причини виникнення та характер протікання криз згідно моделі
I	70-80-ті роки XX століття	Чилі (1982) Мексика (1982) Російська Федерація (1998)	Існує фіксований валютний курс. Криза відбувається у випадку виснаження золотовалютних резервів
II	1992-середина 1997 року	Велика Британія (1992) Фінляндія (1992) Іспанія (1992) Франція (1992)	Намагаючись уникнути проблем, описаних в моделі першого покоління, держави здійснюють гнучку грошово-кредитну політику, прагнучи не допустити атак спекулянтів періодично відмовляються від фіксації валютного курсу. Однак політика раптової відмови не може протистояти спланованій атаці і як наслідок настає криза
III	Кінець 1990-х років	Країни Південно-Східної Азії: Таїланд, Корея, Філіппіни, Індонезія, Малайзія (1997)	Прояв прихованих проблем економік з бюджетним профіцитом і позитивним сальдо платіжного балансу: «перегрітий» ринок нерухомості, «міхур» на фондовому ринку, раптова втеча капіталів
IV	2007	США, ЄС	Аналізуються інвестиції, які постраждали від морального ризику, банкрутства та балансових наслідків девальвації валюти. Підкреслюються економічні і фінансові норми і правила, права акціонерів, прозорість і нагляд за фінансовою системою, а також урядові спотворення. Пояснюються взаємозв'язки між фінансовими інститутами і фінансовими системами, та ґрунтується на прогностичній інформації.

*Примітка: узагальнено автором

- на ринку діє правило паритету купівельної спроможності – ціни на товари в іноземній валюті фіксовані й ціна усередині країни дорівнює ціні за кордоном, скоригованої на валютний курс;
- учасники ринку можуть точно прогнозувати ситуацію й тримають три види активів, які є абсолютними заміниками один одного: внутрішня валюта, національні й іноземні державні облігації;
- попит на гроші позитивно залежить від обсягу пропозиції й негативно залежить від внутрішніх процентних ставок;
- капітал вільно перетікає як із країни в країну, так і з одного ринку до іншого;
- у даній моделі прогнозується час початку спекулятивної атаки на валютний курс, тобто передвіщається момент настання кризи;
- розглядається міжнародний ефект Фішера, сутність якого в тому, що процентні ставки усередині країни дорівнюють процентним ставкам за кордоном плюс очікуваний рівень знецінення національної валюти (коригування на знецінення валюти);
- в економіці не існує комерційних банків і тому пропозиція грошей дорівнює внутрішньому кредиту, виданому центральним банком плюс вартість іноземних резервів центрального банку, при цьому центральний банк підтримує фіксований валютний курс шляхом проведення інтервенцій (таким чином, виключається вплив верстата);
- внутрішній кредит зростає з постійним темпом, необхідним для підтримки дефіциту державного бюджету на постійному рівні.

Таким чином, у даній моделі ми бачимо три суперечних один одному елементи політики: фіксований валютний курс, активна грошова політика, вільне переміщення коштів з одного виду активів в іншій.

Дана традиційна модель пояснює валютні кризи як результат конфлікту двох одночасно проведених напрямків державної політики – емісійного фінансування бюджетного дефіциту й спроби підтримувати фіксований валютний курс. Вона приваблива тим, що не залишає місце ірраціональності поведінки інвесторів, на яку часто посилаються багато дослідників криз. В основі кризи лежить нерозумна політика національного уряду й абсолютно раціональне й логічне бажання інвесторів мінімізувати свої збитки. Раціональ-

ність всіх учасників дозволяє легко моделювати подібні події, застосовуючи для цього традиційний інструментарій.

Дана теорія показує, що раптова спекулятивна атака на фіксовану або штучно підтримувану валюту може бути наслідком раціональної поведінки інвесторів, які правильно передбачають, що існує надмірний дефіцит, фінансований кредитом центрального банку. Інвестори продовжують утримувати валюту до тих пір, поки вони сподіваються, що режим валютного курсу залишається незмінним, але вони починають демпінгувати її, коли очікують, що штучне підтримання валюти практично підходить до завершення. Таке панічне вилучення коштів (такий ажіотажний попит) приводить до того, що центральний банк швидко втрачає свої ліквідні активи або тверду (конвертовану) іноземну валюту, яка підтримує валютний курс. Тоді валюта обвалюється.

Моделі першого покоління використовувалися для вивчення валютно-фінансових криз у Мексиці (1973-1982 рр.), Аргентині (1978-1981 рр.) та Росії (1998 р.)

У рамках моделей першого покоління слід виділити випадок атаки в умовах невизначеності. Варто сказати, що в цих моделях учасники ринку абсолютно точно знають, яку політику буде здійснювати держава, тоді як при існуванні невизначеності вони не знають цілей держави. Непевність учасників ринку приводить до того, що процентна ставка на активи, виражені в національній валюті, зростає напередодні кризи. У роботі Р. Флуда й Н. Меріон а піднімається питання в рамках основ, запропонованих моделями першого покоління, про багатоваріантність поведінки учасників ринку, вираженої через нелінійну математичну модель¹. Основним вимірником ступеня невизначеності, непевності учасників ринку є показник внутрішньої процентної ставки, що зростає напередодні кризи.

Випадок атаки в умовах невизначеності для моделей першого покоління є своєрідною сполучною ланкою між моделями першого й другого покоління.

Моделі другого покоління

Моделі другого покоління фокусуються на тому, що неможливо передбачити стратегію уряду. Вони вивчають, що відбувається, коли політика уряду реагує на зміни в поведінці учасників ринку

¹ Flood R., Marion N. Perspectives on the recent currency crisis literature. International Journal of Finance and Economics. 1999. V.4. P.1–26.

або коли уряд звертає увагу на очевидний вибір між метою підтримки фіксованого валютного курсу і іншими цілями. Деякі з новітніх моделей показують, що коли політика держави пов'язана з фіксованим валютним курсом, то спроби уряду змінювати стратегію своєї поведінки можуть лише прискорити настання атаки в економіці. У той же час, моделі першого покоління говорять про те, що результатом непередбачуваної політики держави буде атака спекулянтів безпосередньо перед кризою. Крім того, інші моделі показують, що відхилення в ринкових очікуваннях можуть змінити урядовий вибір і викликати кризи, які розвиваються самі. Останні моделі говорять і про можливість того, що економіка може перебувати в «атаковій» рівновазі, коли спекулянти бачать, але не мають на меті отримати від спекулятивних можливостей прибуток. У такій ситуації виникає небезпека координації дій спекулянтів і їх очікувань, що може незабаром викликати атаку.

Неможливість пророчити поведінку держави приводить до нелінійності поведінки держави й учасників ринку.

Моделі «другого покоління», уперше запропоновані М. Обстфельдом в 1994 р.¹ базуються на трьох базових умовах:

- повинна бути причина, за якою уряд бажає зберегти систему фіксованого валютного курсу;
- повинна бути причина, за якою уряд згоден припинити підтримувати курс національної валюти;
- витрати по утриманню курсу повинні збільшуватися, коли очікується (або хоча б підозрюється), що можлива відмова від фіксованого курсу.

Головні передумови моделей другого покоління наступні:

- поточна грошова політика відповідає політиці фіксованого валютного курсу;
- у випадку, якщо відбудеться атака на валюту, Центральному Банку вигідніше перейти до більш м'якої грошової політики й відійти від фіксованого валютного курсу;
- учасникам ринку відомо про те, що Центральний Банк може змінювати свою політику.

В 1990-і роки відбулись три великі регіональні валютні кризи: в 1992-1993 рр. – у Європі, в 1994-1995рр. – у Латинській Америці

¹ Obstfeld M., Taylor A. Globalization and Capital Markets. MIMEO 2002 – March.

й в 1997-1998 рр.- в Азії. Особливістю цих валютних криз було те, що основні параметри, що враховують канонічною моделлю, були в нормі. У роботі американця М. Обстфельда 1994 р. уперше було показано, що валютна криза може відбутися й «до того, як фундаментальні показники покажуть необхідність девальвації». В «моделях другого покоління» спекулянти, очікуючи на девальвацію, почнуть продавати національну валюту в обмін на іноземну, що приведе до значного зростання витрат підтримки валютного курсу.

Типовим прикладом моделей другого покоління є Європейська валютна криза 1992-1993 рр. Її можна розглядати як випадок, коли учасники ринку вірили в стабільність даної системи. У той час, коли Бундесбанк в 1992 році намагався підтримувати певний валютно-обмінний механізм, відомий як паритет європейських валют, кожен новий виступ офіційних осіб центрального банку, змушував учасників ринку обговорювати з новою силою нестійке фінансове становище Німеччини. У такій ситуації, навіть якщо інвестор вірить в стійкість фіксованого курсу, він повинен турбуватися і про те, як інші проінтерпретують те ж саме офіційне повідомлення. У цьому випадку криза може бути викликаний спекулянтами, що турбуються про думку інших. При цьому Велика Британія, Італія й Іспанія, що вийшли з режиму європейських валютних паритетів на основі ЕКЮ, не мали бюджетних дефіцитів, мали низькі темпи інфляції й невисокі ставки по кредитах. Єдиною проблемою в цих країнах був високий рівень безробіття, що й викликало очікування серед інвесторів, що влада віддасть перевагу проведенню експансіоністської грошово-кредитної політики стимулювання зайнятості перед цілями підтримки стабільного курсу національних валют.

Моделі другого покоління також пояснюють валютні кризи, викликані борговими проблемами. Так, криза 1994 р. у Мексиці була обумовленою високою зовнішньою державною заборгованістю, азійські валютні кризи 1997-1998 р. були викликані надмірним нагромадженням зовнішньої заборгованості приватних позичальників – приватних корпорацій і банків ¹.

Різні модифікації моделі валютної кризи другого покоління представлені в роботах наступних авторів: М.Обстфельда для опи-

¹ Cole H.L., Kehoe T.J. A Self-Fulfilling Model of Mexico's 1994-1995 Debt Crisis. Journal of International Economics. 1996. Vol. 41, № 3-4. P. 309-330.

су кризи Європейської Валютної Системи; Дж. Сакса, А. Торнелла й А. Веласко для опису валютної кризи в Мексиці в 1994 р.; у роботі Б. Ейченгріна, Е. Роуза й Ч. Виплоща для 20 країн OECD; Г. Камінські й К. Рейнгарт¹.

Моделі першого і другого поколінь, які ми досліджували вище, мають багато відмінностей, але всі вони можуть бути зведені до одного важливого припущенням: моделі першого покоління говорять про те, що зобов'язання з підтримки фіксованого валютного курсу повинні виконуватися державою в повній мірі, тоді як моделі другого покоління припускають втручання держави, що виражається в раптовій відмові від фіксованого валютного курсу.

Зробивши зобов'язання з підтримки валютного курсу в моделях першого покоління, залежними від волі держави, забезпечується потенційне об'єднання моделей першого і другого покоління. Це об'єднання необхідно з трьох причин:

1. Воно дає уряду в моделі першого покоління той же рівень свободи у виборі рішень, що і в моделях другого покоління.

2. Воно зберігає в якості головного моменту взаємодії між спекулянтами та урядом. Цей момент особливо важливий для того, щоб зробити приклад більш зрозумілим. Протидія цілей з підтримки фіксованого валютного курсу та інших політичних цілей – це ключ для взаємодії влади і спекулянтів. Це нагадує дослідження П.Кругмана щодо спекулянтів, які в його моделі здогадуються про рівень зобов'язань, які прийняв уряд з підтримки валютного курсу.

3. Це дозволить моделям першого покоління вибрати найбільш важливі моменти з моделей другого покоління, а саме залежність від волі держави кількості резервів, які використовуються на підтримку валютного курсу.

Вони приводять нас до наступних висновків щодо актуальності об'єднання моделей обох поколінь:

1. Моделі другого покоління доповнюють моделі першого покоління, враховуючи більшість їх недоліків, однак моделювання

¹ Sachs J., Tornell A., Velasco A. Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons From 1995. NBER Working Paper. 1996. № 5576; Obstfeld M. The logic of Currency Crises. NBER Working Paper. 1994. № 4640; Eichengreen B. Rose A., Wyplosz Ch. Contagious Currency Crises. NBER Working Paper. 1997. № 5681.

одержуваного спекулянтами прибутку неможливо здійснити без використання теорії моделей першого покоління.

2. Моделі першого покоління з незмінними зобов'язаннями з підтримки валютного курсу, залежать тільки від параметрів і показників грошового ринку. При доповненні політики функцією вибору з'являються деякі параметри в «тіньовому» курсі, які стають залежними, що більш реально відображає ситуацію. Вони будуть каліватися за передбачуваною траєкторією відповідно до обраної політики.

Моделі третього покоління

Незважаючи на всю практичну корисність більш ранніх моделей, вони не враховували кілька важливих аспектів, властивих, наприклад Азіатській кризі¹:

- хоча перед кризою 1996 р. спостерігалось падіння в темпах економічного зростання, однак проблеми значного безробіття не існувало, тобто в Азіатських країнах не існувало на той момент причин для відмови від фіксованого курсу з метою розширення грошової політики, що, наприклад, привело до кризи Європейського валютного механізму в 1992 році;

- в жодній з економік країн Азії, що потрапили під кризу не існувало жодної істотної ознаки, характерної для моделей першого покоління, у розпал кризи всі ці країни мали більш-менш збалансований платіжний баланс, не були залучені в невтримне розширення кредитування, а також неконтрольоване збільшення грошової маси, економіки Азіатських країн мали дуже низькі показники інфляції;

- у країнах, уражених кризою, існував цикл зльотів і падінь на ринку активів, що передував валютній кризі: ціни на фондовому ринку й ціни на землю злітали, а потім різко падали (падіння після кризи було значно більше, ніж падіння до кризи).

З огляду на це, створюються моделі третього покоління, представлені в роботах П. Кругмана й Ф. Агіона, Е.Йейаті, Ф. Бачетти й А. Банарджі¹.

¹ Antczak M. The 1997 Currency Crisis in Thailand / The Episodes of Currency Crisis in Latin American and Asian Economies. / M. Dabrowski (ed.). CASE Report № 39. Warsaw: Center for Social and Economic Research, 2001. P. 39–54.

Кризи третього покоління пов'язані в першу чергу з надмірним нагромадженням заборгованості приватним сектором. Як відзначає П. Кругман, споконвічно існувало два підходи в дослідженнях криз третього покоління.

Перший припускає, що за стабільними макроекономічними показниками, у деяких країнах Південно-Східної Азії ховався «інвестиційний міхур», а саме – підтримка інвестування за допомогою державних гарантій по відшкодуванню збитків банкам-інвесторам. Такі гарантії «дозволяють» банку порушити певні межі й, за відсутності посиленого контролю держави за фінансовими потоками, піти на так званий «моральний ризик», тобто акумулювати кошти не тільки на національному ринку, але й при недостатчі коштів займати їх на міжнародному для подальшого інвестування усередині країни. Перевищення банками максимуму державних гарантій може привести до ситуації, коли за будь-якої несприятливої події банки спробують повернути кредити, а зовнішні фінансові інститути почнуть вивіз коштів із країни, що й приведе до кризи².

Другий підхід – модифікована в 1998 р. теорія Даймонда-Дибвіга про набіги на банки. У цьому випадку основну роль відіграють фінансові інститути, що акумулюють кошти приватних інвесторів для диверсифікованості ризиків, що вкладають їх у різні коротко- і довгострокові активи, частка яких завжди вище. При виникненні паніки, фінансові інститути можуть швидко позбутися короткострокових активів, у випадку з довгостроковими активами – можливі як значні збитки, так і повна нездатність задовольнити вимоги всіх вкладників³.

У сучасних модифікаціях моделей третього покоління піддається критиці твердження по те, що нестабільність банківської й фінансової систем та економіки держави в цілому робить менш доступним кредитування для компаній і тим самим підсилює ймовірність виникнення фінансової кризи.

¹ Krugman P. Balance Sheets, The Transfer Problem, and Financial Crises. Mimeo. 1999; Yeyati E.L. Global Moral Hazard, Capital Account Liberalization and the «Overlending» Syndrome. IMF Working Paper. 1999. № 100.

² Aghion P. Bacchetta P., Banerjee A. Currency Crises and Monetary Policy in an Economy with Credit Constraints. European Economic Review. 2001. № 45(7). P. 1121-1150. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/staffp/2000/00-00/ab.pdf>.

³ Diamond D., Dybvig P. Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity. Journal of Political Economy. 1983. P.401-419.

У 2004 р. Ф. Агіон, Ф. Бачетта й А. Банарджі в своїй спільній роботі наполягають на тому, що модель третього покоління фінансової кризи діє для країн, у яких фінансова й банківська системи в державі перебувають на середньому рівні свого розвитку, тобто досягнуто достатній рівень лібералізації, за якого компанії мають доступ до капіталу не тільки на національних ринках, але й із зовнішніх джерел фінансування¹. Це дозволяє компаніям отримувати додаткове кредитування (але ще в досить обмежених обсягах у порівнянні з економіками розвинених країн, де вже присутні розвинені фінансові ринки, але в набагато більшому обсязі, ніж у країнах зі слаборозвинутою фінансовою системою).

Модель будується на основі відкритої економіки, у якій реалізується один товар й є присутнім один специфічний фактор, пропозиція якого є нееластичною. Передбачається, що всі економічні агенти мають схильність до заощадження частини свого багатства, інша частина споживається. Рішення інвесторів не чинять якогонебудь впливу на продуктивність, оскільки позичальники мають можливість одержати позику на міжнародних ринках капіталу. В економіці присутні дві різні категорії економічних агентів. Перша – інвестори, які не можуть прямо інвестувати у виробництво товару, але здатні позичити свої кошти по міжнародній ставці відсотку. Друга – підприємці (компанії) або позичальники, які можуть інвестувати у виробництво.

Серед моделей третього покоління найбільше часто розглядаються кризи що самореалізуються або самовиконуються (*self-fulfilling crises*), кризи стадної поведінки інвесторів (*herding*) і кризи маніпулювання ринком.

Кризи, що самореалізуються виникають, коли на валютному ринку переважають песимістично налаштовані інвестори, які прогнозують крах режиму валютного курсу, хоча в економіці не відбувається погіршення фундаментальних макроекономічних показників або уряд у стані запобігти негативним економічним тенденціям. Р.Маккінон та Г.Піллер (1996), П.Кругман, (1998), Корзетті, Пезенті та Роубіні (1998) висловили припущення про те, що надмірне пози-

¹ Aghion P., Bacchetta P., Banerjee A. A corporate balance-sheet approach to currency crises. *Journal of Economic Theory*. 2004 119 P. 6–30. URL: <http://economics.mit.edu/files/504>.

чання банками може виникати через урядові субсидії (до такої міри, що уряди допомагали б проблемним банкам)¹. В свою чергу, уразливості, які є причиною надмірного позичання, можуть ініціювати валютні кризи. К. Бернсайд, М. Айхенбаум та С.Ребело (2001 та 2004) доводять, що кризи можуть самореалізовуватися через фіскальні проблеми та коливання нестабільного реального валютного курсу (коли банківська система має таке урядове зобов'язання, яке може призвести до гарного та/або поганого балансу)². С. Раделет та Дж.Сакс (1998) більш загальним чином доводять, що спричинена самореалізацією паніка, яка вражає фінансових посередників, може викликати ліквідацію активів, що далі підкріплює паніку та призводить до валютної кризи³.

Моделі стадної поведінки ґрунтуються головним чином на т.зв. ефекті повального захоплення (bandwagon effect), що полягає в тому, що інвестори на ринку всупереч своїм власним (навіть сприятливим) прогнозам можуть піти у своїх діях за тими інвесторами, які одержали якусь негативну інформацію й уже зробили продаж національної валюти або інших національних ресурсів.

Модель валютної кризи маніпулювання ринком ґрунтується на тому, що великий спекулянт раніше всіх спрогнозував атаку на валютний курс. Спочатку він непомітно для всіх займає «коротку позицію» у національній валюті, а потім спеціально запускає кризу через серію публічних заяв і показний продаж національної валюти.

Моделі четвертого покоління

П. Кругман (1999р.) подав модель четвертого покоління, де він використав модифіковану модель третього покоління з додатковими класами активів, включивши такі індикатори, як ціни на активи, етнічна напруженість, політика, цивільний порядок, верховенство

¹ McKinnon, R., Pill, H. Credible liberalizations and international capital flows: The over borrowing syndrome. crises. Financial Deregulation and Integration in East Asia. Chicago: University of Chicago Press, 1996. URL: <https://core.ac.uk/download/files/153/6483606.pdf>.

² Burnside C., Eichenbaum M., Rebelo, S. Government guarantees and selffulfilling speculative attacks. Journal of Economic Theory. 2004. №119. P.31–63.

³ Radelet S.; Sachs Jeffrey D. The East Asian financial crisis: Diagnosis, remedies. Brookings Papers on Economic Activity. 1998. №1. 90 p. URL: <http://earth.columbia.edu/sitefiles/file/about/director/documents/BPEA19981withRadelet-TheEastAsianFinancialCrisis.pdf>.

закону, довіра, культура, соціальні норми, права власності, законне походження і види управління.

Дана модель аналізує інвестиції, які постраждали від морального ризику, банкрутства та балансових наслідків девальвації валюти. Підкреслює економічні і фінансові норми і правила, права акціонерів, прозорість і нагляд за фінансовою системою, а також урядові спотворення. Вона пояснює взаємозв'язки між фінансовими інститутами і фінансовими системами, та ґрунтується на прогностичній інформації.

Це більш загальні моделі фінансової кризи, коли інші ціни на активи відіграють головну роль. Дж. Брейер (2004) розглянув валютні та банківські кризи. Відмінною рисою моделей четвертого покоління, на думку автора, є врахування інституційних факторів¹. Так, моделі четвертого покоління надають особливого значення економічним та фінансовим правилам і положенням, правам акціонерів, прозорості і нагляду за фінансовою системою. У моделі також включені правові змінні, такі як легальне походження, захист прав власності акціонерів і виконання контрактів. Крім того, у моделях також розглядаються політичні змінні, такі як демократія і політична нестабільність, соціологічні змінні, такі як корупція, довіра, культура та етнічна приналежність. Проте, було розроблено дуже мало моделей такого роду. Обробка сигналів і чинників на основі підходів були розглянуті в цьому наборі, але були розглянуті окремо в розділі. Моделювання на основі чинників може мати набагато ширший спектр нелінійного поведіння в порівнянні зі звичайними моделями рівноваги. Дж. Фермер і Д. Фолі (2009) завили, що цей тип моделювання не був добре розвиненим в економіці, оскільки історично зроблено вибір в бік комплексності вирішення економічних питань, а не на важливість людського мислення і адаптивності². Такі моделі не спираються на припущення про те, що економіка буде рухатися в напрямку попередньо визначеного стану рівноваги, як інші моделі. Підхід на основі чинників імітує складну і нелінійну поведінку, яка до цих пір є нерозв'язною в рівноважних моделях.

¹ Breuer J.B. An Exegesis on Currency and Banking Crises. Journal of Economic Surveys. 2004. Vol. 18. P. 293-320.

² Farmer J.D., Foley D. A Model Approach. Nature. 2009. Vol. 460. P. 685-686.

II. Раптові зупинки

Моделі раптових зупинок більш тісно пов'язані із порушеннями одержання зовнішнього фінансування. Ці моделі найбільш схожі до останніх поколінь моделей валютних криз в тому, що вони також зосереджені на розходженнях балансових звітів (особливо валют, але також і строків) в фінансових та корпоративних секторах. Проте вони мають тенденцію надавати більшої ваги міжнародним факторам (наприклад, змінам міжнародних відсоткових ставок або спредів на ризик активів) в спричиненні «раптових зупинок» руху капіталу. Ці моделі можуть враховувати анулювання поточних рахунків та знецінення реальних валютних курсів, які типово спостерігаються протягом криз на ринках на стадії формування. Моделі гірше пояснюють типові різкі зниження обсягів виробництва та факторів сукупної продуктивності виробництва (TFP).

З метою кращого узгодження даних в найбільш сучасні моделі раптових зупинок вводяться різноманітні відхилення. Незважаючи на парадоксальність, більшість моделей валютних криз, включно й раптових зупинок, показують скоріше зростання, ніж зниження обсягів виробництва. Це відбувається через раптове зростання чистого експорту, що є наслідком валютного знецінення. Це викликало появу різноманітних доказів, які пояснюють, чому раптові зупинки руху капіталу є пов'язаними із втратами значних обсягів виробництва, які часто мають місце. Типово до моделей відносяться канали Фішера та механізми фінансового прискорення, або відхилення (тертя) на ринках праці, для спричинення зниження обсягів виробництва протягом раптових зупинок без втрати здатності враховувати коливання інших змінних.

Уважно вивчаючи наукову літературу, можна дійти висновку, що моделі з фінансовими відхиленнями допомагають краще враховувати динаміку обсягів виробництва та продуктивність при раптових зупинках. При відхиленнях, наприклад, коли компанії повинні позичати наперед, щоб оплатити витрати (наприклад заробітну плату, зовнішні витрати), падіння в кредиті – раптова зупинка в поєднанні з збільшенням націнки зовнішнього фінансування – призводить до зменшення сукупного попиту та падіння обсягів вироб-

ництва¹. Обмеження забезпечення у наданні позик, характерні для раптових зупинок, можуть призвести до руху по спіралі в зниженні вартості боргу для зменшення кредитів, цін та кількості забезпечених активів, що в свою чергу, призводить до падіння обсягів виробництва. Такі механізми внутрішнього фінансового прискорення, фінансові труднощі та обезцінювання мають негативний вплив, оскільки банки стають більш передбачливими та зменшують надання нових позик, в свою чергу викликаючи подальше зменшення кредиту, та сприяючи економічний спад².

Ці типи механізмів підсилення можуть призводити до великих потрясінь, які спричиняють раптові зупинки. Відносно невеликі потрясіння (по відношенню до цін на імпорт, світових відсоткових ставок, або продуктивності) можуть ініціювати обмеження забезпечення щодо боргу та обігового капіталу, особливо, коли рівень запозичання є високим по відношенню до вартості активів. Механізми зниження ціни боргу, які відносяться до Фішерівського типу, в подальшому можуть призводити до раптових зупинок через спіралеподібне зменшення цін активів та утримання забезпечених активів³. Така послідовність подій безпосередньо впливає на обсяг виробництва та попит. Енріке Мендоза (2009) показує, як модель економічного циклу з обмеженнями по забезпеченню може бути узгоджена із основними характеристиками раптових зупинок⁴.

Антон Корінек (2010) представив модель, за допомогою якої здійснюється аналіз несприятливих наслідків значного руху капіталу на ринку нерухомості.

Результати емпіричних досліджень показують, що багато раптових зупинок були пов'язані із світовими потрясіннями. Для ряду

¹ Calvo, G., Reinhart C. When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options. MPRA. 2000. Paper 6982. University Library of Munich.

² Calvo G. A. Betting against the state socially costly financial engineering.. Journal of International Economics. 2000. Vol. 51(1). P. 5-19.

³ Fisher I. The Debt Deflation Theory of Great Depressions. Econometrica. 1933. Vol 1. P. 337-357.

⁴ Mendoza Enrique G. Sudden Stops, Financial Crises, and Leverage. American Economic Review. URL: <http://www.sas.upenn.edu/~egme/pp/CompletePaper-RevforDistribution.pdf>.

ринків, що формуються (наприклад, Латинської Америки та Азії в 1990-х рр., Центральної та Східної Європи в 2000-х рр.) після періоду значного надходження капіталу ставалося різке скорочення руху капіталу, ініційоване світовими потрясіннями (такими як збільшення відсоткових ставок або зміна товарних цін). Раптові зупинки є більш ймовірними при значних іноземних фінансових зв'язках. Джіан Марія Мілесі-Феретті Сдрік Тілл (2011) вважають, що під час нещодавньої кризи 2008р. швидкі зміни руху капіталу були важливими ініціаторами місцевих криз¹. Проте в інших роботах, наприклад авторів Ендрю Роуза та Марка Шпігеля (2011), показана незначна роль міжнародних факторів, включно й руху капіталу, в поширенні нещодавньої кризи².

III. Кризи, викликані зовнішніми та внутрішніми боргами

Теорії зовнішніх боргових криз та дефолту є тісно пов'язаними із теоріями, які пояснюють державне надання позик (надання позик під державну гарантію). За відсутності «дипломатії канонірок», позикодавці не можуть конфіскувати забезпечення у інших країн, або, принаймні, у держави, коли вона відмовляється виконувати свої боргові зобов'язання. Без механізму примусового виконання, тобто аналога внутрішнього обезцінювання, пояснювати чому взагалі існують міжнародні (державні) надання позик потрібно виходячи із економічних причини, а не правових доказів.

Розроблені моделі, дещо спрощено, покладаються на інтертемпоральні або інтратемпоральні санкції. Інтертемпоральні санкції виникають через загрозу зупинки майбутнього надання позик, якщо країна не виконує зобов'язань³. Без доступу (постійного або тимчасового) країна вже не може згладжувати характерні потрясіння в доходах, використовуючи міжнародні фінансові ринки.

¹ Milesi-Ferretti Gian Maria, Tille Cdric. The Great Retrenchment: International Capital Flows During the Global Financial Crisis .Economic Policy. 2011. Vol. 26. No. 66. P. 285-342.

² Rose Andrew K., Spiegel Mark M. Cross-Country Causes and Consequences of the Crisis: An Update. FEDERAL RESERVE BANK OF SAN FRANCISCO WORKING PAPER SERIES, Working Paper. 2011-02. URL: <http://www.frbsf.org/economic-research/files/wp11-02bk.pdf>.

³ Eaton, J., Gersovitz M. Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis. The Review of Economic Studies. 1981. Vol.48:2. P. 289-309.

Ці витрати можуть примусити країну сьогодні продовжувати свої боргові платежі, навіть незважаючи на відсутність безпосередніх, прямих витрат. Інтратемпоральні санкції можуть виникати через нездатність заробляти іноземну валюту сьогодні через те, що торгові партнери накладають санкції, або, інакше, не допускають країну до міжнародних ринків – постійно або тимчасово¹.

Ці моделі передбачають, що нездатність (або небажання) платити, тобто дефолт, може бути наслідком різних факторів. У внутрішньому (національному) контексті стимули з повернення боргу відрізняються для уряду та для корпорацій, домашніх господарств. Вони також відрізняються залежно від моделі. За інтратемпоральною моделлю країна не виконує зобов'язань, коли є низькими альтернативні витрати на нездатність знову коли-небудь позичати. Такий випадок очевидно можливий, коли умови торгівлі є хорошими та очікується, що вони такими і залишатимуться². За моделлю інтратемпоральних санкцій навпаки – витрати зупинки від торгівлі можуть бути найменшими, коли умови торгівлі є поганими. Таким чином, за допомогою різних моделей отримуються різні висновки щодо кредитоспроможності країни.

Проте, за допомогою таких моделей неможливо повністю пояснити, що змушує держави не виконувати зобов'язань, а кредиторів – позичати стільки, скільки вони позичають.

Незважаючи на те, що протягом усієї історії (людства) внутрішні боргові кризи були панівними, до останнього часу вони отримали лише обмежену увагу в літературі. Економічна теорія відводить тривіальну роль внутрішнім борговим кризам, оскільки в моделях часто припускають, що уряди завжди виконують свої внутрішні боргові зобов'язання (типовим припущенням є припущення про «безризикові» урядові активи.

В моделях також часто роблять припущення про еквівалентність Рікардо, що призводить до меншої релевантності урядових боргів.

¹ Bulow J., Rogoff K. Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget? American Economic Review. 1989. Vol. 79. No.1. P. 43-50.

² Kletzer K. M., Wright B. D. Sovereign Debt as Intertemporal Barter. American Economic Review, American Economic Association. 2000. vol. 90(3). P. 621-639.

Проте, останні історичні огляди показують, що небагато країн були спроможними уникнути невиконання зобов'язань з внутрішнього боргу з часто несприятливими економічними наслідками¹.

Це часто відбувається через приступи високої інфляції, викликані зловживанням монополією уряду на валютну емісію. Один із таких випадів трапився, коли США в кінці 1770-х рр. зазнали темпу інфляції близького до 200%. До цієї категорії також відносяться періоди гіперінфляції в деяких Європейських країнах після Другої світової війни. За невиконання боргових зобов'язань в формі інфляції часто слідує валютний крах. Раніше країни часто обезцінювали свою валюту шляхом зменшення об'єму металу в монетах та використання іншого металу. Це дозволило б зменшити реальну вартість урядового боргу та таким чином забезпечило б фіскальні пільги. Існували також інші форми «невиконання боргового зобов'язання», включно викликані фінансовим стримуванням². Після криз інфляції або девальвації потрібно багато часу, щоб переконати суспільство знову упевнено почати використовувати валюту. В свою чергу це значно збільшує фіскальні витрати на стабілізацію інфляції, призводячи до значних негативних реальних наслідків, пов'язаних із високою інфляцією та крахом валюти.

Залишається багато нерозв'язаних задач стосовно моделювання здатності країн витримувати різноманітні типи внутрішніх та зовнішніх боргів. Важливою проблемою є те, що форма фінансування, яку використовують країни, має внутрішнє походження. Олівер Джін (2003) доводить, що короткостроковий борг (в іноземній валюті) може бути корисним способом зобов'язання для країн для застосування хорошої макроекономічної політики³.

Дуглас Даймонд та Регурам Рейан (2001) стверджують, що банки у країнах, що розвиваються, майже не мають вибору, окрім як здійснювати короткострокові позики з метою фінансування нелік-

¹ Reinhart C. M., Rogoff K. S. This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly. Princeton Press, 2009. 496p.

² Reinhart C., Kirkegaard J., Sbrancia B. Financial repression redux. IMF Finance and Development. 2011. Vol. 48. No. 1.

³ Jeanne O. Why do Emerging Economies Borrow in Foreign Currency? IMF Working Papers. 2003. No. 03/177.

відних проектів за умови, що економіко-правове середовище, в якому вони працюють має низьку якість¹.

Більш загальні причини, через які викликають боргові кризи, складно виокремити від безпосередніх причин. Багато із уразливостей, які підвищують ризик боргових криз, можуть бути наслідком факторів, пов'язаних із фінансовою інтеграцією, політичною економією та економіко-правовим середовищем. Так, надання можливості вільного доступу до руху капітал може зробити країни із неекономними урядами та слабо контрольованими фінансовими секторами більш уразливими до потрясінь.

Ще одним важливою особливістю є те, що незважаючи на значне зацікавлення вчених цією проблемою та існування багатьох теорій та наукових праць, боргові кризи й надалі продовжують відбуватися по всьому світу.

IV. Банківські кризи

Банківські кризи є досить поширеним, але можливо найменш зрозумілим типом криз. Банки за своєю природою є неміцними, що наражає їх на панічне вилучення коштів вкладниками. Крім того, проблеми окремих банків можуть швидко поширитися по усій банківській системі. Хоча державні сітки безпеки (система стабільного функціонування фінансової системи), включаючи страхування депозитів, можуть обмежити цей ризик. Проте державна підтримка надходить спотвореною, що може фактично збільшити вірогідність кризи. Інституційні недоліки також можуть підвищувати ризик її виникнення.

Панічне вилучення банківських вкладів та банківські кризи

Фінансові установи за своєю природою є слабкими суб'єктами через можливі проблеми з координацією завдань. Простим прикладом проблеми координації є панічне вилучення банківських вкладів. Всім відомо, що банки надають як короткострокові, так і довгострокові позики. Таке перетворення строку платежу відображає, що найчастіше обирають споживачі та позичальники. Проте, це робить банки уразливими до раптового попиту на ліквідність, тобто,

¹ Diamond Douglas W., Rajan G. Raghuram. Liquidity Shortages and Banking Crises. URL: <http://www.umich.edu/~websvcs/projects/mitsui-new/workshopdocs/rajan-liq.pdf>.

«ажіотажного попиту (панічного вилучення коштів)»¹. Панічне вилучення коштів має місце, коли значна кількість клієнтів вилучають свої депозити через те, що вірять, що банк є (або може стати) неплатоспроможним. Коли панічне вилучення банківських вкладів продовжується, то створюється імпульс, який спричиняє появу несприятливого кола зворотного зв'язку або прогнозу з самореалізацією: чим більше людей вилучає свої депозити, тим більше зростає вірогідність невиконання зобов'язань, що ще більше підбиває до подальших вилучень. Це може дестабілізувати банк до такої міри, що він зіштовхується із банкрутством, оскільки не може достатньо швидко перетворювати активи в кошти, щоб покрити власні короткострокові зобов'язання.

Така слабкість (ненадійність) довго була визнаною, а ринки, установи та розробники політики розробили багато механізмів її «подолання». Так, стратегії керування ризиками були розроблені посередники для зменшення слабкості на рівні компаній. Крім того, з метою зменшення ризику поведінки окремих фінансових установ та задля сприяння забезпечення стабільності розробляється мікро-регулювання з наглядом за дотриманням правил. Страхування депозитів може дозволити уникнути проблем, пов'язаних із невеликими вкладниками, та допомогти зменшити проблеми узгодження. Можливості позикодавця останньої інстанції (тобто центральних банків) дозволяють забезпечувати короткочасну ліквідність банків протягом періодів підвищеного фінансового стресу.

В період, коли уражає фінансовий хаос, втручання державного сектору в політику (таке як державні гарантії, підтримка капіталу та закупівля непродуктивних активів) може послабляти системні ризики. Підтримка від державного сектору також може мати спотворюючий вплив. Наприклад, моральний ризик від державних гарантій (наприклад, страхування депозитів) може змусити банки приймати надто високий рівень співвідношення між власними і позиковими коштами. Установи, яким відомо, що вони є надто вели-

¹ Diamond Douglas W., Dybvig Philip H. Bank runs, deposit insurance, and liquidity. *Journal of Political Economy*. 1983. 91(3). June. P. 401–419.

кими, щоб збанкрутувати можуть приймати надмірні ризики, у такий спосіб створюючи системні мікро- та макро- рівні¹.

Криза на світовому фінансовому ринку – багатофакторне явище, обумовлене не тільки проблемами в розвитку самого фінансового ринку, а й сукупністю циклічних факторів, що лежать в суперечностях процесу суспільного відтворення. Особливістю кризи на світовому фінансовому ринку є її глобальне охоплення: криза проявляється, одночасно або в різний час, на всіх його сегментах і відбивається на всіх суб'єктах світової економіки: міжнародних інститутах, державних органах, корпоративному секторі та домогосподарствах. Інструментами трансмісії кризи на світовому фінансовому ринку є ціни на фінансові активи, процентні ставки та умови кредитування, обсяги та напрямки інвестування, вартість фінансових послуг. В результаті реалізації системних ризиків криза поширюється на всі сегменти світового фінансового ринку і негативно впливає на реальний сектор економіки. Наслідки подібної кризи проявляються не тільки в національній економіці, а й у світовій (у формі зниження темпів зростання світового ВВП, зовнішньої торгівлі та міжнародних інвестицій).

Найчастіше в умовах кризи на світовому фінансовому ринку відбувається посилення диференціації у розвитку країн світової економіки і перерозподіл національного багатства на користь країн, що використали сприятливі можливості кризи.

2.2. Вплив світових фінансових криз на економіки країн

Кризи стали особливістю сучасного фінансового ландшафту. Як правило, вони виникають раптово. У нашому дослідженні детальніше зупинимося на одній з наймасштабніших криз ХХ ст. – кризі в Азії 1997-98рр. та на світовій фінансовій кризі 2008р.

У 1997р. азійську кризу називали «кризою нової глобальної фінансової системи», «кризою двадцять першого століття» та ін. Однак, як показала практика, дана криза стала не останньою в новіт-

¹ Laeven L. Banking Crises: A Review. Annual Review of Financial Economics, Annual Reviews. 2011. vol. 3(1). P. 17-40.

ній історії. Все ж вона є важливою для аналізу її впливу на економіки країн.

Азіатська фінансова криза, яка поширилася з Таїланду в інші країни регіону в другій половині 1997 року, ввела ці країни в глибокий занепад, який супроводжувався зростанням безробіття, злиднями і соціальними проблемами. Це стало несподіванкою для всіх, адже регіон Східної Азії був протягом багатьох років зразковою моделлю розвитку для всіх країн, що встали на шлях створення зовнішньоорієнтованих економік. Різде погіршення фінансово-економічної ситуації в цьому регіоні викликало справжній шок як серед учених-економістів, так і практиків. Ніколи ще в економічній історії Східної Азії не було випадку, щоб фінансова криза синхронно поширилася на кілька країн регіону, викликавши руйнування платіжного механізму і синхронний економічний спад і депресію. Можна констатувати, що модель економічного зростання кризових країн, орієнтована на отримання вигащів від активної участі в інтеграції міжнародних ринків товарів і капіталу, виявилася нездатною ефективно функціонувати у створеному нею ж середовищі високої залежності національної економіки від кон'юнктури міжнародних ринків.

Фінансова криза в Південно-Східній Азії, яка вибухнула в другій половині 1997р., суттєво вдарила по економіці багатьох країн, насамперед азіатських, а також мала негативний вплив на ринки, що розвиваються. Стан справ в реальній економіці більшості розвинених країн залишився стійким і збалансованим. В середньому 43% ВВП країн – членів ОЕСР в 1997 р зріс на 3%.

Рекордний за тривалістю економічний підйом в США і порівняно повільне, але стабільне поліпшення кон'юнктури в Європі контрастувало з серйозними фінансовими труднощам в країнах Південно-Східної Азії, що супроводжувалися крахом фінансових ринків, девальвацією валют, накручуванням процентних ставок по короткострокових позиках. Знецінення валют і обвал на фондових ринках для Індонезії та Південної Кореї за півроку склав 50%. Фінансові ринки обвалилися в Таїланді, Малайзії, Індонезії, на Філіппінах і в Південній Кореї. Значний спад у виробництві, збуті, інвестиціях уповільнив економічне зростання в багатьох з цих країн.

Фінансова криза в Східній Азії 1997-1998 рр. поєднувала у собі елементи різних типів кризи: розпочавшись як валютна, вона пере-

творилася в банківську і боргову кризи, при цьому найбільш чітко цей ланцюжок простежувався в чотирьох країнах АСЕАН. Взагалі, переплетення елементів валютної, банківської та боргової криз є характерною рисою розвитку фінансових криз в країнах з ринковою економікою. При цьому перетворення одного типу кризи в інший не носить причинно-наслідкового характеру і визначається конкретними умовами країни, яка переживає фінансові потрясіння.

Порушення платіжного механізму і нормального функціонування фінансових ринків неминуче веде до нераціонального розподілу ресурсів або їх недовикористання і, отже, може відбутися на динаміці ВВП. Дійсно, як видно з рис. 2.3, у всіх кризових країнах Східної Азії на початку 1998 р. спостерігався економічний спад.

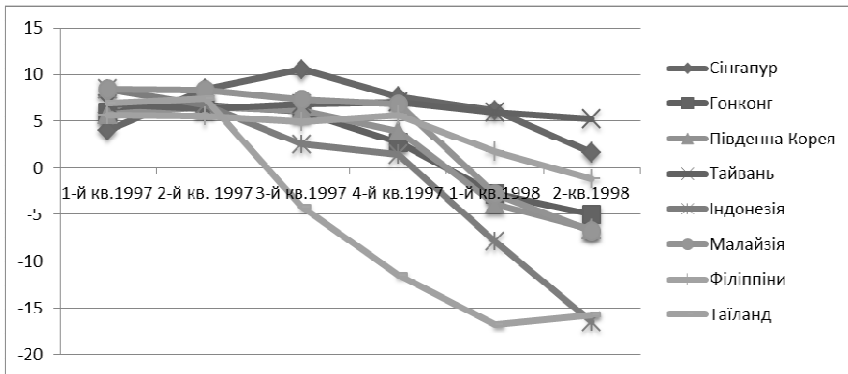


Рис. 2.3. Ріст ВВП у деяких країнах Азії, %

Примітка: побудовано автором на основі джерела: ¹World Economic Outlook. IMF, October 1998, Washington URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo1098/pdf/1098ch2.pdf>.

В Індонезії та Таїланді показники скорочення ВВП досягли двозначних величин – -16,5% і -15,8% відповідно. При чому, у Таїланді падіння ВВП почалося ще у 3 кварталі 1997р., в той час як в більшості країн лише в 1 кварталі 1998р. Найменше з п’яти кризових країн постраждали Філіппіни; як правило, це пояснюють відно-

¹ World Economic Outlook. IMF, October 1998, Washington URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo1098/pdf/1098ch2.pdf>.

сно пізнім приєднанням Філіппін до числа найбільш привабливих для іноземних інвесторів країн і, отже, більш низьким рівнем заборгованості корпоративного і фінансового секторів економіки.

Відбулося значне знецінення національних валют країн Азії. Найбільша девальвація валют станом на початок 1998р. в порівнянні з січнем 1996р. відбулася у Індонезії, Кореї та Таїланді (див. рис. 2.4). Стабільним валютний курс залишився лише у Гонконзі.

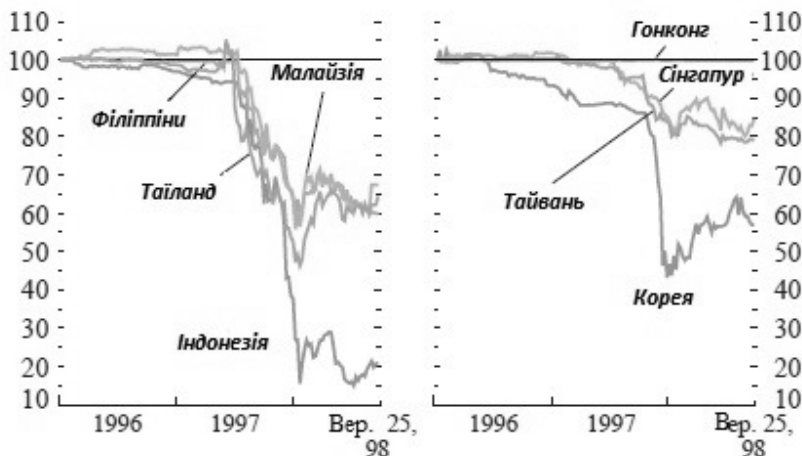


Рис. 2.4. Курси національних валют по відношенню до долара США (доларів США за одиницю національної валюти, 5 січня 1996 р. =100)¹

Очікування того, що знецінення регіональних валют сприятиме зростанню експорту і швидкому поверненню до колишніх темпів економічного зростання виправдалися лише частково. В першій половині 1998 р. стан сукупного зовнішньоторговельного балансу п'яти кризових країн значно покращився (див. рис. 2.5), і дефіцит в 40 млрд. доларів США, що мав місце на початку 1997 р, змінився позитивним сальдо в 80 млрд. доларів США.

¹ World Economic Outlook., IMF. October 1998, Washington URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo1098/pdf/1098ch2.pdf>.

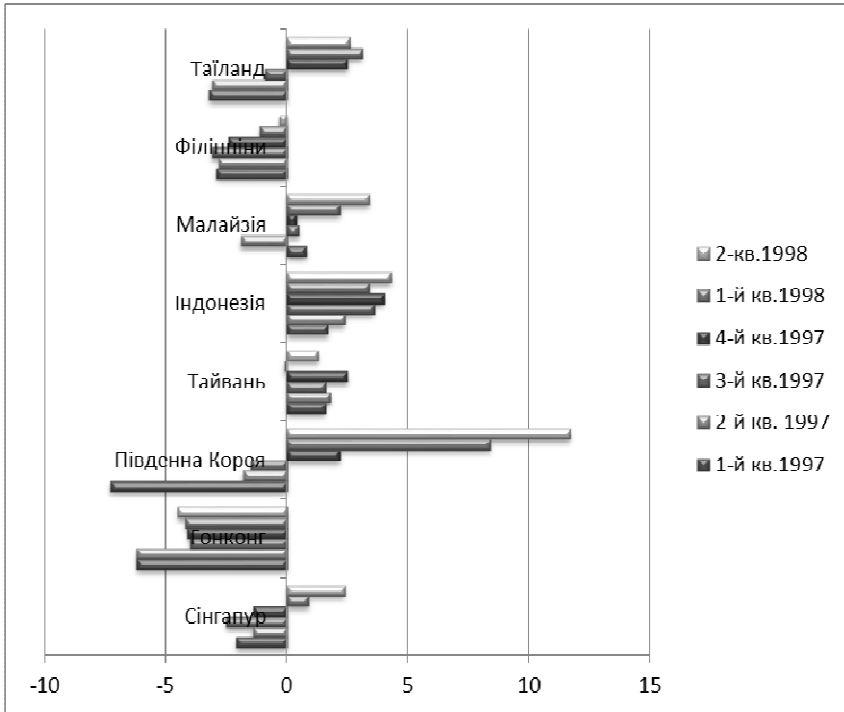


Рис. 2.5. Торговий баланс деяких країн Азії, в млрд. дол. США

Примітка: побудовано автором на основі джерела: ¹ World Economic Outlook., IMF. October 1998, Washington URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo1098/pdf/1098ch2.pdf>.

Однак, експортні доходи в доларовому обчисленні залишилися на колишньому рівні, а досягнуте поліпшення зовнішньоторговельного балансу було пов'язано з скороченням приблизно на третину вартісного обсягу імпорту в доларовому обчисленні, яке пояснюється занепадом внутрішнього попиту в кризових країнах і відносним подорожчанням імпортованих товарів.

Що стосується експорту, то реально присутній ефект збільшення фізичного обсягу експортних поставок був «з'їдений» зни-

¹ World Economic Outlook., IMF. October 1998, Washington URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo1098/pdf/1098ch2.pdf>.

женням світових цін на основні статті регіонального експорту. У той же час слід зауважити, що динаміка експортних доходів в п'яти кризових країнах сильно відрізнялася. Якщо на Філіппінах і в Південній Кореї вартісний обсяг експорту в доларовому обчисленні збільшився на 20 і 5% відповідно, то в Індонезії, Малайзії, Таїланді – навпаки, знизився приблизно на 5-10%.

Ще одним показником спаду економічної активності в країнах Східної Азії є несприятлива динаміка безробіття. Так, в Південній Кореї її рівень підвищився з 2,25% в передкризовий період до 7% в середині 1998 року, що є найвищим рівнем за попередні 12 років. Непрямим свідченням пригніченого внутрішнього попиту також можуть служити помірні цифри інфляції споживчих цін майже в усіх кризових країнах; виняток становить Індонезія, де зростання споживчих цін у першій половині 1998 р склав 46,5%.

Безробіття та інфляція – це не лише економічні категорії, а й соціальні, які прямо сприяють зниженню життєвого рівня та зростання бідності в кризових країнах. Крім того, фінансова криза поставила під питання існування приватних форм соціального забезпечення, наприклад, південно-корейських корпоративних схем соціального захисту. Очевидно, що в таких умовах від держави потрібні додаткові витрати на соціальні цілі, зокрема, на дотації для найбідніших верств населення, розвиток і розширення систем соціальних виплат, створення центрів перепідготовки кадрів.

Серед основних факторів, що вплинули на розвиток кризи в Азії, слід відзначити слабку диверсифікацію виробництва і торгівлі, залежність від зовнішніх джерел фінансування, гарантії держави у фінансовому секторі та інвестиційний бум¹.

Розглянемо їх детальніше:

1. Слабка диверсифікацію виробництва і торгівлі.

В азіатських країнах, таких як Індонезія, Корея, Сінгапур, Таїланд в докризовий період зберігалася висока частка торгівлі всередині Азіатського регіону. Частка азіатських країн, включаючи Японію, становила в середньому більш 40% в експорті та імпорті цих країн в 1992 і 1996р. У період кризи в 1997 р експорт та імпорт в

¹ Осипова О.А., Пухов С.Г. Экономический кризис 1997-99 гг. в Тайланде, Кореи и Индонезии: причины, предпринимаемые меры и финансовая помощь. URL: http://www.dcenter.ru/news_main/Crisis-history_new1.pdf.

Азії знизився нижче 30% лише в Індонезії, а решта країн зберегли високий рівень регіональної торгівлі.

Крім слабкої диверсифікації торгівлі по країнам слід відзначити також слабку диверсифікацію джерел експортних доходів в країнах Азії.

2. Залежність від зовнішніх джерел фінансування та інвестиційний бум.

В передкризовий період темпи приросту капіталовкладень і обсяги припливу капіталу в азійські країни залишалися високими, незважаючи на низьку прибутковість інвестиційних проектів. Частково це можна пояснити тим, що в індустріальних країнах (особливо в Японії) відбулося зниження процентної ставки, і ця різниця в процентних ставках стимулювала вкладати великі інвестиції в азійські країни¹. Однак місцеві банки або насильно (згідно з місцевими законодавствам про інвестування пріоритетних галузей), або добровільно (через брак якісної проектної експертизи), реінвестували отримані короткострокові кредити в проекти з мінімальною окупністю або в зовсім неприбуткові, що стало ще однією причиною виникнення великого обсягу безповоротних позик (див. табл. 2.3).

Таблиця 2.3

**Частка безповоротних позик
в загальному обсязі кредитування, %**

	Індо-незія	Корея	Ма-лайзія	Таї-ланд	Філіп-піни	Сінга-пур	Гон-конг
1996	13	8	10	13	14	4	3
1997	11	16	7,5	15	15,5	2	1,5
1998	20	22,5	15	25	17	3,5	3

Джерело: World Bank. Analysis and summary tables. Vol. 1 of Global development finance: 1998. Global Development Finance; A World Bank book Global Development Finance. Washington DC ; World Bank.– Access mode: <http://documents.worldbank.org/curated/en/1998/03/727045/global-development-finance-1998-vol-1-2-analysis-summary-tables>.

Як видно з таблиці 2.3, вже в 1996 р в чотирьох країнах Південно-Східної Азії (Індонезія, Малайзія, Таїланд, Філіппіни) частка

¹ Колосюк Н.А. Причини азиатского финансового кризиса / Н.А. Колосюк // Известия Восточного института. – 2003.- № 7. – С.42-47.

такого роду позик у загальному обсязі кредитування становила 10% і більше. В той же час у Сінгапурі та Гонконгу, тобто в тих регіонах, де фінансова криза не була такою глибокою, як в розглянутих п'яти країнах, частка «поганих» кредитів» була значно менше, ніж в Індонезії, Кореї, Малайзії, Таїланді та Філіппінах.

Короткостроковий зовнішній борг є теж одним з передвісників кризи в даних країнах. З 1990 по 1997 р короткостроковий зовнішній борг зріс в Індонезії с 11.1 до 32.2 млрд.дол., в Кореї з 22.8 до 100 млрд. дол., в Таїланді з 8.3 до 34.8 млрд. дол. Пік зростання короткострокового боргу в Таїланді (41.1 млрд. дол.) припадав на 1995 році або період спаду припливу прямих і портфельних інвестицій. Тиск короткострокового боргу зростав на тлі погіршення торгового сальдо. Відношення короткострокового боргу до експорту зросло з 1992-1997 рр. в Таїланді з 43 до 60%, в Кореї з 32 до 50%, в Індонезії з 52 до 108%¹.

Зростання короткострокового боргу створило загрозу втечі депозитів з банківського сектора. Внутрішні інвестори також прагнули позбутися від довгострокових активів під впливом зростання концентрації короткострокового іноземного боргу. В результаті навіть міцні до набігів банки почали поступово перетворюватися в неплатоспроможні.

3. Гарантії держави у фінансовому секторі

Однією з причин кризи можна назвати прив'язку валютного курсу або гарантії уряду щодо забезпечення конвертованості національної валюти в майбутньому за фіксованим курсом. Таким чином, уряд знімав з економічних агентів ризик девальвації валюти і стимулював приплив іноземного капіталу. В цьому випадку найчастіше кредитори і позичальники недооцінювали валютний ризик.

Фіксований валютний курс був перешкодою для пристосування зростання ефективного курсу національної валюти, погіршення торгівлі та зростання зобов'язань в іноземній валюті. Внаслідок забезпечення такого роду урядових гарантії наростав дисбаланс валютних активів і зобов'язань в банківському секторі.

¹ Осипова О.А., Пухов С.Г. Экономический кризис 1997-99 гг. в Тайланде, Кореи и Индонезии: причины, предпринимаемые меры и финансовая помощь. URL: http://www.dcenter.ru/news_main/Crisis-history_new1.pdf.

В результаті кумулятивного ефекту розглянутих вище факторів ринки азійських країн стали досить вразливими, що й спонукало виникнення такої глибокої фінансової кризи.

Загалом, досвід протікання фінансової кризи та економічних спадів в Східній Азії може бути використаний для отримання декількох уроків про те, як можна було б уникнути майбутніх криз, і що робити у разі виникнення таких криз. Першим уроком з цієї кризи є те, що державне втручання є вагомим важелем, щоб оздоровити фінансову систему: для країн з ринком, що формується, необхідним є залучення міжнародного кредитора останньої інстанції. Другий урок полягає в тому, що міжнародним кредиторам останньої інстанції необхідно накласти відповідні умови щодо його кредитування, щоб уникнути створення надмірної моральної шкоди, яка сприяє фінансовій нестабільності. Третій урок – хоча притоки капіталу сприяли кризі, вони є швидше симптомом, а не першо-причиною кризи: таким чином, валютний контроль навряд чи буде достатньо корисною стратегією, щоб уникнути майбутніх криз. Четвертий урок полягає в тому, що, прив'язка режимів валютних курсів є дуже небезпечною стратегією для країн з ринком, що формується і може пришвидшити фінансові кризи.

Сформулюємо основні висновки, які можуть мати безпосереднє відношення не тільки до моделі розвитку Східно-азійських країн, а й до інших країн з ринками, що формуються:

1. Криза у Азії має дві специфічні особливості: вперше системна криза виникла в країнах, які протягом тривалого часу дотримувалися стратегії зовнішньої орієнтації, успішна реалізація якої сприяла появі феномена «народжуваних ринків»; вперше системна криза виникає на тлі відносно благополучної внутрішньої макроекономічної та зовнішньоекономічної ситуації.

2. Незважаючи на переважно ендегенний характер кризи, в ході дослідження розкрилися зовнішні фактори кризи, пов'язані з ризиками сучасного етапу інтеграції світової економіки і недоліками регулювання світової фінансової системи.

3. При наявності структурних проблем у фінансовому та корпоративному секторах економіки, які потребують тривалого періоду часу для їх вирішення, лібералізація операцій по рахунку руху капіталу повинна здійснюватися з урахуванням ризиків, пов'язаних з фактором високої мобільності міжнародного капіталу.

4. Одним із способів зменшити вразливість національної фінансової системи може бути введення обмежень на деякі операції по рахунку руху капіталу платіжного балансу, наприклад, у формі податку (резервних вимог) на зовнішні запозичення. До речі, справедливості цього висновку підтверджує не тільки досвід Чилі, але й Китаю, де режим селективного контролю сприяв стримуванню спекулятивного тиску короткострокового капіталу під час азійської кризи.

5. Практика контролю за переміщенням міжнародного капіталу свідчить про те, що він здатний змінити структуру припливу капіталу в бажаному напрямку, однак тривалість його ефективної дії обмежена в часі. Тому режим контролю за переміщенням капіталу можна розглядати як тимчасову міру.

Отже, фінансова криза в країнах Східної Азії розкрила не тільки вузькі місця їх моделі розвитку в умовах підвищеної мобільності міжнародного капіталу, а й показала обмеженість можливостей інституційної структури міжнародної фінансової системи щодо запобігання системним кризам. Таким чином, крім економічних і структурних реформ в найкризовіших країнах, другим напрямом заходів щодо запобігання подібних криз у майбутньому має стати зміна інституційної структури регулювання міжнародної фінансової системи.

Більш глобального масштабу, в порівнянні з Азійською кризою, прийняла фінансова криза, яка розпочалася у 2007р. у США. Вона мала руйнівний вплив на все світове господарство.

Через численні канали впливу криза на світовому фінансовому ринку позначилася на реальному секторі світової економіки вже в 2007 р. У грудні 2007р. рецесія почалася в США, і вже через квартал – в Японії, Німеччині та Франції. У третьому кварталі економічний спад захопив Велику Британію, Росію та Україну, а в східно-азійських країнах проявився в останньому кварталі 2008 р. Зниження світового ВВП (в постійних цінах за ринковими курсами валют) в 2009 р. склало 2%, в порівнянні з ростом на 1,8% в 2008 р.

Розсіялися численні міфи про невразливість, стабільність і стійкість транснаціональних банків: загальні втрати тільки великих банків США перевищили 1,8 тлрд дол. Для подолання нестачі капіталу їм потрібно ще 500-800 млрд. дол.; європейські банки були давані на суму 500 млрд. дол. Сукупні втрати фінансової системи

США склали 3,6 тлрн дол. В Європі втрати банків досягли 300 млрд. дол.

За один рік кризи втрати цінних паперів склали 30 тлрн дол. За перший квартал 2009р. число хедж-фондів тільки в одному азіатському регіоні скоротилося з 930 до 160. У 2009 р. кількість збанкрутілих банків в США склала 100, в 2008 р.

У другому кварталі 2009 р. не менше 6 з 19 провідних американських банків, яким раніше була надана державна допомога, потребували додаткового нарощування власного капіталу. Загальна допомога фінансовій системі в 2009-2010 рр. в США становила 4,1 тлрн дол., Німеччині – 1,1 тлрн дол.

Падіння цін на нерухомість рикошетом відбилося на фінансовому секторі. Справа в тому, що в західному світі від 75 до 95 відсотків усіх угод з нерухомістю відбувається з використанням іпотечного кредиту. У 2007 р. з 32 провідних країн в 6 спостерігалось істотне падіння цін на нерухомість, в 2008 р. – 20, в першому півріччі 2009 р – 27 країнах. Тільки в двох країнах спостерігалось стабільність або невелике підвищення цін (Німеччина і Швейцарія).

Кредит перестав сприйматися як загальний засіб вирішення проблем і забезпечення економічного зростання. Серед різноманітних змін головною стала, як вже було з'ясовано раніше, втрата довіри: зв'язки між банками розірвалися; віра в платоспроможність клієнтів втрачена; відносини боржників до кредиторів характеризувалися недовірою; платники податків стали ставитися до банків як до «нахлібникам». Проте, збереглися основні принципи і досягнення кредиту: він не тільки не втратив ключові позиції в суспільстві, а й, навпаки, привернув до себе підвищену увагу. Для забезпечення його розвитку необхідні певні трансформації в усій економіці. Першочергове і найбільша допомога надана транснаціональним банкам; курс їх акцій, прибутки і збитки, питання злиття і державної допомоги увійшли не тільки до порядку денного політиків і банківських наглядових органів, а й у повсякденному житті практично всього населення.

В ході кризи в моду увійшла теза про очищуючий ефект кризи, який є своєрідною інтерпретацією основного положення економіста XIX ст. Мальтуса. Вважаємо, що кризу варто сприймати як неминуче явище до якого необхідно бути готовим і мінімізувати його вплив.

Оскільки дана фінансова криза проявила себе у різній мірі по всьому світу, у даній роботі зосередимо дослідження впливу двох хвиль фінансової кризи на економіку країн ЄС.

Можна виділити три основні канали передачі кризи у ЄС:

1) Через зв'язки в межах самої фінансової системи. Хоча спочатку втрати виникали в США, проведений аналіз показує, що зниження вартості банків було значно більшим в Європі, особливо у Великій Британії та єврозоні, ніж в США. Відповідно, ці втрати призвели до великого скорочення економічної діяльності.

2) Через вплив добробуту та довіри на попит. В міру того, як стандарти кредитування ставали більш жорсткими, а домашні господарства зменшували власний добробут, після падіння цін активів (зокрема цінних паперів та житла), зріс рівень економії, а попит на товари тривалого користування (особливо машини) та інвестиції в житло стрімко впали. Це мало несприятливий ефект зворотного зв'язку на фінансові ринки.

3) Через міжнародну торгівлю. Обсяг міжнародної торгівлі різко скоротився в останньому кварталі 2008р. після того, як стрімко впали капіталовкладення комерційних підприємств (приватного сектору) та попит на товари тривалого користування, які сильно залежать від кредитування та інтенсивності торгівлі.

У деяких країнах банки володіли значною кількістю девальвованих активів США (Бельгія, Німеччина, Швейцарія); інші мали власні «підприємства-бульбашки» на ринку нерухомості (Ірландія, Іспанія, Великобританія); тоді як у третіх (Австрія, Греція, Фінляндія та Швеція) були банки-резиденти, які мали великі дочірні компанії у регіонах, що найбільше постраждали від кризи. У країнах Центральної та Східної Європи банки та компанії залежали від глобальних ринків капіталу, які збідніли. ЄС постраждав також від зменшення експорту, зниження цін на сировинні товари та зменшення обсягів туризму¹.

Причини криз 2008 і 2010 рр. в ЄС мають досить глибокі корені. Це спричиняє складність пояснення кризи, оскільки для встановлення її причин легко сконцентруватися на більш ранніх подіях та

¹ Світова криза: Безпекові наслідки та виклики для ширшої Європи. Міжнародний центр перспективних досліджень, 2009. с.32. URL: www.icps.com.ua/files/articles/55/32/2009_10_12_KSF_booUA.pdf.

симптомах помилок. Дані кризи найкраще зрозуміти як результат процесу «седиментації політики», тобто раніше вжиті заходи встановили курс на економічну стагнацію. Ця стагнація була відкладена подальшими подіями, але лише ціною посилення первісної кризи та тенденції до стагнації.

Глобальна економічна криза, яка розпочалася в США і поширилася згодом і на ЄС, є кризою неолібералізму, який останні тридцять років був провідною глобальною економічною ідеологією. В США, як і в Європі, також існувала парадигма економічної політики, яку символізувала обрання Р.Рейгана президентом в листопаді 1980 р. За цієї зміни відбулася відмова від парадигми післявоєнної кейнсіанської політики з її заміною на парадигму неоліберального зростання. Тридцятирічна кредитна бульбашка згладжувала (створювала видимість відсутності) скорочення попиту, викликаного погіршенням розподілу доходів. Це в свою чергу створювало нестійку фінансову систему, яка зазнала краху, коли кредитна бульбашка луснула.

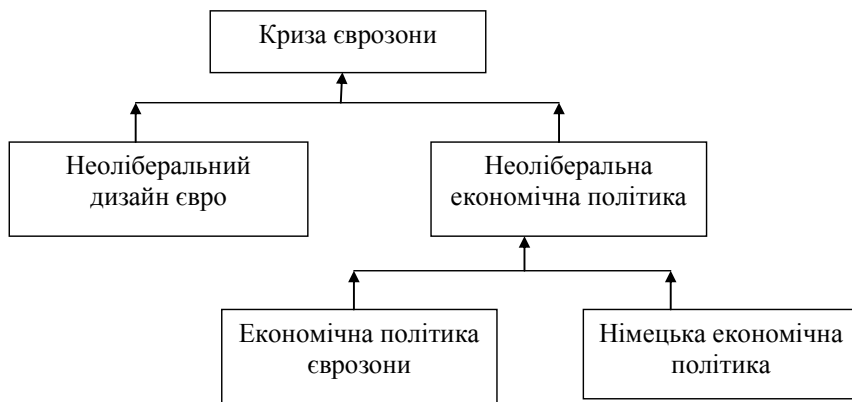
Хоча конкретні особливості відрізняються, але з аналітичної точки зору Європа виявляє подібну хроніку. Проте європейська історія ускладнена введенням євро. Це додало додаткового виміру інституційній зміні, яка виявилася катастрофічною через те, що була сформована неоліберальною економічною теорією.

Метод седиментації (осідання) для розуміння кризи євро зони означає, що не існує «вірного рішення» для її розв'язання. Натомість існує потреба реформувати та замінити ряд політичних та інституційних змін, проведених за останні тридцять років. Це набагато простіше сказати, ніж зробити через проблему «замкненості». Якщо така має місце, то надзвичайно складно і дорого робити зміни. Через це, найбільш ймовірним сценарієм є продовження стагнації. Крім того існує велика ймовірність руйнівного політичного або економічного потрясіння, яке спричиняє скорочення або руйнування євро з великими економічними витратами.

Криза євро зони є наслідком суміші неоліберальної політики. На рис. 2.6 зображено рецепт цієї суміші, основними складовими якої є некоректна неоліберальна інституційна конструкція, доповнена некоректною неоліберальною економічною політикою. Некоректна неоліберальна інституційна конструкція стосується архітектури (структури) євро та Європейського центрального банку (ЄЦБ).

Некоректну неоліберальну економічну політику можна поділити на некоректну загальноєвропейську політику та некоректну політику Німеччини.

Некоректна загальноєвропейська політика стосується стратегії неоліберальної трудової та макроекономічної політики, яка постійно просувалася з початку 1980-х рр. Некоректна політика Німеччини стосується того, що уряд країни покладався на кероване експортом зростання на основі скорочення заробітної плати. Поєднання некоректної політики та некоректної конструкції пояснює, як виникла криза; чому існуюча політика була нездатною справитися з кризою; чому майбутнє обіцяє продовження економічної кризи у разі відмови від суттєвих реформ.



**Рис. 2.6. Отруйна неоліберальна суміш:
причини кризи єврозони**

Примітка: узагальнено автором.

Модель післявоєнного кейнсіанського зростання базується на повній зайнятості та зростанні заробітної плати, прив'язаної до зростання (підвищення) продуктивності. Її логіка полягала в наступному. Зростання продуктивності призводило до зростання заробітної плати, що в свою чергу підживлювало зростання попиту та створювало повну зайнятість. Це надавало стимул для інвестування, яке призводило до подальшого зростання продуктивності та забезпечувало більшу заробітну плату.

Після 1980 р. кейнсіанську модель було замінено неоліберальною моделлю зростання. Ключовими змінами, викликаними новою моделлю, стали: 1) відмова від зобов'язання повної зайнятості та прийняття зобов'язання дуже низької інфляції; 2) розрив зв'язків між заробітною платою та зростанням продуктивності. Разом ці зміни призвели до появи нової динаміки в економіці.

Нова економічна модель мала корені в неоліберальному розумінні економіки. Її основними результатами повинні були стати послаблення позиції працівників; посилення позиції бізнесу; дати волю фінансовим ринкам, щоб задовольняти інтереси фінансових та бізнес еліти.

Проілюструємо причинно-наслідковий зв'язок виникнення останньої боргової кризи ЄС, розпочавши з періоду повернення до політики неолібералізму. Це, в свою чергу, призвело до періоду «великої поміркованості» з фінансовими бульбашками і бульбашками на ринку нерухомості, за яким настав період фінансового краху та кризи приватної заборгованості (див. рис. 2.7).

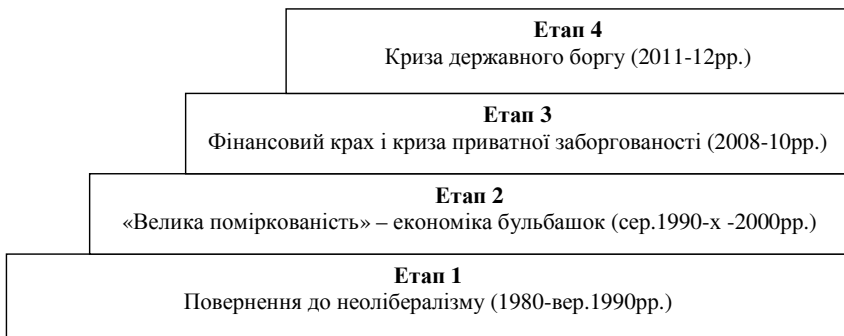


Рис. 2.7. Причинна послідовність кризи євросони

Примітка: побудовано автором.

Ця послідовність є складною з нелегким механізмом зв'язку, що пояснює, чому так важко було заперечити неоліберальній популістській риторичі, що причиною кризи є марнотратство урядів держав.

Євро було введено в 1999 р., що позначило найвищий пік неоліберальної економіки. Неоліберальний політичний проект намага-

вся послабити роль держави та посилити повноваження ринку. Ця мета відобразилася на неоліберальній валютній теорії, яка слугувала керівництвом при розробці євро. Ця теорія доводить, що роль центрального банку полягає в управлінні інфляцією та валютного курсу, але повинно бути повне відокремлення центрального банку від державних фінансів.

Приймаючи цю теорію розробники євро навмисно змінили валютно-фіскальний баланс. Попередні національні валютні системи забезпечували «фіскальне домінування», згідно з яким центральні банки обслуговували уряди. Нова система євро встановила «домінування центрального банку», згідно з яким уряди було позбавлено доступу до їх власних центрального банку, що могло б допомогти їм фінансувати дефіцити бюджету та управляти відсотковою ставкою за державним боргом (зобов'язанням).

Аналізуючи всі етапи криз в ЄС, період 2008 – 2009 років став для економік цих країн найважчим випробуванням. Про це свідчать і статистичні дані. Так, вже у 2008р. зростання ВВП у країнах ЄС та єврозоні становило лише 0,4%, а у 2009р. відбулося падіння - 4,4% у ЄС та -4,5% у єврозоні (див. рис. 2.8). Після зростання ВВП на 2,1% у 2010р. та на 1,7% у 2011р., у країни ЄС прийшла друга хвиля кризи, так звана боргова криза, і, відповідно, падіння ВВП у 2012р. становило -5,5%, а у 2013р. – зросло лише на 0,2. Аналогічна ситуація і з станом бюджетного дефіциту: у 2009р. він становив -6,6%, у 2010р. – 6,4% ВВП, що в 2 рази гірше відповідного граничного показника. Хоча у період боргової кризи він невинно скорочувався. Лише з 2013р. спостерігається позитивна тенденція по обидвох показниках: повільне зростання ВВП та значне скорочення дефіциту державного бюджету у країнах ЄС-28.

Ключовою особливістю кризи в зоні євро є її фіскальний та борговий характер. Ще задовго до кризи країни-члени зони, включаючи провідні держави, почали порушувати Маастрихтські критерії, прийнятого в 1997 р. Пакту стабільності і зростання, особливо з бюджетної дисципліни (дефіцит консолідованого державного бюджету – не більше 3% ВВП). Ці критерії мають ключове значення і для інших країн-членів ЄС (хоча, наприклад, ряд країн жодного разу їх не виконував) (див. табл.2.4).

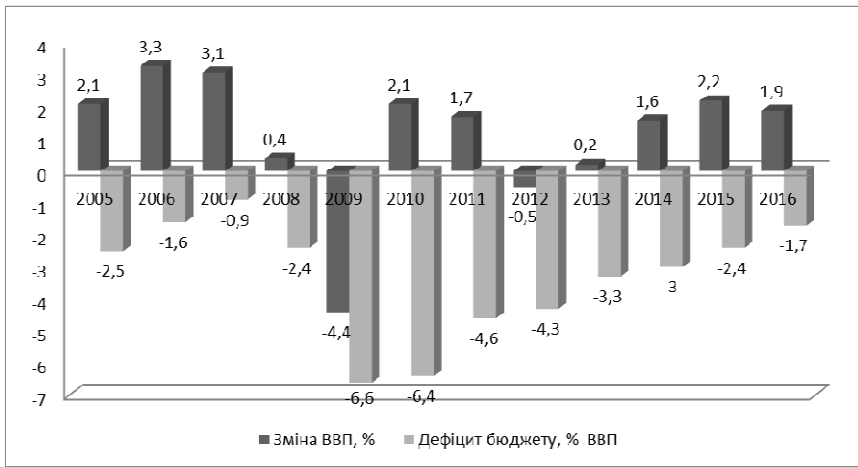


Рис. 2.8. Зміна реального ВВП, (% до попереднього року) і дефіцит бюджету (% ВВП) в країнах ЄС

Примітка: побудовано на основі джерела: ¹Офіційний сайт Євростату. Урядова фінансова статистика. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tec00115>.

Таблиця 2.4
Дефіцит державного бюджету (% ВВП) в країнах ЄС²

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
ЄС-28	-2,5	-1,6	-0,9	-2,5	-6,6	-6,4	-4,6	-4,3	-3,3	-3	-2,4	-1,7
ЄС-19	-2,6	-1,5	-0,6	-2,2	-6,3	-6,2	-4,2	-3,6	-3	-2,6	-2,1	-1,5
Бельгія	-2,8	0,2	0,1	-1,1	-5,4	-4	-4,1	-4,2	-3,1	-3,1	-2,5	-2,6
Болгарія	1	1,8	1,1	1,6	-4,1	-3,1	-2	-0,3	-0,4	-5,5	-1,6	0
Чехія	-3,1	-2,3	-0,7	-2,1	-5,5	-4,4	-2,7	-3,9	-1,2	-1,9	-0,6	0,6
Данія	5	5	5	3,2	-2,8	-2,7	-2,1	-3,5	-1	1,4	-1,3	-0,9
Німеччина	-3,4	-1,7	0,2	-0,2	-3,2	-4,2	-1	0	-0,2	0,3	0,7	0,8
Естонія	1,1	2,9	2,7	-2,7	-2,2	0,2	1,2	-0,3	-0,2	0,7	0,1	0,3
Ірландія	1,6	2,8	0,3	-7	-13,8	-32,1	-12,6	-8	-5,7	-3,7	-2	-0,6

¹ Офіційний сайт Євростату. Урядова фінансова статистика. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tec00115>.

² Там само.

Продовження табл. 2.4

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Греція	-6,2	-5,9	-6,7	-10,2	-15,1	-11,2	-10,3	-8,9	-13,1	-3,7	-5,9	0,7
Іспанія	1,2	2,2	1,9	-4,4	-11	-9,4	-9,6	-10,5	-7	-6	-5,1	-4,5
Франція	-3,2	-2,3	-2,5	-3,2	-7,2	-6,8	-5,1	-4,8	-4	-3,9	-3,6	-3,4
Хорватія	-3,9	-3,4	-2,4	-2,8	-6	-6,2	-7,8	-5,3	-5,3	-5,4	-3,4	-0,8
Італія	-4,2	-3,6	-1,5	-2,7	-5,3	-4,2	-3,7	-2,9	-2,9	-3	-2,7	-2,4
Кіпр	-2,2	-1	3,2	0,9	-5,4	-4,7	-5,7	-5,6	-5,1	-8,8	-1,2	0,4
Латвія	-0,4	-0,6	-0,6	-4,3	-9,1	-8,7	-3,3	-1	-1	-1,6	-1,3	0
Литва	-0,3	-0,3	-0,8	-3,1	-9,1	-6,9	-8,9	-3,1	-2,6	-0,7	-0,2	0,3
Люксембург	0,1	2	4,2	3,4	-0,7	-0,7	0,5	0,3	1	1,4	1,4	1,6
Угорщина	-7,8	-9,3	-5,1	-3,6	-4,6	-4,5	-5,5	-2,3	-2,6	-2,1	-1,6	-1,8
Мальта	-2,6	-2,5	-2,2	-4,2	-3,3	-3,2	-2,5	-3,7	-2,6	-2	-1,3	1
Нідерланди	-0,3	0,2	0,2	0,2	-5,4	-5	-4,3	-3,9	-2,4	-2,3	-2,1	0,4
Австрія	-2,6	-2,6	-1,4	-1,5	-5,4	-4,5	-2,6	-2,2	-1,4	-2,7	-1,1	-1,6
Польща	-4	-3,6	-1,9	-3,6	-7,3	-7,3	-4,8	-3,7	-4,1	-3,5	-2,6	-2,4
Португалія	-6,2	-4,3	-3	-3,8	-9,8	-11,2	-7,4	-5,7	-4,8	-7,2	-4,4	-2
Румунія	-0,8	-2,1	-2,8	-5,5	-9,5	-6,9	-5,4	-3,7	-2,1	-1,4	-0,8	-3
Словенія	-1,3	-1,2	-0,1	-1,4	-5,9	-5,6	-6,7	-4,1	-15,1	-5,4	-2,9	-1,8
Словаччина	-2,9	-3,6	-1,9	-2,4	-7,8	-7,5	-4,3	-4,3	-2,7	-2,7	-2,7	-1,7
Фінляндія	2,6	3,9	5,1	4,2	-2,5	-2,6	-1	-2,2	-2,6	-3,2	-2,7	-1,9
Швеція	1,8	2,2	3,3	1,9	-0,7	-0,1	-0,2	-1	-1,4	-1,5	0,3	0,9
Велика Британія	-3,2	-2,8	-2,7	-5,2	-10,1	-9,5	-7,5	-8,2	-5,6	-5,7	-4,3	-3

Найбільш драматичніша ситуація з станом бюджетного дефіциту спостерігалася в Ірландії: у 2010р. цей показник сягнув -32,1%, хоча вже у 2012р. склав -8,0%, а остаточно вдалося стабілізувати ситуацію у 2015р. – лише -1,9%. Стабільно високими є показники бюджетного дефіциту в Греції та Іспанії – -15,1% і -11% у 2009р. відповідно, -8,8% та -9% відповідно у 2012р., -7,5% і -5,1% у 2015р. Як бачимо, ці країни до цього часу не змогли врівноважити свої бюджети і ввійти у рамки Маастрихських критеріїв.

Ще одним ключовим показником, що свідчить про існування проблеми зовнішньої заборгованості є відношення державного боргу країни до ВВП. Статистичні дані (див. табл. 2.5.) свідчать про стійку тенденцію зростання цього показника не лише в периферійних країнах зони євро – Греції, Ірландії, Португалії та Італії – але й

у більшості країн ЄС. Крім того, декілька країн вже входили в період глобальної фінансової кризи з високим рівнем відношення державного боргу до ВВП (більше 60%) – Бельгія, Франція, Греція, Італія, Португалія, Угорщина. Хоча вже у 2015р. даний показник дещо зменшився у порівнянні з попередніми роками.

Таблиця 2.5

Відношення державного боргу до ВВП, %¹

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
ЄС-28	61,5	60,1	57,6	60,7	72,8	78,4	81,1	83,8	85,7	86,7	84,9	83,5
ЄС-19	69,2	67,4	65	68,6	78,4	83,9	86,1	89,5	91,4	92	90,3	89,2
Бельгія	94,6	91	87	92,5	99,5	99,7	102,6	104,3	105,6	106,7	106	105,9
Болгарія	26,8	21	16,3	13	13,7	15,3	15,2	16,7	17	27	26	29,5
Чехія	28	27,9	27,8	28,7	34,1	38,2	39,8	44,5	44,9	42,2	40,3	37,2
Данія	37,4	31,5	27,3	33,3	40,2	42,6	46,1	44,9	44	44	39,6	37,8
Німеччина	67	66,5	63,7	65,1	72,6	81	78,7	79,9	77,5	74,9	71,2	68,3
Естонія	4,5	4,4	3,7	4,5	7	6,6	6,1	9,7	10,2	10,7	10,1	9,5
Ірландія	26,1	23,6	23,9	42,4	61,7	86,3	109,6	119,5	119,5	105,3	78,7	75,4
Греція	107,4	103,6	103,1	109,4	126,7	146,2	172,1	159,6	177,4	179,7	177,4	179
Іспанія	42,3	38,9	35,6	39,5	52,8	60,1	69,5	85,7	95,5	100,4	99,8	99,4
Франція	67,1	64,4	64,3	68	78,9	81,6	85,2	89,5	92,3	94,9	95,6	96
Хорватія	41,3	38,9	37,7	39,6	49	58,3	65,2	70,7	82,2	86,6	86,7	84,2
Італія	101,9	102,6	99,8	102,4	112,5	115,4	116,5	123,4	129	131,8	132,1	132,6
Кіпр	62,8	58,7	53,5	44,7	53,4	55,8	65,2	79,3	102,2	107,1	107,5	107,8
Латвія	11,7	9,9	8,4	18,7	36,6	47,4	42,7	41,2	39	40,9	36,5	40,1
Литва	17,6	17,2	15,9	14,6	28	36,2	37,2	39,8	38,7	40,5	42,7	40,2
Люксембург	7,5	7,9	7,8	15,1	16	19,9	18,8	21,8	23,4	22,4	21,6	20
Угорщина	60,5	64,6	65,6	71,6	77,8	80,5	80,7	78,2	76,6	75,7	74,7	74,1
Мальта	70,1	64,6	62,4	62,7	67,8	67,6	70,4	68,1	68,7	64,3	60,6	58,3
Нідерланди	49,3	44,8	42,7	54,8	56,9	59,3	61,6	66,4	67,7	67,9	65,2	62,3
Австрія	68,6	67,3	65,1	68,8	80,1	82,8	82,6	82	81,3	84,4	85,5	84,6
Польща	46,4	46,9	44,2	46,3	49,4	53,1	54,1	53,7	55,7	50,2	51,1	54,4
Португалія	67,4	69,2	68,4	71,7	83,6	96,2	111,4	126,2	129	130,6	129	130,4
Румунія	15,7	12,3	12,7	13,2	23,2	29,9	34,2	37,3	37,8	39,4	38	37,6

¹ Офіційний сайт Євростату. Урядова фінансова статистика. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tec00115>

Продовження табл. 2.5

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Словенія	26,3	26	22,8	21,8	34,6	38,4	46,6	53,9	71	80,9	83,1	79,7
Словацьчина	34,1	31	30,1	28,5	36,3	41,2	43,7	52,2	54,7	53,6	52,5	51,9
Фінляндія	40	38,2	34	32,7	41,7	47,1	48,5	53,9	56,5	60,2	63,7	63,6
Швеція	48,9	43,7	39	37,5	41	38,3	37,5	37,8	40,4	45,2	43,9	41,6
Велика Британія	40,1	41	42	50,2	64,5	76	81,6	85,1	86,2	88,1	89	89,3

Варто відмітити, що у країнах ЄС-10 відношення державного боргу до ВВП майже вдвічі менше від показника країн єврозони, і в 2016р. цей показник лише склав 45,4% в порівнянні з 89,2% (див.рис. 2.9).

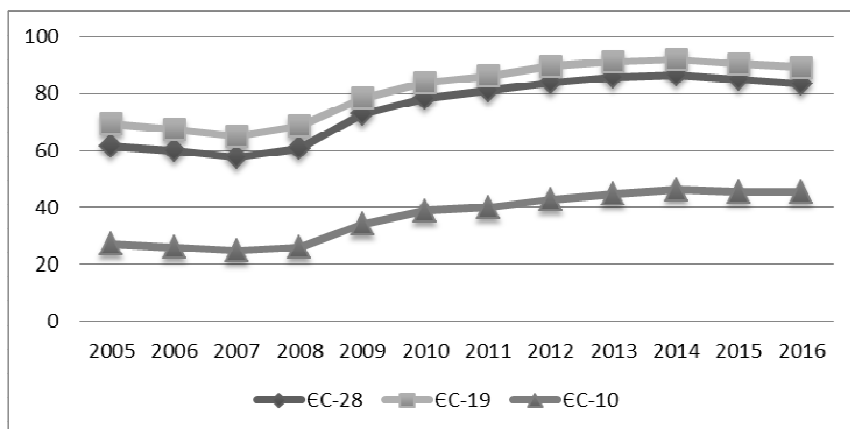


Рис. 2.9. Відношення державного боргу до ВВП, %

Примітка: побудовано автором на основі джерела: ¹General government gross debt. Eurostat. [Electronic resource]. – Available at: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tsdde410>.

Лише у декількох країнах, таких як Ірландія, Велика Британія, Латвія і Іспанія, стрімке зростання показника відношення держбор-

¹ General government gross debt. Eurostat. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tsdde410>.

гу до ВВП було результатом фінансової кризи як такої, переважно через високі витрати на підтримку фінансового сектору.

Особливу групу серед країн ЄС складають країни Центральної та Східної Європи, які вступили в ЄС дещо пізніше і є сусідами України, що робить вивчення протікання кризи в цих країнах досить цікавим. У 2003-2008 рр. темпи економічного зростання в країнах Центральної і Східної Європи були вищими, ніж у країнах Західної Європи. Цій конвергенції сприяли значні припливи капіталу, які підтримували великі дефіцити за рахунками поточних операцій в менш багатих країнах. Однак, економічна активність в більшості країн Європи почала знижуватися ще до фінансового обвалу у вересні 2008 року, в основному через зростаючі ціни на нафту. Проте спочатку здавалося, що країнам Європи з розвинутою економікою вдасться уникнути повномасштабної рецесії, тоді як у країнах з ринком, що формується, незважаючи на їх уразливість, зростання триватиме більш повільними, але все ж стійкими темпами. Як і в Азії, більш стійкіше балансування населення в більшості провідних країн і інша структура ринку житла і фінансового ринку вважалися захисними факторами. Однак фінансові системи витримали набагато більш сильний і тривалий шок, ніж очікувалося, а заходи макро-економічної політики у відповідь були повільними, довіра різко знизилася в результаті різкого погіршення очікувань домашніх господарств і фірм щодо їх майбутніх доходів, а світова торгівля різко скоротилася.

Динаміка економічної активності стала гіршою особливо різко в багатьох країнах Європи з ринком, що формується. Зважаючи на їх сильну залежність від усіх видів приток капіталу – зокрема, фінансування від західних банків для підтримки кредитних бумів в окремих країнах, – ці країни були значно більш сильно затронуті фінансовою кризою, ніж країни Азії з ринком, що формується. На ранніх стадіях вони трималися стійко, і спреди за свопами суверенних кредитних дефолтів розширювалися лише поступово. Однак, у міру скорочення західних експортних ринків і все більш масової втечі від ризику протягом осені 2008 року перспективи експорту, зростання і державних доходів країн істотно погіршилися, що викликало стрибкоподібне збільшення спредів за суверенними облигаціями з приблизно 50-100 базисних пунктів до 150-900 базисних пунктів.

Однак, у 2003-2008 рр. темпи економічного зростання в країнах Центральної і Східної Європи були вищими, ніж у країнах Західної Європи (див.рис. 2.10). Але у 2009р. економічне падіння у країнах ЄС-10 було значно глибшим, ніж в середньому по ЄС, особливо у Литві, Латвії, Естонії, де падіння ВВП склало більше 14%.

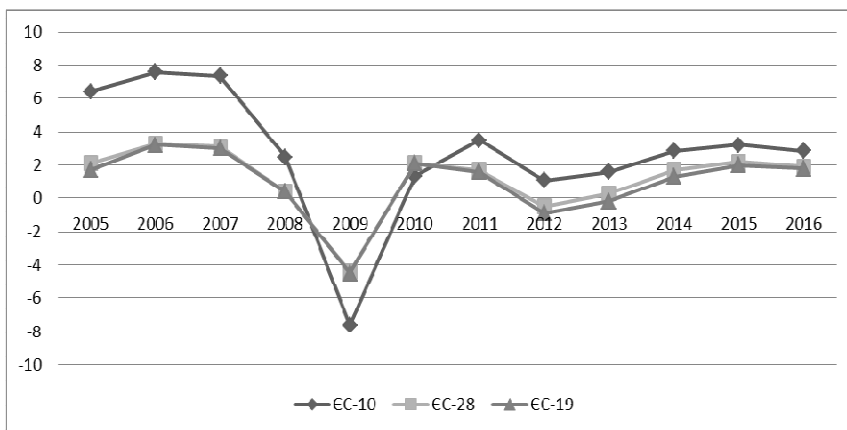


Рис. 2.10. Зміна реального ВВП (% до попереднього року)

Примітка: побудовано автором на основі джерела: Real GDP growth rate. Eurostat. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&rcode=tec00115>.

Лише Польщі вдалося зберегти економічне зростання, а згодом ще й збільшити темп. У 2010р. ситуація дещо покращилася – більшості країн вдалося досягти позитивного темпу економічного зростання. А вже з 2011р. темпи зростання у країнах ЄС-10 перевищили відповідні показники ЄС-28 та країн єврозони, які були уражені борговою кризою – другою хвилею фінансової кризи. З 2014р. позитивна динаміка економічного зростання є у всіх країнах ЄС-10.

У 2009р. практично у всіх країнах відбувся спад економіки. Максимальний спад в Латвії склав -17,7%, Литві (-14,8%), Естонії (-14,1%), Словенії (-7,9%), Хорватії (-6,9%), Угорщині (-6,8%). Лише Польщі вдалося зберегти економічне зростання, а згодом ще й збільшити темп. У 2010р. ситуація дещо покращилася – більшості країн вдалося досягти позитивного темпу економічного зростання.

Однак, у цьому році спад продовжився в Хорватії, Латвії та Румунії.

Через розвиток боргової кризи в країнах ЄС в подальші роки в даних країнах відчувається рецесія. У 2013р. позитивна динаміка економічного зростання зафіксована в Латвії (+4,1), Румунії (+3,5%), Литві (+3,3%), Сербії (+2,5%), Польщі (+1,6%) та деяких інших.

Наступним показником, що заслуговує увагу при аналізі стану економічного розвитку, є темп інфляції. Як для всіх економік, що розвиваються, інфляція продовжує бути проблемою для країн Центральної та Східної Європи. На щастя, індекс споживчих цін в останні кілька років постійно знижується.

Максимальний темп інфляції зафіксований в період кризи (2008р.) в таких країнах як Латвія – 15,3%, Болгарія – 12%, Литва – 11,6%, Естонія – 10,6%. В наступні роки темпи інфляції стабілізувалися.

Довго боролася з інфляційними процесами і Румунія. У 2000р. темп інфляції становив 22,5%, у 2007р. – 4,9%, і знову зростання у 2008р. до 7,9%. У 2013р. Цей показник склав 3,2%, що є надзвичайно позитивним для цієї країни.

Як бачимо, країнам Центральної та Східної Європи вдалося приборкати інфляцію.

Найбільш драматичніша ситуація з станом бюджетного дефіциту в період кризи спостерігалася в Литві (-9,4%) Латвії (-9,2%), Румунії (-9%), Польщі (-7,5%). З 2010 р. ситуація у більшості країнах стабілізувалася – країни ввели режим жорсткої економії коштів. Середній показник дефіциту бюджету в країнах ЄС-10 був вищим, ніж в країнах євросони (див. рис. 2.11). З 2010 р. ситуація у більшості країнах стабілізувалася – країни ввели режим жорсткої економії коштів. І в 2016 р. в ряді країн вже спостерігається профіцит державного бюджету (Чехія, Естонія, Литва).

В сучасній нестабільній економічній ситуації країни Центральної та Східної Європи можуть очікувати такі загрози:

- серйозна проблема ліквідності і проблемних кредитів;
- країни ЦСЄ легко можуть стати жертвами глобальної фінансової паніки і відтоку інвестицій;

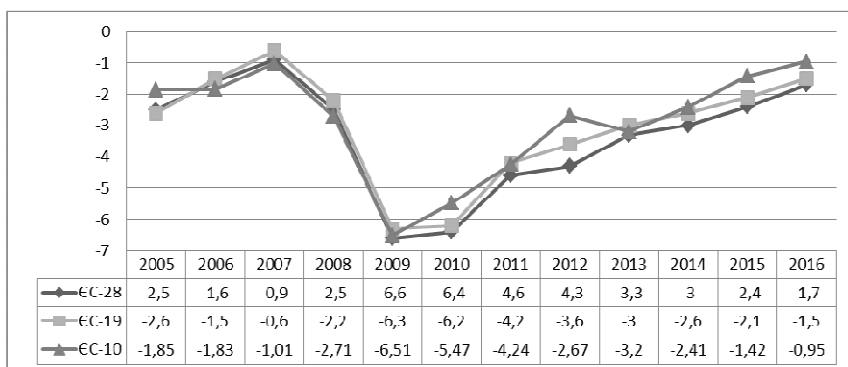


Рис. 2.11. Дефіцит державного бюджету (% ВВП)

Примітка: побудовано автором на основі джерела: General government deficit/surplus. Eurostat. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00127&plugin=1>.

- тісні зв'язки регіону ЦСЄ із західними європейськими економіками і курсом євро можуть стати одним з основних ризиків;
- нестабільна політична ситуація в Україні суттєво може вплинути на економічне становище країн регіону;
- структурні проблеми в банківському секторі країн ЦСЄ можуть значно посилити вплив внутрішнього економічного спаду і зовнішніх фінансових проблем;
- обмежений простір для маневру в макроекономічній політиці для протистояння рецесії;
- проблеми з зовнішніми боргами і потенційні проблеми в банківському секторі.

Проаналізувавши стан та тенденції боргової кризи в ЄС, можна окреслити причини її настання:

1. порушення правил ЄС та неефективність системи збору та контролю статистичної інформації (наприклад, перед введенням євро ряд країн порушували Маастрихтські критерії, а уряди Греції та Кіпру ще й надали неточну інформацію про стан державних фінансів в країнах);

2. прийняття до Європейського союзу країн, що мали занадто високі розміри державної заборгованості;

3. проблеми банківського сектору ЄС – Європейський банківський сектор став вразливим, показавши різке падіння, внаслідок світової фінансової кризи, яка розпочалася у 2007 р.;

4. повільні та нерішучі дії органів влади ЄС, що дозволило борговій кризі з Греції поширитися на інші країни. Лише всередині 2012р. було прийнято ряд ефективних кроків по стримуванню боргової кризи.

5. втрата конкурентоспроможності ряду країн ЄС внаслідок глобалізація світових ринків;

6. диспропорція в економічному розвитку країн-членів Європейського союзу.

Як бачимо, і Азійська криза, і фінансова криза в ЄС були дуже потужними і здійснили значний вплив на економіки країн та світову економіку, загалом. Криза в Азії та криза в ЄС багато в чому подібні, але містять суттєві відмінності в причині їх виникнення. Розглянемо деякі з них.

Першою головною відмінністю між кризами в Азії 1998р. та кризою в ЄС була природа їх механізмів обмінного курсу. Азійські країни на той час встановлювали фіксовані або напів-фіксовані курси обміну, що стали джерелом проблем, оскільки такі валютні режими заохочували до накопичення надмірних зовнішніх боргів приватного сектору, у тому числі й фінансових інститутів.

На відміну від цього, європейські країни – за винятком Ісландії, і в принципі Латвії, Угорщини та Румунії – були замкнені разом в валютному союзі. Угорщина та Румунія вирішили істотно не експлуатувати їх потенційну гнучкість обмінного курсу. В той же час, лідери країн зони євро дійшли висновку, що у них не було вибору, окрім як залишатися з євро. Коли, починаючи з 2007 року, розгорнулася світова фінансова криза, влада і спостерігачі від країн зони євро побачили в своєму членстві в зоні євро джерело сили і стійкості.

По-друге, європейська криза була ширшою. На противагу цьому, тільки у п'ятьох країнах проявилася азійська криза. Інші країни азійського регіону частково відчули вплив кризи, але не до такої міри, щоб потребувати міжнародної допомоги. Однак, можна відмітити, що азійська криза залишила більший глобальний слід.

Третьою відмінністю у витоках азійської та європейських криз є те, що перша була досить швидкоплинною, як видно з кількості років, які пройшли до відновлення темпів зростання реального

ВВП до докризового рівня. Цей термін склав всього два роки для Кореї та Філіппін, три роки для Малайзії, чотири роки для Таїланду і п'ять років для Індонезії. В європейських країнах, що переживали кризу, де зниження реального ВВП почалося в 2008р. або 2009 р. в зв'язку з світовою фінансовою кризою, зростання реального ВВП у 2013р. не досягло передкризового рівня в жодній з країн.

Четверта відмінність в походженні азіатської та європейської криз полягає у різних ролях приватного та державного секторів. Азіатську кризу спричинили дисбаланси та крайнощі, пов'язані з приватним сектором: дефіцит рахунку поточних операцій, зовнішні борги, надмірна залежність від фінансування через позиковий капітал, слабка фінансова системам, що була під загрозами кредитних бумів. Крім того, азіатські уряди, в цілому, були в стані поглинути скорочення частки позикових коштів приватного сектора, зокрема, банків, що знаходяться на їх балансі. Значна частина боргових проблем вирішувалася у відносинах приватний сектор – приватний сектор, без істотного державного посередництва. Витоки європейських криз були також значною мірою, але не виключно, у приватному секторі, пов'язані з кредитними бумами. Потреба їх вирішення, однак, швидко залучила державний сектор. Крім того, у багатьох, але не всіх європейських країнах, уряди не були в змозі легко поглинати борги приватного сектору. У Європі боргові проблеми приватного сектору спричинили, в значній мірі, боргові проблеми в державному секторі.

І, нарешті, останньою відмінністю в походженні криз в Азії і Європі є те, що європейці не були готові мати справу з кризами, зокрема, через їх більш високий ступінь економічної і фінансової інтеграції. Відсутність європейської готовності виражалася через відсутність установ, які б мали досвід у здійсненні антикризових заходів для групи країн, що входять у монетарний союз. Ця інституційна слабкість, яка не має відношення до Азії, де країни були самостійні, впливала на поверхню через те, що значна кількість європейських країн мали значні власні фінансові проблеми, і вони мали значно менше хороших можливостей впоратися з ними. Хоча окремі країни Азії були джерелом та одержувачами значного зараження фінансовими проблемами від своїх сусідів, вони не були тісно економічно і фінансово пов'язані. Філіппіни, зокрема, згодом

виграли від того, що не тісно координували свої антикризові заходи з іншими країнами.

Ці кризи більш схожі, ніж відмінні. Звичайно, вони відрізнялися своїм перебігом, але головним уроком, який можна винести з цих криз є те, що фінансова політика країн повинна бути направлена не лише на запобігання кризам, але й на їх врегулювання. Необхідно принципово і радикально переосмислити фінансову і макроекономічну політику країн. Це призведе до запобігання криз, природна проциклічність економічних і фінансових систем буде знижена і, отже, вірулентність криз також буде скорочена.

2.3. Роль фінансових інновацій у трансформаційних змінах фінансового порядку

Найвиразнішою рисою сучасної світової фінансової системи є високі темпи інновацій, як з точки зору їхньої кількості, так і з точки зору їхньої вартості. Фінансові інновації поступово переформатовують фінансовий сектор та стають одним з чинників трансформації світового фінансового порядку. Тому важливо дослідити їхній вплив на фінансову систему.

Значущість інновацій для фінансово-економічного розвитку є беззаперечною. Згідно із стандартним підходом, інновації виникають, коли нові ідеї, рішення та інструменти впроваджуються з метою зміни і покращення економічного стану суб'єкта господарювання.

Спочатку термін «інновація» використовували для означення змін у технологічних рішеннях, в результаті яких виникали нові комбінації засобів виробництва, досягалася прибутковість, що перевищувала рівень середніх показників, таким чином підсилюючи динаміку розвитку економіки в цілому.

Виходячи з традиційного підходу на основі вчення Й. Шумпетера, ОЕСР розробила власну методологію дослідження інновацій та виділила їх чотири групи: продуктові, процесні; маркетингові і організаційні¹.

¹ OECD Oslo Manual. Guidelines for Collecting and Interpreting Innovation Data. 3rd ed. Eurostat. 2005.

Фінансові інновації не є новим явищем, адже вони супроводжували розвиток технологічних інновацій з самого початку¹. Загальновідомо, що фінансові і технологічні інновації пов'язані між собою і спільно еволюціонують. З одного боку, фінансові інновації створюють механізм для фінансування інноваційних технологічних проектів в ситуаціях, коли традиційні джерела фінансування є недоступними через високий інвестиційний ризик. З іншого боку, внаслідок технічного і економічного прогресу структура бізнес-процесів ускладнюється та виникають нові види ризику, що в свою чергу змушує фінансову систему і фінансові ринки адаптуватися до змін і модернізуватися відповідно до нових вимог господарюючих суб'єктів і викликів сучасного світу. Це дає можливість зробити висновок, що без фінансових інновацій технологічний та економічний розвиток уповільнився би, а багатство націй було б меншим. Водночас, застосування фінансових інновацій було б обмеженим без попиту, джерелом якого є технічний прогрес.

Фінансові інновації мають довгу історію розвитку. Задля її спрощення зауважимо, що будь-які фінансові інструменти (крім традиційних акцій і звичайних облігацій), будь-яка фінансова установа (крім традиційних банків) і будь-який фінансовий ринок (крім традиційних ринків звичайних облігацій та акцій) впродовж певного часового періоду можна вважати фінансовою інновацією. У XVII і XVIII століттях були запроваджені нові фінансові інструменти – боргові контракти і високоліквідні ринки – для мобілізації фінансових ресурсів, необхідних для фінансування океанічних експедицій та торговельного мореплавства.

Потім, у XIX столітті, були створені інвестиційні банки і нові методи рахівництва для оцінки рентабельності залізничних компаній та забезпечення їх фінансовими ресурсами. Пізніше, у XX-му столітті, були створені компанії прямого інвестування з тим, щоб аналізувати і фінансувати високотехнологічні інвестиційні проекти. На початку XXI-го століття виникають нові види інвестиційних компаній – фармацевтичні корпорації, – які аналізують та фінан-

¹ Michalopoulos S., Leaven L., Levine R. Financial Innovation and Endogenous Growth. National Bureau of Economic Research. 2009. September. Working Paper 15356. P. 1-33.

сують інноваційні рішення в сфері біотехнологій, виникають крипто валюти та ін. Це лише кілька незначні приклади фінансових нововведень та їх еволюції, які довели свою ключову значущість для технологічного і економічного прогресу та для трансформації світового фінансового порядку.

Отже, фінансові інновації – це не зовсім нове явище. Однак, останнім часом їхня роль значно зросла, оскільки із середини 1990-х років спостерігалось прискорення темпів і масштабів фінансових інновацій¹.

Оскільки немає єдиного визначення фінансових інновацій, як у випадку технологічних інновацій, слід систематизувати наявні тлумачення даного терміну. У більшості прикладних визначень, фінансові інновації розглядаються у вузькому сенсі, оскільки вони в основному описують продуктові інновації (деякі з найбільш популярних визначень фінансових інновацій наведені у працях Л. Андерлоні та П.Бонджіні²; Ф. Фабізі та Ф.Моділіані³; В. Фрейма та Л. Уайта⁴). На основі аналізу даних визначень можна визначити основні риси продуктових фінансових інновацій:

1) вони можуть бути повністю новими рішеннями чи традиційними інструментами із новими елементами в своїй структурі, внесеними для покращення їхньої ліквідності і розширення сфери їх потенційного застосування завдяки кращій адаптації до конкретно-історичних, часових умов;

2) їх можна використовувати в якості заміників традиційних фінансових інструментів, що здатні покращити фінансовий стан господарюючого суб'єкта, який їх використовує;

¹ Llewellyn D. Financial Innovation and the Economics of Banking and the Financial System. / In: L. Anderloni, D. T. Llewellyn, R. H. Schmidt. Financial Innovation in Retail and Corporate Banking. Cheltenham: Edward Elgar, 2009. P.1-40.

² Anderloni L., Bongini P. Is Financial Innovation Still a Relevant Issue? / In: L. Anderloni, D. T. Llewellyn, R. H. Schmidt (ed.), Financial Innovation in Retail and Corporate Banking, Cheltenham: Edward Elgar, 2009. P.41-62.

³ Fabozzi F., Modigliani, F. Capital Markets. Institutions and Instruments. Upper Saddle River: Pearson Education International, 2003.

⁴ Frame W. S., White L. J. Technological Change, Financial Innovation, and Diffusion in Banking. Working Paper. 2009-2010. Atlanta: Federal Reserve Bank of Atlanta, 2009.

3) їх не можна з легкістю віднести до якогось конкретного сегменту фінансового ринку;

4) їх можна використовувати для цілей хеджування високої волатильності ринкових параметрів;

5) їх можна використовувати у формі складних, комплексних інструментів, що включають кілька простих, традиційних фінансових інструментів;

6) їм можна використовувати у формі нових фінансових процесів і прийомів чи нових стратегій, спрямованих передусім на використання даних нових продуктів.

Якщо вважати фінансовою інновацією будь-який фінансовий інструмент окрім традиційних акцій і звичайних облігацій, то варто додати, що ці нововведення можна розділити на дві категорії:

- інновації, пов'язані з інструментами участі в капіталі;
- інновації, пов'язані з борговими інструментами.

Згідно з іншим популярним підходом до визначення фінансових інновацій, їх можна згрупувати наступним чином:

- продуктові інновації,
- процесні інновації,
- інновації перенесення ризику.

Перша категорія – продуктові інновації – включає нові фінансові інструменти, контракти, прийоми і ринки. Наступна група – процесні інновації – це інновації, пов'язані із вдосконаленням процесів розміщення цінних паперів, здійснення розрахунків за операціями чи оцінки активів. З іншого боку, інновації перенесення ризику виникають в результаті роз'єднання чи поєднання різних інструментів з метою отримання нових інструментів з іншими характеристиками ризику. В останній групі фінансових інновацій розрізняють дві підкатегорії: (1) інструментальні інновації і (2) постконтрактні інновації¹. У першому випадку, новий інструмент розробляється і створюється з метою досягнення певного набору характеристик (так, що їх можна описати як інновації «ex-ante»). У дру-

¹ Llewellyn D. Financial Innovation and the Economics of Banking and the Financial System. / In: L. Anderloni, D. T. Llewellyn, R. H. Schmidt. Financial Innovation in Retail and Corporate Banking. Cheltenham: Edward Elgar, 2009. P.1-40.

тому випадку – відбувається зміна характеристик ризику після того, як було використано оригінальний інструмент (тому їх можна назвати інноваціями «ex-post»).

Це найбільш популярні підходи до визначення фінансових інновацій, які зустрічаються у фінансовій літературі. Разом з тим, можна запропонувати нове визначення фінансових інновацій на основі визначення фінансової системи. Це широке визначення фінансових інновацій трактує їх як зміни у механізмі функціонування, а також нові рішення і нововведення для: фінансових ринків, фінансових інститутів, фінансових інструментів і нормативно-правової бази їх функціонування. Взаємозв'язок між цими групами фінансових інновацій є багатограним і може бути представлений як «спіраль інновацій». Це означає, що нові фінансові інститути створюють нові фінансові інструменти (продукти і послуги), якими торгують на нових фінансових ринках, і призводять до зміни світового фінансового порядку. Зміни ринкової кон'юнктури разом із змінами у правовому середовищі призводять до формування нових інструментів і започаткування нових ринків та інститутів, що спеціалізуються на цих нововведеннях.

Таким чином, підсумовуючи сказане, зазначимо, що термін «фінансові інновації» можна застосувати у двох значеннях:

1) у вузькому значенні, фінансові інновації визначаються як будь-які нововведення у фінансових інструментах (абсолютно нові інструменти, комбінації традиційних інструментів, модифікації традиційних інструментів, нове застосування існуючих інструментів, і т.п.);

2) у широкому значенні, фінансові інновації включають будь-які нововведення у будь-якому з елементів фінансової системи (ринки, інститути, інструменти, регулювання).

Можна визначити дві ситуації, при яких фінансові інновації можуть бути створеними і впровадженими. По-перше, фінансові інновації впроваджуються тоді, коли традиційні фінансові рішення більше недоступні. По-друге, коли витрати, пов'язані із впрова-

дженням фінансових нововведень є нижчими ніж витрати, пов'язані із використанням старих, традиційних рішень¹.

Згідно з теорією, що пояснює фінансові інновації з боку попиту, основними причинами для нововведень є недосконалість фінансового ринку, в основному асиметричність інформації, агентські витрати і трансакційні витрати². Такі збої у ринковому механізмі створюють попит на рішення, що дають можливість учасникам ринку мінімізувати їх негативні наслідки. Прикладом реактивних фінансових інновацій можна вважати нові рішення та інструменти для платіжних систем, покликані знизити трансакційні витрати. Іншим прикладом є ситуація, коли новації у фінансових інструментах були запроваджені для того, збільшити доступ до джерел фінансових ресурсів і надати більшої гнучкості у формуванні грошових потоків. При цьому, інша причина для створення і впровадження фінансових інновацій пов'язана із несприятливими вимогами податкового законодавства, які змушують учасників ринку шукати рішення, які б дозволили їм уникнути виплати надмірно високих податків – наприклад, шляхом використання оборонних інновацій (таких як нові інструменти інвестування у формі структурованих продуктів) підприємство може відстрочити чи зменшити податкові платежі. Зростаюча волатильність ринкових параметрів також підштовхує різних господарюючих суб'єктів до пошуку нових рішень, які б дали їм можливість знизити рівень ризику. Нові регуляторні положення також можуть змушувати учасників ринку використовувати новації у сфері фінансового менеджменту, бухобліку і фінансової звітності – наприклад, адаптивні інновації у формі нових систем фінансової звітності. Загалом, фінансові інновації повинні створюватися у відповідь на потреби учасників ринку, які прагнуть досягнути своїх власних цілей (фінансові інновації, орієнтовані на попит).

Водночас, з початку 1980-х років спостерігалась інтенсифікація діяльності фінансових інститутів в сфері фінансових новацій,

¹ Pantalone C. C., Welch, J. B. Innovative Financing. How New Financial Strategies Have Reshaped American Business. Financial Executive. 1987. Nr 4. P.33-35.

² Faziozi F., Modigliani, F. Capital Markets. Institutions and Instruments. Upper Saddle River: Pearson Education International., 2003, P.28.

що стало предметом аналізу інноваційної теорії, що пояснює фінансові інновації з боку пропозиції. Ці новачі створюються фінансовими інститутами з метою нарощення їхньої конкурентної переваги. Клієнтам пропонується велика кількість фінансових інновацій – це в основному агресивні інновації у різних сферах фінансової діяльності: нові інвестиції, заощадження, інструменти фінансування і розрахунків (фінансові інновації, орієнтовані на пропозицію).

Інновації в самих фінансових інститутах впроваджуються з метою покращення результатів їхньої діяльності, захисту їхніх позицій на ринку чи поліпшення їхнього фінансового стану. Ці рішення називаються захисними інноваціями, і вони можуть використовуватися в процесі прийняття інвестиційних рішень або в процесі ризик-менеджменту.

Існують багато факторів, що впливають на зростаючу активність фінансових інститутів в процесі створення і впровадження фінансових інновацій. Глобалізація і дезінтермедіація фінансових ринків, зростаюча волатильність ринкових параметрів, дерегуляція і лібералізація потоків капіталу і динамічний розвиток комунікаційних технологій є найбільш важливими з них. Інші фактори, що мають вплив на потенціальну здатність фінансових інститутів створювати нові рішення включають: інтенсивну конкуренцію між фінансовими інститутами, орієнтація на фінансові результати в короткостроковій перспективі, пошук нових джерел доходів (окрім відсоткових доходів) і зростаюче значення процесу ризик-менеджменту. Часто наголошується, що фінансові інновації створюються для того, що знайти більш дієві способи перерозподілити ризик між учасниками ринку.

У підсумку, не дивлячись на відмінності між інноваційними теоріями, що орієнтовані на попит і теоріями, що орієнтовані на пропозицію, у поясненні головних мотивів використання інновацій можна розрізнити дві групи факторів, що впливають на процес створення і впровадження фінансових інновацій у фінансовій системі. Перша група включає внутрішні фактори, які є результатом потреб і цілей, рішень і змін в управлінському стилі учасників фінансової системи (як фінансових інститутів, так і інших суб'єктів). Друга група включає зовнішні фактори, які є результатом збоїв у

ринковому механізмі, змін у середовищі ведення бізнесу і викликів сучасної економіки.

Оскільки не існує єдиного визначення фінансових інновацій, то існують різні підходи до класифікації їх видів і функцій. Виходячи із приведеного аналізу визначень фінансових інновацій та механізмів їх створення та імплементації, можна визначити, що фінансові інновації не є однорідною групою. Отже, було б доцільно їх систематизувати. Фінансові інновації можна класифікувати за різними критеріями, такими як:

- джерела інновацій;
- фактори, що впливають на процес створення та впровадження інновацій;
- мотиви використання фінансових інновацій;
- елементи фінансової системи, в яких відбуваються інновації;
- види інновацій;
- ефекти впровадження фінансових інновацій;
- момент створення інновацій;
- активи, що лежать в їх основі (у випадку інновацій фінансових інструментів).

Вищенаведені критерії класифікації не є взаємовиключними. Це означає, що кожному з фінансових інновацій можна віднести водночас до різних груп в залежності від обраних критеріїв.

Фінансові інновації можуть відігравати наступні ролі¹:

1) перенесення ризику – зниження ризику чи захист від усіх видів ринкового ризику: цінового і валютного ризиків, ризику відсоткової ставки чи кредитного ризику (наприклад, шляхом використання деривативів або процесів сек'юритизації (конверсії кредитних зобов'язань чи активів в цінні папери ринку капіталів) і коллагералізації (застави активів як способу забезпечення виконання зобов'язань);

2) котирування ризику – ризику, які втілені у фінансовому інструменті, можуть бути виокремлені, оцінені, утримані і продані

¹ Llewellyn D. Financial Innovation and the Economics of Banking and the Financial System. / In: L. Anderloni, D. T. Llewellyn, R. H. Schmidt. Financial Innovation in Retail and Corporate Banking. Cheltenham: Edward Elgar, 2009. P.5-7.

окремо від інших ризиків цього інструменту (наприклад, шляхом операцій на вторинних ринках зобов'язань, забезпечених заставою, чи цінних паперів, забезпечених активами);

3) посилення ліквідності – збільшення ліквідності активів чи фінансових інструментів (наприклад, процес сек'юритизації дає можливість кредитним установам продати зобов'язання за банківськими позиками на вторинних ринках і покращити свою структуру активів);

4) сприяння створення кредиту – розширення доступу до кредитних ринків чи збільшення кредитних можливостей як для позичальників так і для кредиторів (наприклад, шляхом використання зобов'язань, забезпечених заставою, і кредитних дефолтних свопів);

5) створення акціонерного (власного) капіталу – збільшення доступу до фінансування за допомогою інструментів участі в капіталі і збільшення гнучкості структури капіталу (наприклад, шляхом використання конвертованих цінних паперів чи свопів боргових зобов'язань на акції);

6) страхування – розширення можливостей для страхування ризику в обмін на виплату премії (наприклад, кредитний ризик можна застрахувати шляхом емісії кредитного дефолтного свопу);

7) менеджмент активів і пасивів – розширення можливостей управління активами і пасивами (наприклад, сек'юритизація, кредитні дефолтні свопи, боргові зобов'язання, забезпечені заставою);

8) фінансування фінансових інститутів – розширення джерел фінансування для фінансових установ (наприклад, сек'юритизація дає можливість диверсифікувати джерела фінансових ресурсів, які використовуються фінансовими установами для фінансування своєї діяльності).

Вищенаведена класифікація є досить складною, що може створити проблеми з її практичним застосуванням. Щоб уникнути подібних проблем, а також беручи до уваги вихідне положення про те, що фінансові інновації повинні покращувати здатність фінансової системи виконувати її базові функції, функції фінансових інновацій можна класифікувати у такий же спосіб як і функції фінансової системи. Відповідно до цього положення, функції фінансових інновацій можна описати наступним чином:

- розрахункова функція (збільшення ліквідності фінансової системи);
- інвестиційна функція (збільшення множини інвестиційних можливостей, більшою мірою адаптованих до профілю ризику/дохідності інвестора);
- фінансова функція (збільшення доступу до джерел фінансування – як довгострокового так і короткострокового, як позикового так і акціонерного капіталу);
- цінова функція (вдосконалення процесу оцінки активів і ко-тирування ризику за допомогою напрацьованих статистичних методів);
- функція управління ризиками (збільшення можливостей перенесення ризиків між учасниками системи).

У процесі аналізу впливу фінансових інновацій на фінансову систему слід звернути увагу на наступні дві проблеми – потенційні зміни у її ефективності і стабільності. Економічно стійкі фінансові інновації повинні зменшувати негативні елементи фінансової системи шляхом зниження рівня ризику, усунення інформаційного розриву, зниження трансакційних витрати і мінімізації податкових платежів. Водночас, вони повинні підсилювати позитивні складові фінансової системи шляхом підтримки її стабільності, збільшення дієвості виконання нею основних функцій, надання послуг і інструментів, які були б краще пристосовані до потреб і цілей учасників системи. Шкідливі інновації здійснюють негативний вплив на фінансову систему і економіку в цілому, тому їх треба уникати.

Детальніше розглянемо інновації у сферах валютних, грошових і грошово-кредитних систем, які здатні забезпечити трансформацію світового фінансового порядку і позитивно вплинути на досягнення Цілей сталого розвитку.

Цифрові фідучіарні валюти

Фідучіарні валюти (фідучіарні гроші) зазвичай передбачають використання технології випуску номінальних знаків без внутрішньої вартості, наприклад паперових грошей, які визнаються грішми на підставі закону. Фідучіарні валюти контролюються центральними банками, які ухвалюють рішення щодо часу їхньої емісії і розподілу. Ряд центральних банків у світі розглядають можливість емісії цифрових фідучіарних грошей з метою скорочення загально-

го рівня витрат у платіжній системі і забезпечення більшого контролю над пропозицією грошей з боку регулятора. Наразі жоден з центральних банків не вдався до цього кроку, але вони розглядають різні види технологій, які б дозволили їм це зробити.¹⁶ Банк Англії брав найактивнішу участь в цій дискусії, ніби даючи зрозуміти, що цифрові фідучіарні гроші є кроком неминучим, хоч і не близьким.

Наслідки запровадження цифрових фідучіарних грошей є колосальними. Так, цифрові фідучіарні гроші мають великий потенціал для боротьби із шахрайством. Вперше вчені-економісти в галузі макроекономіки знали б швидкість і кількість грошей в обігу з точністю, достатньою для підтвердження правильності їхніх теорій. Оподаткування могло б стати високо інноваційним, таким, що включало б податки із прив'язкою до місця розташування, чи прямі податки на транзакції, чи безмежну кількість видів інших податків. З іншого боку, впровадження цифрових фідучіарних валют ставить серйозні питання до конфіденційності даних (певні варіанти реалізації програми емісії цифрових фідучіарних грошей дозволять державі отримати доступ до інформації про всі ваші витрати), розподіл грошових коштів (миттєве стягнення податків і розподіл грошових коштів можуть за короткий час згубним чином ослабити ідею доцільності володіння грошовими знаками), високий рівень складності і кібер-аварії. Здатність швидко запроваджувати креативні підходи до оподаткування може сприйматись як непередбачувана непостійність, і це може значно зашкодити економіці.

Взаємна кредитна система.

Більша частина міжфірмової торгівлі послуговується грішми у формі фідучіарних валют. Однак, компанії і уряди також здійснюють торгівлю шляхом обміну товарів на інші товари. Згідно з оцінками СОТ, від 25% до 40% світової торгівлі відбувається без посередництва грошей. Прямий обмін товарами або «бартер» вважається менш ефективною формою міжнародної торгівлі порівняно з обміном товарів на гроші оскільки він вимагає наявності одночасного збігу у потребах і побажаннях обох сторін. Для подолання цієї проблеми і уможливлення торгівлі можна використовувати систему взаємних кредитів (чи комплементарних валют), які можна погасити шляхом обміну виключно на товари і послуги, але не на фідучіарні гроші.

Взаємне кредитування заохочує учасників повторно користуватися системою для погашення своїх кредитів, оскільки вони, зазвичай, не підлягають обміну на готівку. Водночас, як засіб платежу в цілому чи частково можна використовувати взаємну кредитну систему (чи загальні тендери) . З цієї точки зору «біржі потужностей» можна визначити як «побудовані на основі членства системи, в межах яких компанії можуть здійснювати внутрішньосекторну та міжсекторну торгівлю наявними потужностями у формі товарів, послуг та інфраструктури, використовуючи при цьому взаємну кредитну систему (чи загальні тендери) як засіб обміну»¹.

Технологічні досягнення дозволяють спростити роботу подібним біржами, таким чином підвищуючи потенціал для розвитку. Хоча такий обмін досвідом є більш поширеним серед малих та середніх підприємств у місцевих або національних торговельних мережах, останнім часом стали виявлятися великі багатонаціональні системи взаємної торгівлі, оскільки однією з переваг спільних тендерних пропозицій є те, що на них менше впливають коливання валютних курсів.

Ідентичність

Ідентичність – це необхідна умова для розвитку інновацій і довіри у сфері фінансових послуг. Близько 2,4 млрд. людей в світі не мають офіційних документів, які б засвідчували їхню особу, близько 1,5 млрд. з них – старші 14 років. Значна частина цих людей – жінки. При тому, що вони звичайно ж знають ким вони є, вони не мають доступу до системи прав власності на майно, що функціонує в рамках ринкової економіки; вони часто не можуть вільно переміщуватися; вони не мають соціального захисту і не можуть розширити свої права і можливості в питаннях керування своїм життям. Вони не можуть «довести» факт свого існування відповідно до вимог реєстрів, передбачених їхніми суспільствами. Брак офіційної ідентифікації збільшує витрати на переказ грошових коштів, кору-

¹ City of London 2011. Summary Findings Research report Capacity Trade and Credit: Emerging Architectures for Commerce and Money. URL: http://www.cityoflondon.gov.uk/business/economic-research-and-information/research-publications/Documents/research-2011/Capacity%20Trade%20and%20Credit%20Summary%20Findings_web.pdf

пцію і злочинність. Тому далекоглядним було рішення ООН включити в рамках Цілі стійкого розвитку №16 «Мир, справедливість і сильні інститути» цільовий показник 16.9 – «надати правову суб'єктність усім, включно із реєстрацією при народженні, до 2030 року».

Ернандо де Сото, перуанський економіст відомий своїми роботами з неформальної економіки і прав власності, стверджує: «Без цілісної формальної системи прав власності, сучасна ринкова економіка є немислимою»¹. Права власності вимагають верховенства права і наявності реєстрів власників речових прав. Точніше, без персональної ідентифікації сучасна ринкова економіка є немислимою, не в останню чергу тому, що без ідентифікації немає суб'єктів права власності.

Останні досягнення у біометричній безпеці – від сканування відбитків пальців і сітківки ока до аналізу ДНК та розпізнавання голосу, швидше за все, відіграватимуть важливу роль у забезпеченні майбутнього мобільного банкінгу, однак ідентичність не просто фізична, – це ДНК чи сітківка. Ідентичність полягає не лише в власності на банківські рахунки чи активи. Наші ідентичності є «ланцюгами нашого життя», що пов'язують нас з минулим і майбутнім з нинішнім.

Уряди створюють інноваційні системи цифрової ідентифікації та процеси аутентифікації. Так, з 2007 року в Естонії функціонує універсальна національна схема цифрової ідентичності, яка використовує блокчейни, і розширила її для іноземців. Незважаючи на те, що не базується на блокчейнах, з моменту створення в 2009 році Унікальний орган ідентифікації Індії випустив понад 1 мільярд 12-значних ідентифікаційних номерів, що охоплюють 85% населення. Існують також цікаві пропозиції щодо недорогих систем екстреної ідентифікації, таких як Vinay Gupta та www.Re.silience.com, проект «State In A Box»². Більш радикальні пропозиції включають

¹ The Mystery Of Capital: Why Capitalism Triumphs In The West And Fails Everywhere Else, Black Swan, 2001, P. 172.

² State In A Box – Identity Services Architecture. URL: <http://guptaooption.com/4.SIAB-ISA.php>.

перехід від національних систем ідентичності до незалежних глобальних систем, таких як BITNATION¹.

Однією з технологічних інновацій у сфері фінансових послуг у світі є запровадження *пiрингових систем кредитування і страхування*. Традиційно банки мали монополію на позики, залучення депозитів і видачу кредитів, що дозволяло їм заробляти прибутки на різниці між відсотковими ставками, встановленими для позичальників і ставками, що пропонувалися вкладникам. Однак, пірингові системи кредитування звужують цю маржу прибутку і пропонують кращі відсоткові ставки для позичальників і вкладників. Такі платформи як «LendingClub» і «Prosper» у США та «Funding Circle», «Wellesley&Co» і «Zopa» у Великій Британії набули шаленої популярності внаслідок того, що після фінансової кризи банки стали більш обережно ставитися до надання кредитів малому бізнесу.

Учасники пірингових систем пояснюють свій успіх більш ефективними системами ризик-менеджменту на базі інноваційних технологій збору даних. Наприклад, Kabbage (<https://uk.kabbage.com/>) використовує дані про щоденні продажі і рейтинги «eBay» та «Amazon», тоді як «UPS», «QuickBooks» і «Yodlee» використовують відгуки у «Yelp» і «Facebook» для оцінки кредитного ризику. Таким чином, вони можуть приймати ультра швидкі рішення щодо позик і при цьому пропонувати високо конкурентні відсоткові ставки.

В результаті, пірингові системи кредитування розвиваються дуже швидкими темпами впродовж кількох останніх років. Дані «Асоціації пірингових фінансів» свідчать, що станом IV квартал 2017 року загальний обсяг виданих кредитів склав 8 млрд. 33 млн. фунтів стерлінгів, а чистий потік кредитів (чистий потік кредитів = нові кредити видані – обсяг капіталу відшкодованого), виданих у Великій Британії, склав 277,7 млн. фунтів стерлінгів².

Деривативи теж можуть служити інноваційним інструментом у фінансовій сфері. Так, їх використовують як інструмент страхування урожайності у країнах. Відомо, що традиційні схеми страхуван-

¹ Bitnation is Governance 2.0. URL: <https://tse.bitnation.co>.

² P2PFA Member data. URL: <https://p2pfa.org.uk/wp-content/uploads/2018/01/2018.01.26-Q4-2017-quarterly-data-1.xlsx>

ня в сфері сільського господарства сильно потерпають від проблем асиметричної інформації і системного ризику. Популяризація деривативів на погодні індекси у країнах, що розвиваються, ведеться рядом міжнародних організацій спільно з національними урядами. Світовий банк реалізував пілотні програми у Нікарагуа, Марокко, Тунісі, Ефіопії, Індії, Україні, Малаві, Перу і Монголії¹. Фінансові технології, зокрема мобільні платформи, системи дистанційного збору даних і моделювання, зможуть забезпечити доступ до цього продукту об'єднанням фермерів і малому бізнесу. Таким чином, пірингові системи страхування і деривативи зможуть надати страхове покриття найбіднішим народам світу, що значно збільшило б їх стійкість до стихійних лих і масового голоду.

Мобільні гроші

Одним з найбільших викликів для глобального розвитку є вирішення проблеми загальнодоступності фінансування. Згідно з оцінками Світового банку банківських рахунків сьогодні не мають приблизно 2 млрд. дорослих осіб, більшість з яких проживають в країнах Півдня з низьким рівнем інституційного розвитку. Хоча проблема доступу до банківських послуг все ще є серйозним викликом, дані Світового банку свідчать, що частка осіб без банківського обслуговування скоротилася на 20% за останні п'ять років.

Швидкий розвиток споживчого кредитування на базі фінансових технологій змушує традиційні банки нервувати. У відповідь, багато хто з них створює власні фінтех-інкубатори чи викуповує перспективні стартапи². Викликає тривогу і те, що фінансові регулятори не мають права нагляду за новими постачальниками фінансових послуг, а це означає, що їхні клієнти є менш захищеними³.

Доступ до фінансових послуг дозволяє згладити споживання і знизити вразливість бідних верств населення до коливань у дохо-

¹ Bush S. B. *Derivatives and Development: A Political Economy of Global Finance, Farming*. Palgrave McMillan, 2012. 184p.

² Emerging markets: Fintech for the unbanked. URL: <https://www.euromoney.com/article/b12kq9hsy3vyjw/emerging-markets-fintech-for-the-unbanked>.

³ Fintech a boon for the unbanked but a nightmare for regulators. URL: <http://www.scmp.com/business/article/1918084/fintech-boon-unbanked-nightmare-regulators>.

дах. Він також посилює гендерну рівність надаючи жінкам прямий доступ до фінансової системи.

Звичайно, фінансові інновації у короткостроковому періоді можуть мати і негативні наслідки, наприклад, скорочення робочих місць у фінансових установах країн, що розвиваються. Проте довгострокові наслідки нових продуктів, таких як мобільні гроші, пірингові системи кредитування та страхування тощо можуть лібералізувати фінансові послуги та стати рушійними силами трансформації світового фінансового порядку.

III. Інституціоналізація нового світового фінансового порядку

3.1. Роль міжнародних фінансових інститутів у формуванні нового світового фінансового порядку

Питання щодо ефективності чи неефективності міжнародних фінансових установ є наріжним каменем функціонування світової фінансової системи. Історія функціонування цих установ від 1940-х рр. до сьогодні не дає чіткої відповіді на це запитання. Не можна однозначно говорити, що ці установи, зокрема, Міжнародний валютний фонд, Група Світового банку, не мають жодних успіхів чи є абсолютно успішними. На це чітко вказує Доповідь про розвиток людства за 1994 р. Програми розвитку ООН, в якій цитовано праці Д. Грієзграбера та Б. Гантера (1966): «Промальовується цікава картина безпрецедентного прогресу людства та невимовних людських нещасть, просування людства в одних та одночасного регресу в інших питаннях, приголомшливої глобалізації процвітання поряд з гнітючою глобалізацією бідності»¹.

Ефективність міжнародних фінансових установ можна встановлювати за різними критеріями. Ми зупинимося на двох: вплив на фінансово-кредитну систему та глобальний розвиток.

Вплив на фінансово-кредитну систему.

За роки своєї діяльності МВФ став своєрідним міжнародним стимулом для проведення такої внутрішньої політики, яка надає право країні на одержання зовнішньої допомоги. Фінансова під-

¹ Griesgraber J.M., Gunter B.G. Development: New paradigms and principles for the twenty-first century. Vol. II., London: Pluto, 1996.

тримка МВФ країн засвідчує кредитоспроможність одержувача позики і таким чином призводить до спрощеного кредитування приватними кредиторами а також урядами країн¹.

Інший аспект ефективності міжнародних фінансових установ полягає в їх здатності мобілізувати ресурси центральних та комерційних банків з метою забезпечити здатність світового співтовариства справлятися з борговими кризами. Однак, з огляду на останню фінансову кризу 2008р., цей аспект є дискусійним.

Ще одним індикатором ефективності Бреттон-Вудських інституцій є їх здатність проводити структурну перебудову, а за допомогою механізму розширеного фінансування структурної перебудови – забезпечувати позики на пільгових умовах для країн, що розвиваються. Тим паче фінансові установи є ефективними в плані збереження міжнародної системи відкритою та прозорою. Дані фінансові установи також показали свою ефективність в міжнародних валютних питаннях шляхом втручання там, де це необхідно, наприклад в період нафтової кризи і допомоги в процесі трансформації в Східній Європі та Росії². Також МВФ був ефективним в плані підтримки валюти деяких промислово розвинених країнах, які зіштовхнулися з неочікуваним тиском платіжного балансу, наприклад в ряді випадків для Великої Британії (у період 1965-1979рр. позики за програмою *Stand by* склали 6350 млн.СДР³). Збереження Міжнародним Валютним Фондом стабільності валютного курсу в більшості країн демонструє ефективність МВФ до сьогодення. Зокрема МВФ продовжує демонструвати свою ефективність в тому, що залишається ключовою силою, яка змушує країни зменшувати рівень інфляції, дефіцит платіжного балансу і в подальшому супроводжувати свої платежі відповідним послабленням обмежень.

Вплив на глобальний розвиток.

¹ Kirshner O. The Bretton Woods – GATT system. Retrospect and prospect after fifty years. Armonk.NY: Shape, 1996. P.193.

² Bakker A.F.P. International Financial Institutions. London. Longman, 1996. P.179.

³ United Kingdom: History of Lending Arrangements as of November 30, 2017. URL: <http://www.imf.org/external/np/fin/tad/extarr2.aspx?memberkey1=1010&date1Key=2017-11-30>.

В історичній ретроспективі ефективність міжнародних фінансових установ проявлялася в їх численних успіхах з часу Плану Маршала. Серед іншого сюди відносяться «економічне чудо» 1950-х та 1960-х рр., заснування Організації економічного співробітництва та розвитку, зняття внутрішньо-європейських торговельних обмежень, формування Європейського платіжного союзу, реалізація цілей відновлення та інтеграції Європи, утворення Світовим банком Міжнародної фінансової корпорації (IFC), Міжнародного центру з врегулювання інвестиційних спорів (ICSID), Міжнародної асоціації розвитку (IDA). Міжнародна фінансова корпорація змусила уряди інвестувати кошти в приватні підприємства малорозвинених країн, тоді як Міжнародний центр з врегулювання інвестиційних спорів створив систему арбітражу спорів між іноземними інвесторами та урядами. Такими є індикатори ефективності, коли вони слугують для допомоги ініціативам сталого міжнародного розвитку. Іншим доказом ефективності є запуск в 1960 р. Міжнародної асоціації розвитку (IDA) як філіалу Міжнародного банку реконструкції та розвитку (МБРР) для надання пільгових довгострокових кредитів на розвиток діяльності під номінальну процентну ставку.

До 1960 р. існуючі міжнародні фінансові установи, МБРР та МАР фінансували місцеві та іноземні витрати, пов'язані з курсовими різницями, а з того року починали займатися сільським господарством, освітою, а пізніше – охороною здоров'я та плануванням сім'ї. З того часу вони тісно співпрацюють з ЮНЕСКО, ФАО, ВООЗ, ПРООН. В 1970-х рр. МБРР все ще зберігав свою ефективність в плані економічного розвитку, боротьби з бідністю, основних потреб людства та доступу бідних до освіти, охорони здоров'я та служб планування сім'ї. Згодом МБРР почав фінансувати захист навколишнього середовища людини в частині лісового господарства, водних ресурсів, управління та ефективності енергоспоживання.

Іншим очевидним доказом ефективності Світового банку є те, що останній слугував стимулом та моделлю для встановлення та росту регіональних банків розвитку в Латинській Америці, Азії та Європі. Крім того його консорціум та консультативні групи є ефективними в об'єднанні зусиль країн-донорів та узгодженні їх допомоги в підтримці схвалених планів розвитку. Ефективність Світового Банку в питаннях, пов'язаних із розвитком, відображається його зростаючим впливом на політику допомоги багатих та політи-

ку розвитку бідних країн і найбільшою участю в ініціативах допомоги розвинених країн. Крім того ефективною є його роль в тренуванні, консультуванні та технічній допомозі, які дають йому змогу сформувати ґрунтовні ініціативи розвитку бідних країн.

Однак, можна і відмітити деякі аспекти неефективної діяльності міжнародних фінансових установ, як з огляду впливу на фінансово-кредитну систему, так і на глобальний розвиток.

Бреттон-вудські інституції виявилися неефективними в плані свого основного завдання управління рухом світового капіталу – не можуть встановити систему, яка б призводила до економічного росту, стабільних цін, обмінних курсів та ліберального режиму в міжнародній торгівлі. Ще більш ніж двадцять років назад, у 1996р. Д.Грієзграбер та Б.Гантер відмічали, що на практиці абсолютно не існує установ розвитку, які б здійснювали управління новою складною світовою економікою¹. Зараз же, після цілої низки потужних світових фінансових криз, це стає ще більш очевидним.

Неефективність вирішення міжнародних валютних питань даними міжнародними фінансовими установами проявляється в їх нездатності здійснювати ефективне управління при високій нестабільності обмінних курсів та неспроможності відвернути цю нестабільність.

МВФ залишається неефективним через те, що він все ще не має жодних санкцій для впливу на політику промислово розвинених країн та може лише спостерігати за коливаннями валютних ринків.

Неоднозначні погляди на функціонування МВФ і серед вчених. Так, Д.Ісмі показує, що міжнародні фінансові установи не мають успіху, призводять до фатальної перешкоди в розвитку Африки². Він доводить, що через потребу обслуговування боргів країни Африки до 2000-х рр. втратили можливість спасти 21 мільйон життів, дати 20 мільйонам дівчат і жінок доступ до базової освіти. Всеафриканська конференція церков описує це як нову форму рабства, такого ж порочного, як і работоргівля. Д.Ісмі зауважує, що США не

¹ Griesgraber J.M., Gunter B.G. Development: New paradigms and principles for the twenty-first century. Vol. II. London: Pluto, 1996. P.78.

² Ismi D. Impoverishing a Continent: The World Bank and the IMF in Africa. 2004. URL: <http://www.halifaxinitiative.org/updir/ImpoverishingAContinent.pdf>.

бажають анулювати борг для Африки тому, що вони мають велику користь від підкорення економіки Африки, і тому, що США, Захід загалом, МВФ та Світовий банк використовують борг Африки як спосіб маніпулювання майбутнім економіки цього континенту в своїх інтересах¹.

Неефективність в сфері міжнародного розвитку полягає в тому, що кредити та допомога міжнародних фінансових інституцій є недостатньо великою і економічні показники багатьох країн, що розвиваються, залишаються невтішними. Поки Китай, Сінгапур, Південна Корея та інші азійські країни, Мексика, Чилі, Аргентина та деякі інші латиноамериканські країни вирвалися вперед, країни на південь від Сахари² за виключенням Південно-Африканської Республіки (ПАР) є охоплені агонією, дохід на душу населення залишається практично незмінним вже десятиліття. Зберігається і значний розрив між доходами на душу населення у географічному аспекті (див. рис. 3.1).

Так скажімо, розрив у ВВП на душу населення між країнами Північної Америки та країнами на південь від Сахари складає більше 54600 тис.дол.США (2016). Чітко прослідковується й розрив між країнами кредиторами – країнами Північної Америки та Європи і країнами – одержувачами позик: країнами на південь від Сахари, Південної Азії (найнижчий рівень доходів на душу населення), та країнами Східної Азії та Океанії, Латинської Америки та Карибського басейну, Близького Сходу та Північної Африки. Якщо ж проаналізувати тренд зростання цих показників (на рис. 3., відображено лінії трендів груп країн), то чітко видно, що у найбільших одержувачів кредитів міжнародних фінансових організацій, країнах на південь від Сахари та Південної Азії, зростання ВВП на душу населення відбувається дуже повільно, найнижчим темпом у світі. В свою чергу, у країнах Північної Америки та Європи зростання найшвидше. Що підтверджує гіпотезу про те, що міжнародним фінансово-кредитним організаціям не вдалося суттєво підняти рівень життя у найбідніших країнах.

¹ Ismi D. Impoverishing a Continent: The World Bank and the IMF in Africa. 2004. URL: <http://www.halifaxinitiative.org/updir/ImpoverishingAContinent.pdf>.

² До країн на південь від Сахари (Субсахарська Африка) відносять 47 країн Country Groups. URL: http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/DATASTATISTICS/0,,contentMDK:20421402~menuPK:64133156~pagePK:64133150~piPK:64133175~theSitePK:239419,00.html#Sub_Saharan_Africa.

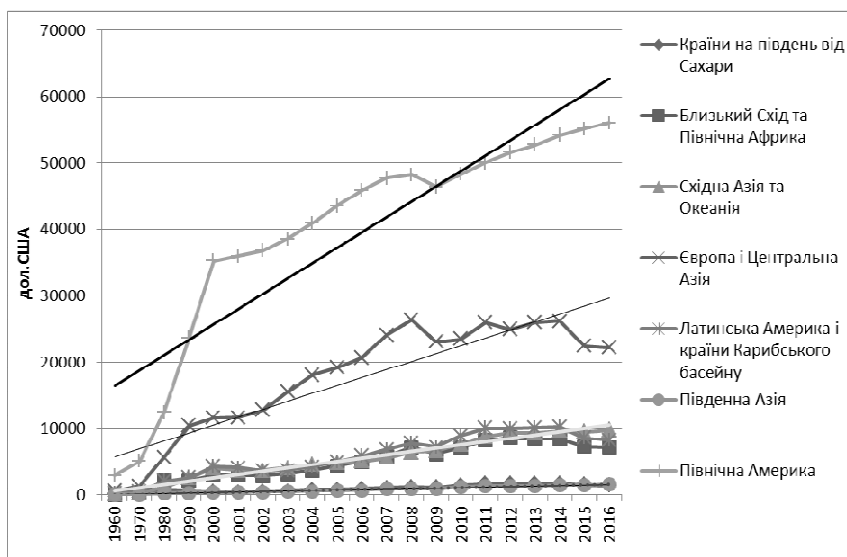


Рис. 3.1. ВВП на душу населення за групами країн світу, дол. США

Примітка: побудовано автором на основі даних Світового банку. URL: <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators#>

Крім того, варто відмітити недостатнє приділення уваги міжнародними інституціями вирішенню екологічних та соціальних проблем країн. Так, скажімо до 2004 р. міжнародні фінансові інституції взагалі не звертали увагу на проблему забезпечення чистою водою Африки, в той час як половина населення Африки не мало безпечної для пиття води. Дві третини не мало доступу до належної санітарії, тоді як приватизація водних ресурсів в ПАР та Гані позбавила бідне населення доступу до природного джерела води.

Існуючі міжнародні фінансові установи були ефективними в одних і водночас неефективними інших питаннях. В цілому досягнуто зростання чисельності населення та добробуту для звичайної людини, тривалість життя збільшилася, середній дохід на душу населення у світі майже потроївся. Розвиток не був сталим, хоча стан багатьох країн третього світу, особливо Африки, є приводом для турбот, засвідчуючи неефективність цих сучасних міжнародних

установ. Голод та недоїдання, бідність, хаос, погіршення стану екології/довкілля та ВІЛ/СНІД продовжують потребувати більше уваги. Ефективність чи неефективність існуючих міжнародних фінансових установ залишається дискусійним питанням.

У 1945 році МВФ отримав мандат на підтримку стабільності обмінного курсу та налагодження периферійних дисбалансів, властивих державам-членам: отже, відповідальність МВФ серед іншого полягала в тому, щоб виступати посередником між багатими та бідними країнами. Іншим обов'язком МВФ було встановлення обмежень змін у курсі обміну між доларом США та національними валютами країн. У 1973 році в результаті падіння курсу долара США на МВФ поклали інші повноваження. Обов'язки включають надання нових суспільних благ. Поступово потужність інтервенцій МВФ збільшилась, включаючи менш чітко визначену і набагато ширшу мету підтримання фінансової та економічної стабільності в країнах-членах. Політичні рекомендації, конкретні програми стабілізації та заохочення реформ – це деякі засоби, завдяки яким Фонд намагався досягти цих цілей та шляхом постійної інспекційної діяльності на місцях. Перша передбачала виплату кредитів, яка базується на виконанні певних цілей політики та економічних реформ. МВФ було піддано критиці за накладення невідповідної та неефективної ідеологічної економічної політики, яка була досягнута Вашингтоном у країнах-реципієнтах. С.Ределет та Д. Сакс¹, а також Дж.Стігліц² звинувачували політику лібералізації, нав'язану МВФ у Мексиці та країнах Південно-Східної Азії, що призвела до величезного відтоку капіталу та подальших серйозних банківських криз. Відповідно до цих подій та відповідних валютних та банківських криз, МВФ зосереджує свою політику кредитування на стабілізації та збереженні фінансового сектору, щоб уникнути криз ліквідності в банківських секторах країн-членів. На період глобальної фінансової кризи 2007-2009 років та наступних криз суверенного боргу Єврозони ці цілі різко вийшли на порядок денний Фонду. Багато зацікавлених сторін та науковців погодилися з ініціативою надати МВФ інструмен-

¹ Radelet S., Sachs J. D. The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects. Brookings Papers On Economic Activity. 1998. No1. P.1-74.

² Stiglitz, J. E. Globalization and Its Discontents. New York: W. W. Norton & Company, 2002.

ти та дозволили ресурсам діяти надійно як кредитор останнього інстанції на міжнародному рівні. Внаслідок цього, протягом останніх п'ятнадцяти років МВФ запровадив нові програми кредитування для надання запобіжних кредитних ліній попередньо кваліфікованим країнам. Д. Родрік¹ та Д. Джойс² документально підтвердили, що доступ до ресурсів МВФ покликаний зменшити потенційну економічну схильність країн до відповідної політики та програм, які можуть призвести до вичерпання банківських витрат та, в кінцевому рахунку, до раптових криз ліквідності. Однак, не існує ґрунтовних досліджень, які б вивчали зв'язок між програмами кредитування МВФ та ймовірністю настання з часом банківських криз, лише деякий фрагментарний аналіз.

Залучення МВФ до країни може негативно вплинути на ймовірність банківської кризи. Очевидно, що підтримка МВФ пов'язана із мобілізацією фінансових ресурсів, що могло б попередити появу банківських криз. Безпосереднє втручання МВФ може привести до збільшення фінансових потоків, які зазвичай спрямовані для забезпечення кредиту, який міг би підсилити економічну ліквідність. Це може призвести до каталітичної дії на інших приватних та офіційних позичальників³.

З іншого боку в своїй праці Д. Зеттелмейер доводить, що позики МВФ можуть також спонукати позичальників швидше відшкодувати свої позики з обмеженого фонду з свіжою ліквідністю, збільшуючи таким чином банківську паніку⁴. По-друге, втручання банків може вплинути на стабільність національної банківської індустрії через умови, що впливають на вітчизняну економіку, фінансову політику та реформи.

Зрештою, надання позики МВФ з точки зору морального ризику може підвищити ризик банківської кризи як для приватних по-

¹ Rodrik D. The Social Cost of Foreign Exchange Reserves. *International Economic Journal*. 2006. 20 (3). P. 253–266.

² Joyce J. Financial Globalization and Banking Crises in Emerging Markets. *Open Economies Review*. 2011. 22 (5). P. 875–895.

³ Bird J., Rowlands D. Do IMF Programmes Have Catalytic Effect on Other International Capital Flows? *Oxford Development Studies*. 2002. Vol.30. №3. P.229-249.

⁴ Zettelmeyer J. Can Official Crisis Lending Be Counterproductive In The Short Run? *Economic Notes*. 2000. 29 (1).

зичальників, так і для країни, яка одержує позику, через поганий сигнал для інвесторів. Доведення того, що залучення МВФ може впливати на банківську кризу, або навіть приводити до неї, є емпіричним питанням, відповіді на яке можуть бути різноманітними і залежати в більшій мірі від джерел або обставин. Наприклад, воно залежить від способів, якими реалізуються механізми надання позик; інституційної структури країни; різноманітності в частині розміру позик.

Дослідження А.Халдейна¹, М.Міллера та Л. Чжанга² показують, що антициклічне кредитування МВФ та наявність кредитних коштів позитивно пов'язані. Тобто, після схвалення програми МВФ, виділені ресурси, сумарні гроші, доступні банкам для підтримки певної висоти надзвичайної ліквідності, підвищуються, що зменшить ймовірність виникнення банківських криз, які можуть виникнути внаслідок неліквідних обставин.

Також С. Фішер³ та К. Рогофф⁴ показали, що Фондом здійснюється непрямым чином каталітичний ефект як на офіційних кредиторів, так і на приватний сектор шляхом поширення своєї репутації та позиції як найефективнішого міжнародного кредитора останньої інстанції.

Однак, вченими так і не було досягнуто згоди щодо наслідків каталітичної ролі програм, підтриманих МВФ, про те, як це впливає на потоки приватного капіталу. Наприклад, в той час, як Г.Бірд та Д.Роуландс⁵ виявили, що чистий приплив приватного капіталу негативно впливає на каталітичну роль програм, які не підтримує

¹ Haldane A. Private Sector Involvement in Financial Crises: Analytics and Public Policy Approaches. Bank of England Financial Stability Review. 1999. November. P.184–202.

² Miller M. and Zhang L. Sovereign Liquidity Crises: The Strategic Case for a Payment Standstill. Economic Journal. 2000. No 110 (460). P. 335–362.

³ Fischer S. On The Need for an International Lender of Last Resort. Journal of Economic Perspectives. 1999. No 13 (4). P. 85–104.

⁴ Rogoff K. International Institutions for Reducing Global Financial Instability. Journal of Economic Perspectives. 1999. No 13 (4). P. 21–42.

⁵ Bird G., Rowlands D. The IMF's role in mobilizing private capital flows: are there grounds for catalytic conversion? Applied Economics Letters, Taylor & Francis Journals. 2009. vol. 16(17). P. 1705-1708.

МВФ, Ван дер Віір та Де Йонг¹ у аналогічному дослідженні країн, які підписали кредитну угоду з МВФ без реструктуризації їх заборгованості виявили, що каталітичний ефект Фонду від потоків приватного капіталу є позитивним та значним.

Ряд дослідників документально підтвердили позиції МВФ в гарантуванні фінансової стабільності та запобіганні фінансових криз. Проте, дослідження зв'язків між фінансовими кризами та позиками МВФ є недостатніми. Лише обмежена кількість наукових праць розглядала роль МВФ у забезпеченні фінансової стабільності та запобіганні фінансовим кризам. Однак, наприклад, в роботі Б. Айхенгріна, П.Гапта та А.Моді встановлено те, що країни, особливо ті, які мають міцну економічну базу, менш імовірно зазнають раптових зупинок у міжнародних потоках капіталу в наступні роки після участі у програмі МВФ². Стабілізуюча роль забезпечення надзвичайної ліквідності МВФ здійснюється навіть після контролю за зворотнім зв'язком.

Ще одне свідчення на користь позитивної ролі МВФ щодо фінансової стабільності країн-членів представлено в дослідженні А. Дресера та С. Уолтера (2010), які вважають, що існування програми, підтриманої МВФ за попередній п'ятирічний період, зменшує вірогідність майбутньої валютної кризи³. Автори проаналізували 68 країн, що розвиваються протягом періоду 1975-2002 рр., і показали, що саме наявність кредитного договору з МВФ було результативним для країн, а не сума виплаченої позики чи ступінь відповідності країни умовам.

З іншого боку в праці М. Джорра (2012) було досліджено 57 країн, що розвиваються, у проміжку між 1975 та 2002 рр. і документально підтверджено, що надання позик МВФ значно збіль-

¹ Van Der Veer K. J. M., De Jong E. IMF-Supported Programmes: Stimulating Capital to Non-Defaulting Countries. // *The World Economy*. 2013. 36 (4). P. 375–395.

² Eichengreen B., Gupta P., Mody A.. Sudden stops and IMF-supported programs. In *Financial Markets Volatility and Performance in Emerging Market*. NBER Chapters, National Bureau of Economic Research, Inc, 2008. P. 219–266.

³ Dreher A., Walter S. Does the IMF Help or Hurt? The Effect of IMF Programmes on the Likelihood and Outcome of Currency Crises. *World Development*. 2010. No.38 (1). P. 1–18.

шує ймовірність майбутнього суверенного дефолту на 1,4%¹. Цей результат було отримано, з урахуванням частоти вибірки дефолтів 4,8%. Проте, як показано у результатах праці А. Дресера та С. Уолтера (2010), цього може не відбутися, оскільки результат не пов'язаний з браком відповідних умов, однак відображає наслідки втручання МВФ як такого, і припускає, що втручання МВФ може викликати моральний ризик боржника².

Зрештою, А. Пресбітеро та А. Заззаро (2012) дослідили, чи під час фінансової кризи 2008-10 рр. кредитування МВФ було спрямовано на запобігання ризику зараження, а також, чи участь у програмах МВФ була чутливою до політико-економічних інтересів основних акціонерів МВФ.³ Їхні висновки були різноманітними: з одного боку, політична схожість з країнами G7 позитивно корелювалася з ймовірністю підписання кредитної угоди; з іншого боку, МВФ спрямував більше фінансових ресурсів у ті країни, де фінансова криза була більш серйознішою.

МВФ зосереджує свою політику кредитування на стабілізації та збереженні фінансового сектору, щоб уникнути криз ліквідності в банківських секторах країн-членів. На період глобальної фінансової кризи 2007-2009 років та наступних криз суверенного боргу Єврозони ці цілі різко вийшли на порядок денний Фонду. Багато зацікавлених сторін та науковців погодилися з ініціативою надати МВФ інструменти та дозволили ресурсам діяти надійно як кредитору останнього інстанції на міжнародному рівні.

На даний час МВФ виконує такі основні функції:

- надання рекомендацій державам-членам щодо вжиття заходів політики, які можуть допомогти в досягненні макроекономічної стабільності, прискоривши тим самим економічне зростання і скоротивши бідність;
- тимчасово надання державам-членам фінансування, для допомоги їм у вирішенні проблем платіжного балансу, які включають

¹ Jorra M. The Effect of IMF Lending on the Probability of Sovereign Debt Crises. *Journal of International Money and Finance*. 2012. 31 (4). P. 709–725.

² Dreher A., Walter S. Does the IMF Help or Hurt? The Effect of IMF Programmes on the Likelihood and Outcome of Currency Crises. *World Development*. 2010. No.38 (1). P. 1–18.

³ Presbitero A. F., Zazzaro A.. IMF Lending In Times of Crisis: Political Influences and Crisis Prevention. *World Development*. 2012. No.40 (10). P. 1944–1969.

обставини, коли ці країни відчувають нестачу іноземної валюти, оскільки їх зовнішні платежі перевищують їх надходження в іноземній валюті.

- пропозиція технічної допомоги та підготовка кадрів країнам, на їхнє прохання, для сприяння їм в накопиченні досвіду і знань і розвитку інститутів, необхідних для проведення обґрунтованої економічної політики¹.

Протягом останніх п'ятнадцяти років МВФ запровадив нові програми кредитування для надання запобіжних кредитних ліній попередньо визначеним країнам.

Загалом, обсяг наданих кредитів МВФ з 1984р. зростає, про що свідчать дані з рис. 3.2 та побудована лінія тренду (див. рис. 3.2).

Максимальні кредитні суми були надані у період гострих світових фінансових криз: 1998 р., 2008 р. та 2010 р.

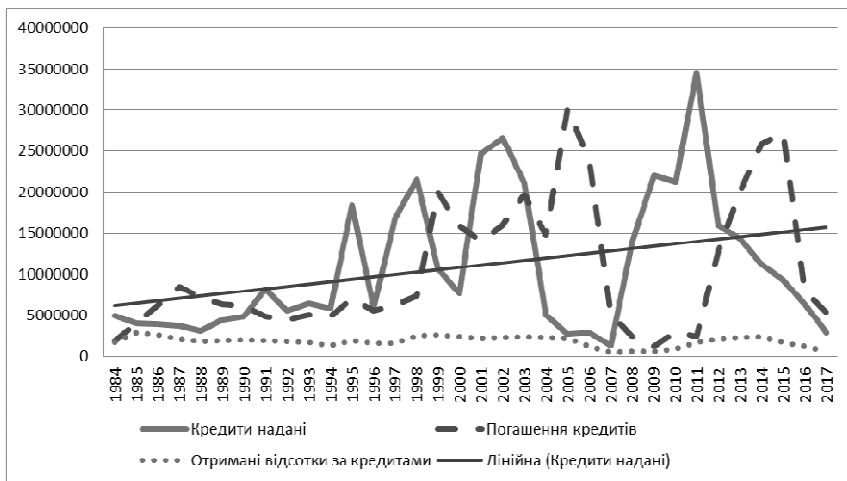


Рис. 3.2. Кредитні операції МВФ, тис. СДР

Примітка: побудовано автором на основі Total IMF Credit Outstanding for all members from 1984 – 2017 URL: <http://www.imf.org/external/np/fin/tad/extcred1.aspx>.

¹ IMF annual report 2017 [Electronic resource] – URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2017/eng/pdfs/IMF-AR17-English.pdf>.

Станом на 31 січня 2017 р. країнами-лідерами за сумою непогашених кредитів МВФ є Греція – 9515975 тис. СДР (21% загальної суми кредитів), Україна – 8522096 тис. СДР (19% загальної суми кредитів), Португалія – 4570568 тис. СДР (10% загальної суми кредитів) (див. рис. 3.3).

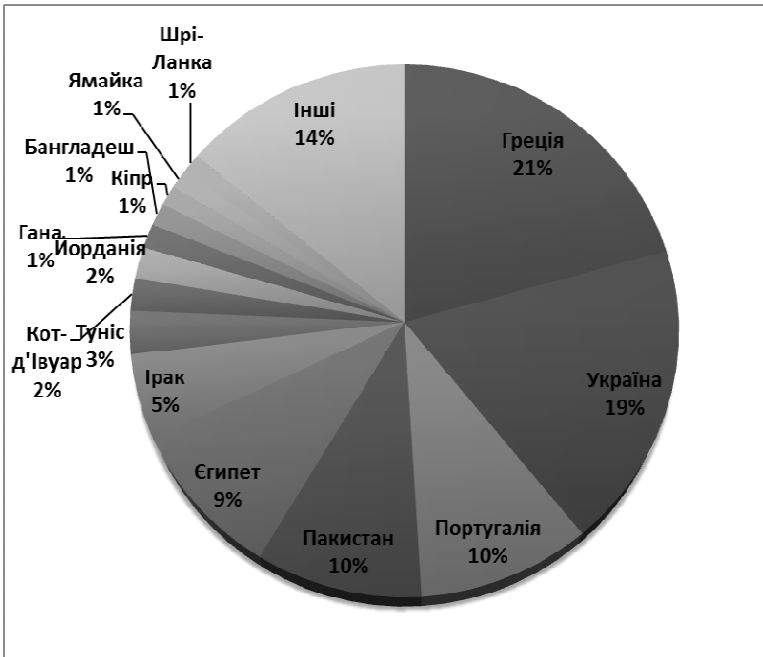


Рис. 3.3. Непогашені кредити, надані МВФ, станом на 31.12.2017 р. в розрізі країн, % від загальної суми

Примітка: побудовано автором на основі джерела: IMF Credit Outstanding for all members as of December 31, 2017 URL: <http://www.imf.org/external/nr/fin/tad/extcred2.aspx?date1key=2017-12-31&reportdate=2017-12-31>.

Як бачимо, найбільшими країнами-боржниками зараз є країни, які були вражені різного типу кризами: Греція і Португалія – внаслідок боргової кризи, Україна – нециклічною кризою через військово-політичний конфлікт.

У 2017 фінансовому році Виконавча рада МВФ затвердила 15 домовленостей в рамках механізмів непільгового фінансування МВФ на загальну суму 98,2 млрд. СДР (134,7 млрд. дол. США за обмінним курсом на 28 квітня 2017 року, рівному 0,729382 СПЗ за 1 доллар). На превентивні домовленості в рамках гнучкої кредитної лінії з трьома державами-членами – Мексикою (62,4 млрд. СДР), Колумбією (8,2 млрд. СДР) і Польщею (6,5 млрд. СДР) – припало 78 відсотків таких зобов'язань. Всі три домовленості в рамках гнучкої кредитної лінії замінили собою попередні домовленості, які минули або були скасовані.

Частина суми, що залишилась була направлена на домовленості в рамках Механізму розширеного кредитування з Єгиптом (8,6 млрд. СДР), Тунісом (2,1 млрд. СДР), Шрі-Ланкою (1,1 млрд. СДР) та ін. та на домовленості про кредит «стенд-бай» – з Іраком (3,8 млрд. СДР), Ямайкою (1,2 млрд. СДР) і Суринамом (0,3 млрд. СДР). На наступну домовленість по Лінії превентивної підтримки і ліквідності з Марокко на 2,5 млрд. СДР припало решта – 3 відсотки загальної суми.

Світова фінансова криза і наступна криза в євросоні викликали необхідність в значних щодо своїх наслідків змінах в Міжнародному валютному фонді. Затяжний період безладу пролив світло на недоліки в структурах нагляду та надання позик Фонду, а також в його механізмах фінансування та організації управління.

Також значні проблеми в роботі МВФ були викликані змінами в світовій економіці. До них, зокрема, належать такі:

1) Зростаюча глобальна фінансова інтеграція.

Інновації у фінансовій сфері, європейська інтеграція і технологічний прогрес підживили вибухоподібний ріст глобальних фінансів з 1990-х рр. Збільшення запасів основних фінансових фондів суттєво випередили запаси товаропотоків та глобальний валовий внутрішній продукт. Зростаюча фінансова інтеграція впливає на роботу МВФ. Функції нагляду та надання позик МВФ необхідно адаптувати до підвищеної уразливості, яка є результатом збільшених транскордонних зовнішніх впливів від потрясінь та змін політики. Дуже важливим став моніторинг фінансових ринків та фінансових секторів, разом із правильним розумінням зв'язків між реальним та фінансовим секторами економіки.

2) Зростаюча економічна могутність країн з ринками, що формуються і країн, що розвиваються¹.

За останнє десятиліття зростання ринків, що формуються стало одним із визначальних економічних трендів. Як видно з рис. 3.4, частка цих країн у формуванні світового ВВП невпинно збільшується, і вже з 2008 р. перевершує частку розвинених країн, і на кінець 2016 р. складає 58,1%.

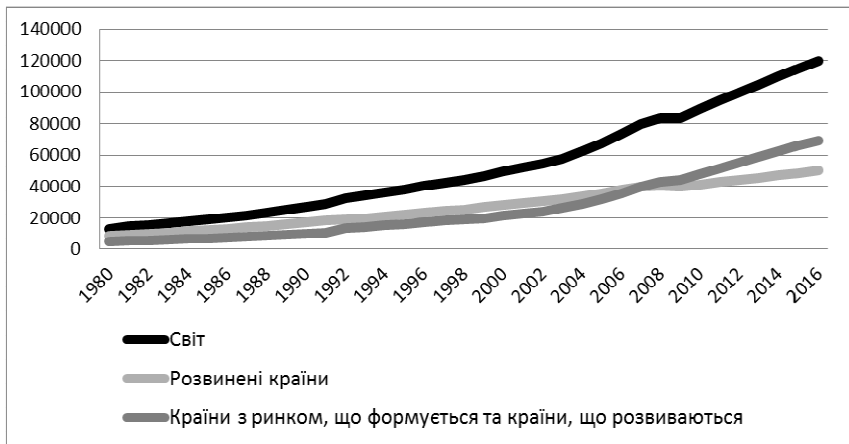


Рис. 3.4. ВВП, на основі паритету купівельної спроможності, млрд. дол. США

Побудовано автором на основі даних МВФ. Джерело: World Economic Outlook (April 2017) URL: <http://www.imf.org/external/datamapper/PPPGDP@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD>.

Економічне зростання цієї групи країн було результатом і причиною зростаючої глобалізації та сильною експортною орієнтованістю країн, особливо Китаю. Частково таке зростання можна пояснити і успішною економічною політикою країн, особливо тих, які зазнали кризи в 1980-х та 1990-х рр. Збільшувалися державні заощадження і зменшувався зовнішній борг, зменшуючи уразливість

¹ Згідно класифікації МВФ, до цієї групи країн відносять 153 країни світу – Джерело: Офіційний сайт МВФ URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/weodata/weoselagr.aspx#a200>.

економік. Загалом, більше фокусування на контролю за інфляцією та стабільний стан державного бюджету призвели до більшої стабільності економіки у світі, що формується.

Таке поступове посилення країн з ринком, що формується та з ринком, що розвивається, має важливий вплив на МВФ, його функціонування і управління. Протягом багатьох років Фонд можна було охарактеризувати, як установу, підпорядковану кредиторам розвинених країн, яка проводила нагляд з метою оцінки того, які країни з ринками, що формуються можуть зазнати криз та розробляла програми адаптації для тих, кому вона надавала позики. Тепер цей зв'язок став більш збалансованим, причому деякі розвинені країни знаходяться в скрутному матеріальному становищі, а країни з ринком, що формується та країни, що розвиваються забезпечують значну частину фінансування МВФ.

У зв'язку з цим, країни з ринком, що формується та країни, що розвиваються просять такого рівня представлення в межах структури управління МВФ, який би відповідав їхньому економічному становищу. Зростання економік цих країн призвело до розходження в поглядах щодо ключових елементів політики МВФ, які в минулому підпорядковувалися положенням розвинутих країн. Найбільш помітно, що ці дві групи мають різні погляди щодо бажаної гнучкості валютного курсу та повної мобільності капіталу. Це спричинило тиск на МВФ з метою адаптувати його поради відповідно до тепер більш різних поглядів його основних акціонерів. Крім того було змінено інструментарій надання позик МВФ з метою кращого пристосування до інтересів країн, що розвиваються, включно шляхом створення легко доступних інструментів типу «кредитних ліній» для кращого управління нестійкістю потоків капіталу.

3) Поглиблення економічного та валютного союзу в Європі.

Економіка єврозони є системоутворюючою і, таким чином, важливою для МВФ. Її сукупний ВВП складає 12 % світового, і вона є третьою найбільшою економікою у світі. Євро є другою за важливістю валютою в міжнародній валютній системі, контроль стабільності якої є завданням МВФ.

Світова фінансова криза виявила вади структури політики єврозони. Ця структура разом із динамікою інтеграції, яка збільшила взаємне піддавання ризику, підвищила уразливість в межах єврозони і потребувала пильного моніторингу. Крім того, серйозність та-

кої уразливості значною мірою ігнорувалася, що сприяло кризі в деяких країнах єврозони. На щастя, криза спонукала провести ряд реформ з метою подолання цих недоліків. Тепер єврозона виходить з кризи зі зміцненим управлінням та наглядом (особливо фіскальним та платіжного балансу), подальшою централізацією політики (особливо банківського нагляду) та системою антикризового управління (Європейський механізм стабілізації).

Криза а також вище перераховані фактори, допомогли виявити прогалини в структурі надання позик МВФ. Долати їх прийшлося поспіхом під тиском швидкої втрати країнами доступу до ліквідності за умов «зараження». МВФ проявив себе гнучким, прагматичним та швидким.

З поширенням кризи на Європу, країни єврозони були змушені сподіватися на допомогу від МВФ. Спочатку позики МВФ надавалися в першу чергу європейським країнам, що розвиваються. Проте як тільки відбулося загострення державної боргової кризи в деяких країнах єврозони, виявилось, що з часу обвалу Бреттон-Вудської валютної системи, МВФ вперше надає позики розвиненим країнам, і вперше за весь час – країнам системно важливого валютного союзу. Тому й розробка програми для країн єврозони була відмінною від розроблення програми для звичайних членів МВФ.

Перш за все, програма для Греції значно пом'якшила критерії виняткового доступу Фонду. Тренд в напрямку збільшення доступу почався десять років тому, коли масштабні програми для країн з ринком, що формується, які зазнали криз (найбільше Туреччина, Бразилія та Аргентина), визначали надання позик на початку 2000-х рр. Усвідомлюючи тренд в напрямку більших фінансових пакетів, МВФ визначив свою структуру виняткового доступу в 2002 р. шляхом встановлення чотирьох ключових критеріїв. Країна могла отримати позики виняткового доступу (більше 300% від квоти), лише якщо:

- ця країна-член зазнавала або потенційно могла зазнати виняткових впливів платіжного балансу на поточний рахунок (рахунок руху капіталів), що призводило до потреби фінансування Фонду, яка не могла бути задоволеною не перевищуючи нормальних меж;

- її рівень заборгованості був стабільним в середньостроковій перспективі;
- вона могла сподіватися мати повторний доступ до приватних ринків під час дії програми;
- програма ймовірно була б успішною.

Програма 2009 р. для Греції призвела до внесення змін до критеріїв виняткового доступу, так, що тепер, де існує ризик системних зовнішніх впливів (наслідків, побічних результатів), висока ймовірність стабільності заборгованості за середній строк перестала бути необхідною умовою виняткового доступу.

Насправді, системна винятковість вводилася як необхідна частина програми для Греції. З того часу МВФ припинив надання позик Греції через свої мотиви, хоча залишається залученим на технічному рівні, і було скасовано умову про пільги за наявності системного ризику.

Ще одним нетиповим моментом для МВФ став той факт, що позики були видані на досить тривалий строк. Усвідомлюючи те, що повернення позик країнам євро-зони займе багато років, програми для Греції, Португалії та Ірландії переросли в Систему розширеного фінансування – умови, які до цього використовувалися лише для країн з ринками, що формуються.

Після кризи в рамках МВФ відбулися значні зміни у сфері управління. У грудні 2015 року Конгрес США прийняв закон, що санкціонує реформи квот і управління МВФ 2010 року, і всі умови для їх реалізації були виконані в січні 2016 року. Ці масштабні історичні реформи є найважливішим кроком, який привів до зміцнення ролі Фонду, пов'язаної з підтриманням глобальної фінансової стабільності.

Проведення реформ, затверджених Радою управляючих в 2010 році, дозволило МВФ стати більш представницькою, сучасною організацією, яка зможе краще задовольняти потреби своїх держав-членів в ХХІ столітті.

Отож, наведемо підсумок реформ квот 2010 року:

- більше 6 відсотків квот перерозподілено на користь динамічних країн з ринком, що формується і країн, що розвиваються, а також від надмірно представлених країн до недостатньо представлених країн-членам;

- квоти всіх держав-членів МВФ збільшилися в результаті прийнятого підвищення ресурсів квот Фонду. Загальний обсяг ресурсів квот зріс приблизно до 477 млрд. СДР (приблизно 659 млрд. дол. США) з приблизно 238,5 млрд. СДР (приблизно 329 млрд. дол. США)¹;

- чотири країни з ринком, що формується (Бразилія, Китай, Індія і Росія) зараз входять в число десяти найбільших учасників Фонду, приєднавшись до Сполучених Штатів, Японії та чотирьох найбільших країн Європи (Німеччини, Італії, Великої Британії та Франції);

- Європейські країни з розвинутою економікою зобов'язалися скоротити своє загальне представництво у Виконавчій раді на два члени;

- вперше всі місця у Виконавчій раді будуть зайняті виконавчими директорами, обраними країнами-членами МВФ. Раніше п'ять місць у Виконавчій раді було зарезервовано для директорів, що призначаються державами-членами Фонду з п'ять найбільшими квотами.

Серед реформ, які були проведені в МВФ останнім часом, важливе місце займає перегляд кошика валют, які створюють СДР. 30 листопада 2015р. Виконавча Рада прийняла рішення, що юань Китаю виконав всі критерії для включення в кошик СДР, і з 1 жовтня 2016 р. включається в кошик СДР як п'ята валюта поряд з долларом США, євро, японською ієною і фунтом стерлінгів. Відповідно, змінилися і частки цих валют у кошику СДР (див. рис. 3.5 і рис. 3.6).

Здійснивши огляд основних змін в МВФ у світлі головних трендів глобальної економіки, стає очевидним, що ключові питання все ще залишаються невирішеними. Їх можна класифікувати за трьома суттєвими проблемами для МВФ: покращення підтримки його порад для країн (включаючи неупереджений розгляд); посилення легітимності та участі шляхом реформування членського представництва; подолання обмежень свого балансового звіту. Кожна з проблем, яка залишилась невирішеною, вимагає свого власного рішення, але ефективні рішення будуть взаємно посилювати одне-одне.

¹ International Monetary Fund. Annual Report. Find Solutions Together. 2016. URL: http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2016/eng/pdf/ar16_eng.pdf.

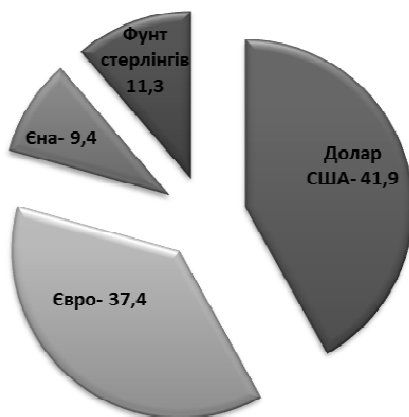


Рис. 3.5. Частки валют в кошику СДР, 2010, %

Примітка: побудовано автором на основі джерела: International Monetary Fund. Annual Report. Find Solutions Together. 2016. URL: http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2016/eng/pdf/ar16_eng.pdf.

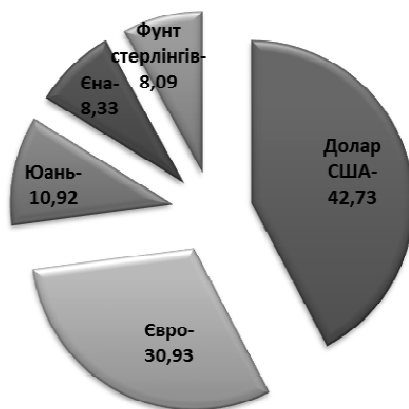


Рис. 3.6. Частки валют в кошику СДР станом на 1 жовтня 2016 р., %

Примітка: побудовано автором на основі джерела: International Monetary Fund. Annual Report. Find Solutions Together. 2016. URL: http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2016/eng/pdf/ar16_eng.pdf.

Ще однією міжнародною інституцією, діяльність якої варто проаналізувати є G20. Як відомо, світова економіка за останні роки зазнала фундаментальних змін. Після Другої світової війни Сполучені Штати Америки зайняли панівну роль, як в економічній сфері, так і в сфері безпеки. Однак, у кінці 1990-х років відбулася трансформація: країни, що розвиваються зайняли ключовий простір в торгівлі і фінансах. У цей час а світовій арені появилися нові гравці – Китай та Індія.

Зміна з поствоєнної системи з домінуванням США до мультиполярного світу з більш розсіяною економічною владою є очевидною. Однією з причин цього є зміна частки країн у світовому ВВП. Так, на початку 1990-х років США та інші країни G7 виробляли 51,2% світового ВВП, тоді як у 2015 їх частка зменшилася до 31.6%. За цей же період сумарний внесок у світове ВВП Китаю та Індії зріс з 7.7% до 24.3%¹.

Світова фінансова криза 2008 р. внесла суттєві зміни в управління світовими фінансами та поставила світ перед викликом зміни світового фінансового порядку та створення нових інституцій міжнародного рівня. Найважливішим уроком, який можна винести з світової фінансової кризи 2008-2009 рр. є те, що світова економіка є набагато більше інтегрованою, ніж декілька десятиліть тому. При цьому, фінанси, а не міжнародна торгівля, є серцевиною цієї інтеграції. Тому й виникла необхідність створення нової інституції для регулювання нових викликів, що постали перед світовою економікою внаслідок кризи 2008-09 рр. Нею й стала G20.

Дослідженню ролі G20 у реформуванні світових фінансів та фінансового порядку присвячено достатньо праць як вітчизняних, так і іноземних вчених. Так, Ніколас Верон у своїх публікаціях аналізує ефективність проведених G20 реформ і окреслює перспективи цієї Групи². Паола Субаччі та Стефан Пікфорд розглядають проблеми світового фінансового управління, показують роль та

¹ GDP at market prices. URL: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?page=1>.

² Veron N. The G20 financial reform agenda after five years. Bruegel policy contribution. ISSUE 2014. URL: http://www.un.org/en/development/desa/policy/news_events/2015April_FinancialReform.pdf.

можливості G20 його модернізації¹. Стейсі Грант розкриває роль G20 у регулюванні світового фінансового ринку².

Група двадцяти (G20) була заснована в 1999 р. у відповідь на проблеми, поставлені фінансовими кризами кінця 1990-х, зокрема Азійською фінансовою кризою. Ініціаторами створення G20 були міністри фінансів Великої Сімки (G7), які усвідомили необхідність ведення діалогу з країнами, що розвиваються з ключових питань економічної і фінансової політики. В даний час до числа країн, що входять в G20, відносяться країни G7, ЄС, а також Австралія, Аргентина, Бразилія, Індія, Росія, Індонезія, КНР, Мексика, Саудівська Аравія, Туреччина, ПАР і Південна Корея.

Група двадцяти реалізує свою діяльність у форматі міжнародних нарад міністрів фінансів і глав центральних банків, що представляють 20 економік: 19 найбільших національних економік і Європейський союз (ЄС).

У 2008 році через світову фінансову кризу, тодішній президент Франції Ніколя Саркозі і прем'єр-міністр Великої Британії Гордон Браун припустили, що G20 буде підвищено до саміту лідерів, і тодішній президент США Джордж Буш вирішив організувати його. Так, Вашингтонський саміт G20, що відбувся 15 листопада 2008 р. став першою в історії «Двадцятки» зустріччю на вищому рівні.

Лідери узгодили загальні принципи реформи фінансового ринку:

- посилення прозорості та підзвітності шляхом посилення необхідного розкриття інформації про складні фінансові продукти; забезпечення повної та точної подачі інформації фірмами щодо їх фінансового стану; і вирівнювання стимулів для уникнення надмірних ризиків;

- підвищення ефективності регулювання шляхом забезпечення жорсткого контролю над кредитними рейтинговими агентствами; розумне управління ризиками; і нагляд або регулювання всіх фінансових ринків, продуктів і учасників;

¹ Subacchi P., Pickford S. International economic governance: last chance for G20. Chatham House, 2015. URL: <https://www.chathamhouse.org/sites/files/chathamhouse/publications/research/20151113InternationalEconomicGovernanceG20SubacchiPickford.pdf>.

² Grant S. G. International financial regulation through the G20: the proprietary trading case study, 2015. URL: <https://www.law.georgetown.edu/academics/law-journals/gjil/recent/upload/zsx00414001217.PDF>.

- просування цілісності фінансових ринків шляхом запобігання маніпулюванню ринком і шахрайству, допомоги уникнути конфліктів інтересів, а також захисту від використання фінансової системи для підтримки тероризму, незаконного обігу наркотиків або іншої незаконної діяльності;

- зміцнення міжнародного співробітництва шляхом прийняття національних законів і нормативних актів, що б заохочували регулюючі органи бути більш послідовними, координувати та співпрацювати один з одним у всіх сегментах фінансових ринків.

- реформування міжнародних фінансових інституцій шляхом модернізації їх управління та членства, так, щоб країни з ринком, що формується і країни, що розвиваються мали більшу частку голосів і ширше представництво. Працюючи разом з ними можна буде краще визначити вразливі місця і передбачити стреси, і потім швидко діяти, щоб грати ключову роль в антикризових заходах¹.

За всю історія G20 вже проведено 13 саммітів на найвищому рівні (див. табл. 3.1).

Під час перших трьох зустрічей на найвищому рівні (у Вашингтоні в листопаді 2008 р.; в Лондоні в квітні 2009 р.; у Пітсбурзі у вересні 2009 р.), деякі лідери, в тому числі Франції Ніколя Саркозі і Сполученого Королівства Гордон Браун, проводили риторику, яка запропонувала наднаціональну роль в прийнятті рішень для G20, на відміну від координуючої ролі для рішень, прийнятих окремими юрисдикціями. Також у декларації саміту в Лондоні підтримали цю риторику, включивши такі фрази, як «Глобальна криза вимагає глобального рішення» і «добробут є неподільним». Проте, коли почуття глобальної загальної і безпосередньої небезпеки, яка панувала в 2008-09рр. розсіялося, скепсис взяв гору. Останні зустрічі G20 були описані як «церковні літургії релігії, в якій ніхто вже не вірить»².

¹ Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy. URL:<http://www.oecd.org/g20/summits/washington-dc/declarationofthesummitonfinancialmarketsandtheworldeconomy.htm>.

² Veron N. The G20 financial reform agenda after five years. Bruegel policy contribution, ISSUE 2014. URL: http://www.un.org/en/development/desa/policy/news_events/2015April_FinancialReform.pdf.

Таблиця 3.1

Самміти G20¹

Рік	Місце проведення
2017	Гамбург, Німеччина
2016	Ханчжоу, КНР
2015	Анталія, Туреччина
2014	Брисбен, Австралія
2013	Санкт-Петербург, Російська Федерація
2012	Лос Кабос, Мексика
2011	Канни, Франція
2010	Сеул, Корея
	Торонто, Канада
2009	Пітсбург, США
	Лондон, Велика Британія
2008	Вашингтон, США

Однак, на нашу думку, зараз вже можна відмітити, що у G20 відчутно прогрес не тільки в технічних аспектах роботи, але з точки зору стійкого впливу на правила і процедури для перетвореного глобального порядку.

Тривалий авторитет G20 спирається на її здатності залучати ключових членів до активної діяльності; координувати основні реформи міжнародних фінансових інститутів, розробляти прозорі механізми взаємної оцінки та забезпечення узгодженості в розробці і здійсненні політики.

Однак, стає все важче забезпечити стійку увагу керівництва на управлінні інституцією, так як криза відступає, в той час як потенційний поява окремих нарад в рамках G20 (на основі загального досвіду та односторонності) додатково руйнує колективний дух форуму. Тому й виникає потреба в самоідентифікації G20, у виробленні ефективного механізму взаємодії країн-членів та визначенні ролі у трансформації світового фінансового порядку.

Дискусійним є те, чи G20 – «механізм розподілу відповідальності» чи «механізм рівної участі»? Якщо заглибитися в історію походження G20, то фактично вона є розширеною версією G7. G20

¹ Summits G20. URL:<http://www.oecd.org/g20/summits/>.

імітує модель роботи G7 і дотримується філософії її роботи. Можна навіть сказати, що створення G20 було ініційовано G7, яка також вирішила, які країни і організації мають приєднатися для утворення G20.

Концепція G7 є прикладом «механізму розподілу відповідальності». З точки зору «розширення порядку», G20 слід розглядати як продовження G7 в «розділу відповідальності.» Але з точки зору країн з ринком, що формується, та країн, що розвиваються, G20 є безпрецедентною можливістю брати участь в глобальному управлінні. Вони будуть відноситися до G20 як до платформи рівної участі. Якщо строго слідувати «механізму розділу відповідальності», то G20 повинна бути актуалізованою і мати фіксоване членство, і мати ту ж міжнародну владу як G7. Група 20 повинна побудувати багаторівневу структуровану систему управління, зробити її інституціоналізованою і бюрократизованою, поступово розширити власні функції, вийшовши за межі просто саміту лідерів. Якщо ж використовувати «механізм рівної участі», то кожна зі сторін повинна мати рівне право на участь, і учасники можуть брати участь відповідно до певних правил. Рішення повинні вирішуватися шляхом голосування.

«Механізм розподілу відповідальності» чи «механізм рівної участі»? Це насправді найважливіше питання, з яким стикається G20. Відповідь на це питання визначає основні структурні проблеми, як то, якою буде позиція G20 в міжнародному порядку, яке буде членство, і який вплив воно матиме. Це також вирішує майбутнього розвитку і реформ напрямом G20. Глобальне управління стикається з небезпекою відсутності механізму проектування верхнього рівня.

Проблемною стороною G20 є ще й те, що її структура більше схожа на схему діалогу для «G7 + 12» (ЄС враховано в G7). Країни G7 взаємопов'язані між собою, з добре налагодженими зв'язками, з високими можливостями ефективного управління, в той час, як інші країни окремо ведуть перемовини з G7.

Також, фактично G20 включає в себе народи БРІКС і МІКТА (Мексика, Індонезія, Південна Корея, Туреччина та Австралія), але їх управління є набагато слабшим, ніж G7. Зв'язок між країнами БРІКС і народами МІКТА побудовані тільки через непрямі канали, як МВФ.

Ще одним цікавим аспектом, що заслуговує на увагу, є надмірне представництво Європи у функціонуванні глобальної інститу-

ційної системи, в тому числі і в G20, і, відповідно, недопредставлення інших країн, зокрема Китаю (див табл. 3.2).

Таблиця 3.2

Розподіл окремих показників між регіонами, 2014

	Європа	США	Китай	Інша частина Азіатсько-Тихо- океанського регіону	Решта світу
ВВП	24%	22%	12%	20%	22%
Банківські активи	43%	12%	15%	20%	10%
Фінансові активи	29%	34%	10%	17%	10%
Члени Ради з фінансової стабільності (FSB)	40%	7%	6%	24%	23%
Члени Керуючого Комітету FSB	46%	10%	2%	22%	20%
Керівні посади в глобальних організаціях	60%	7%	0%	20%	13%
Представництво в органах управління глобальних організацій	82%	18%	0%	0%	0%

Джерело: ^{1, 2}

Такий стан речей можна пояснити різними причинами, і не всі з них дають право звинувачувати у цьому країни Європи. Однак виникає ризик різних рівнів готовності до глобальної програми реформ в різних країнах. Навіть, незважаючи на виправлення цих інституційних дисбалансів, такий стан речей може привести до роз'єднання шляхом дій деяких зацікавлених сторін. Тому у найближчій перспективі варто забезпечити більшу роль країнам, що розвиваються у міжнародному управлінні. Флагманом у цьому може стати Китай.

¹ IMF World Economic Outlook database. 2014. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/weodata/index.aspx>.

² Veron N. The G20 financial reform agenda after five years. Bruegel policy contribution, ISSUE 2014. URL: http://www.un.org/en/development/desa/policy/news_events/2015April_FinancialReform.pdf.

3.2. Імперативи формування інституційного середовища нового світового фінансового порядку

Сфера глобальних фінансів, як найдинамічніший сегмент світового господарства, в епоху глобалізації дедалі більшою мірою набуває незалежного й автономного, відносно механізмів національного макроекономічного регулювання, статусу. Йдеться насамперед про її вирішальний вплив на формування глобальних параметрів грошових агрегатів та нагромадження у сучасній світогосподарській системі фінансових дисбалансів, впоратися з якими у нинішньому форматі міжнародного фінансового порядку украй важко, а почасти й неможливо. Це не тільки значною мірою модифікує традиційні теоретичні підходи щодо оцінки кількісно-якісних показників світової фінансової рівноваги, економічної ефективності й міжнародних конкурентних відносин, але й підвищує вразливість національних фінансових систем перед глобальними викликами і загрозами з причин суттєвого «розмивання» фінансового суверенітету країн у частині реалізації незалежної грошово-кредитної, монетарної та валютної політик.

Більше того, у сучасному глобальному просторі суттєво посилюється зв'язок між фінансовою кризою, глобальною кліматичною та продовольчою проблемами, що вимагає з боку світової наукової думки підвищеної уваги. Йдеться про те, наявні глибокі асиметрії у рівнях соціально-економічного розвитку країн стають причиною значних міжкраїнових диференціацій у вартісних обсягах і структурних характеристиках акумульованих їхніми національними економіками фінансових активів. Таким чином, для подолання цієї потрійної кризи країни, особливо ті, що розвиваються, потребують ресурсів для обслуговування реальних інвестиційних процесів. Хоча певну частку існуючого браку у фінансових ресурсах можна компенсувати за рахунок внутрішнього нагромадження капіталу, однак дедалі більшою мірою зростає роль зовнішнього фінансування національних економік. Воно репрезентовано транскордонними потоками офіційного і приватного капіталів, які відкривають економічним агентам різної національної належності безпрецедентні можливості міжрегіонального перерозподілу свого капіталу у відповідності до потреб його більш прибуткового вкладення, а та-

кож включитись у глобальний рух фінансових технологій й інновацій. Даний механізм лежить в основі формування у глобальному просторі вищою мірою гомогенного й транспарентного фінансового середовища функціонування глобального бізнесу, глибокої інтеграції товарних і фінансових ринків, а також випереджальної динамізації транскордонної мобільності фінансового капіталу. Достатньо сказати, що тільки з 1990 р. до 2014 р. вартісний обсяг глобальних фінансових активів зріс у 5,2 рази (з 56 до 294 тлрн. дол. США), у тому числі вартість несек'юритизованих кредитів збільшилась майже утричі (з 23 до 62 тлрн), сек'юритизованих кредитів – усемеро (з 2 до 14 тлрн), корпоративних облігацій нефінансового сектору – удесятеро (з 3 до 31 тлрн), а облігацій фінансових інституцій – майже увосьмеро (з 8 до 60 тлрн)¹.

Між тим, глобальна фінансова криза 2007-2010 рр. дещо загальмувала транскордонні потоки фінансового капіталу, що на тлі одночасного зниження податкових надходжень до національних бюджетів більшості країн світу, спричинило значне «звуження» фінансової ресурсної бази для нівелювання негативного впливу на національні економіки потрійної кризи. Вищезазначені виклики національним економікам є другорядними у світовій політиці, що відображає глибокі провали у загальносвітовій системі розв'язання глобальних проблем людства. На нашу думку, глибокі структурні зміни у розвитку міжнародної фінансової системи з домінуванням глобальних форм її функціонування актуалізують якісно нову місію нового світового фінансового порядку (рис. 3.7).

У своєму найбільш концентрованому вираженні він зводиться до:

1) забезпечення стійкості світової та національних фінансових систем як їх здатності зберігати поточний стан, стабільні параметри розвитку, показники і оптимальні пропорції навіть за наявності впливу глобалізаційних чинників²;

¹ Lund S. Financial Globalization: Retreat or Reset? McKinsey Global Institute, March 2013. P. 2.; Sam Ro. Here's what the \$294 trillion market of global financial assets looks like. Business Insider, February 11, 2015. URL: <http://www.businessinsider.com/global-financial-assets-2015-2#ixzz3g59m5Fic>.

² Франція в глобальному мирі: поиск конкурентной стратегии: монографія. К.: ДАУ, 2017. С. 50.

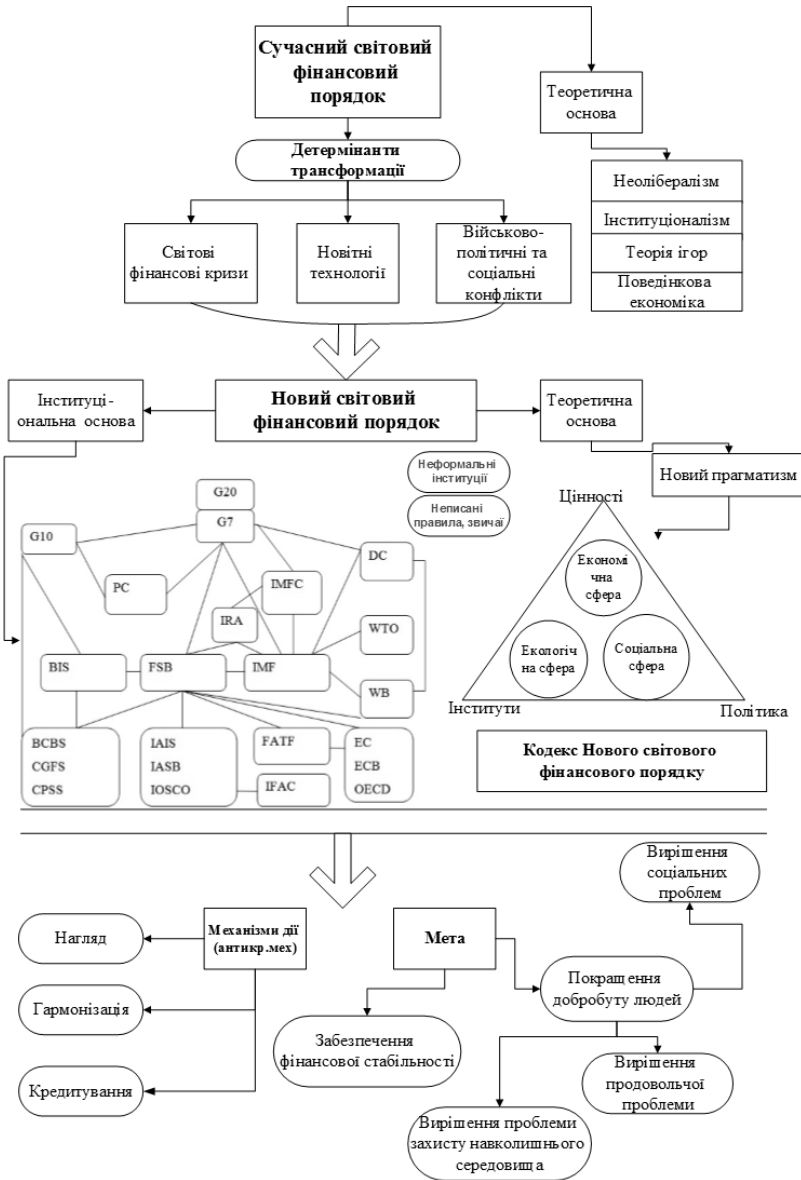


Рис. 3.7. Модель трансформації світового фінансового порядку

Джерело: розроблено автором

2) підвищення матеріального добробуту населення усіх країн світу, у тому числі на основі ефективного вирішення проблеми захисту навколишнього середовища; розв'язання продовольчої і найбільш насущних соціальних проблем.

На рис. 3.7 схематично представлено процес трансформації діючої на сьогодні моделі світового фінансового порядку у його нову, глобальну, модель. Її прикметними ознаками є системна модернізація усіх структурних підсистем світових фінансів – акумуляції і перерозподілу глобального фінансового капіталу, діючих механізмів трансформації сукупних заощаджень в інвестиції, механізми функціонування національних банківських систем і фондових ринків, національних режимів курсоутворення, інструментів формування глобальної валютної ліквідності тощо. Зростаюча у глобальних умовах турбулентність світового інституційного середовища та наростаюча контрадикторність економічних інтересів основних акторів світової фінансової системи спричиняють подальше розроблення й імплементацію альтернативних форм і видів їх інституційної взаємодії у контексті нівелювання ключових вад і вузьких місць традиційної державоцентристської моделі¹ світового фінансового порядку та підвищення рівня спроможності міжнародної правової системи урегулювати перерозподіл країнових сил на фінансовій карті світу.

Своєю чергою, теоретичним арсеналом, здатним найбільш повно пояснити філософію становлення глобальної моделі світового фінансового порядку з погляду його рушійних сил, векторної спрямованості і механізму, є такі теорії як: неолібералізм, інституціоналізм, теорія ігор та поведінкова економіка. При цьому формування такої моделі є закономірним результатом синергійної дії імперативів трансформації світового фінансового порядку (світові фінансові кризи, новітні технології та військово-політичні та соціальні конфлікти). На нашу думку, глобальна модель міжнародного фінансового порядку базуватиметься на теорії нового прагматизму, функціонуватиме на основі відповідного Кодексу й інституціоналізувати-

¹ Антициклічне регулювання ринкової економіки: глобалізаційна перспектива: монографія / Д. Г. Лук'яненко, А. М. Поручник, Я. М. Столярчук [та ін.]; за заг. ред. д-ра екон. наук, проф. Д. Г. Лук'яненка та д-ра екон. наук, проф. А. М. Поручника. К.: КНЕУ, 2010. С. 247.

меться на якісно нових функціональних повноваженнях і системі взаємодії глобальних інститутів фінансового менеджменту.

У розбудові глобальної моделі світового економічного порядку пріоритезуються питання, пов'язані з розробкою якісно нових організаційно-функціональних форм і наднаціональних механізмів конвергенції економічних інтересів країн, національних регуляторних політик, а також імплементацією дієвого санкційного інструментарію проти тих, хто порушує правила гри глобальної фінансової системи. Особливої уваги при цьому заслуговують принципи, на яких він має базуватись. Це – верховенство міжнародного права, домінування глобальних фінансових інтересів над національними, недискримінаційність доступу країн до глобальних фінансових ресурсів, субсидіарність і фінансова солідарність держав, транспарентність ухвалення глобальних управлінських рішень у сфері міжнародних фінансів, розширення впливу на цей процес країн з великомасштабним нагромадженням фінансового капіталу. Інакше кажучи, новий світовий фінансовий порядок має бути заснований на мультицивілізаційному фундаменті, де серед провідних центрів сили будуть представлені не тільки західна, але і інші цивілізації. В результаті цього виникне багатополярність в глобалізованому світі, що охоплює не тільки (всі країни, а й численні недержавні сектори. Створення нової парадигми пов'язане, перш за все, з інтересами країн, що розвиваються, які в більшості своїй «проповідують ідею» справедливого світоустрою, тобто «нового порядку», який передбачає багатополярний світ і необхідність кардинальних змін і «справедливості для всіх». Однак всі перераховані вище процеси будуть ускладнюватися бажанням країн-лідерів залишити «старий світопорядок» зі збереженням свого статус-кво.

Поетапно розглянемо кожен з вищеперерахованих елементів моделювання.

Так, теоретичною основою нового світового фінансового порядку ми пропонуємо вважати новий прагматизм, ідеологом якого є відомий польський учений і державний діяч Гж. Колодко.

Гж. Колодко пропонує дотримуватися парадигми суспільного розвитку, вибудовану у вигляді трикутника «цінності – інститути – політика», параметри якого найбільш врівноважені в соціальному, екологічному, економічному плані, і бачить також сенс в тому, щоб якнайшвидше перебудувати інститути, що визначають функціону-

вання світового господарства, оскільки вони повинні виконувати роль координатора на наднаціональному рівні, спираючись на кардинально нові способи і інструменти здійснення політики¹ (рис. 3.8).

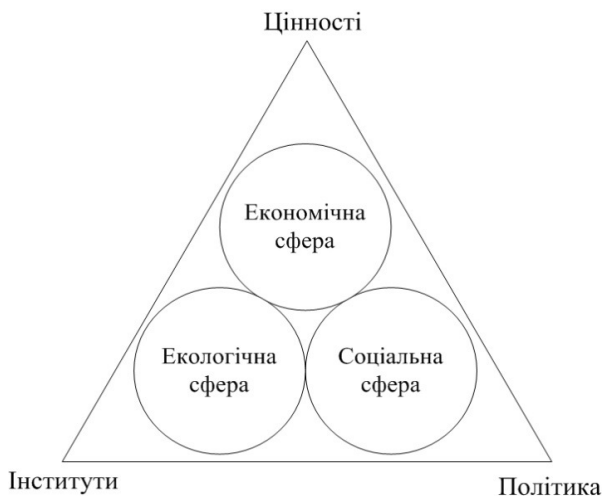


Рис. 3.8. Графічна інтерпретація парадигми соціального розвитку Гж. Колодка

Джерело: складено автором на основі: Колодко Г. В. Глобалізація, трансформація, кризис – что дальше? М.: Магістр, 2015. С.136.

Він вважає, що ефективною може бути лише та стратегія розвитку і та економічна політика, яка базується на коректній економічній теорії. Запропонована Гж. Колодко *теорія збігу обставин розвитку* відповідає неортодоксально і цілісно на запитання, що від чого залежить в довгострокових процесах розвитку. В свою чергу, *новий прагматизм* – це нормативний підхід, який демонструє, як, виходячи з теорії збігу обставин розвитку, можна збудувати краще майбутнє².

¹ Колодко Г. В. Глобалізація, трансформація, кризис – что дальше? М.: Магістр, 2015. С.136.

² Там само. С.136.

Гж. Колодко виділяє вісім головних рис теорії збігу обставин розвитку:

1) відмова від будь-якого догматизму, як інтелектуального корсету і фактору, який занадто односторонньо направляє пошук відповіді на конкретні питання;

2) неприйняття сліпого підпорядкування будь-якій ідеології чи політичній лінії, однак, пошуки об'єктивної істини без поступок банальним і консенсуальним істинам;

3) відмова від спроб створення універсальної теорії економічного зростання і переключення уваги на специфічні риси явищ і процесів, які нерозривно пов'язані з макроекономічним відтворенням;

4) міждисциплінарний підхід, який накладає на хід економічних думок знахідки із інших областей, інших наук, особливо географії, права, соціології, психології, футурології, науки про управління, науки про Інтернет;

5) широке застосування порівняльного методу економічного аналізу;

6) переміщення в багатовимірному просторі, складовими якого є конкретні виміри: історичний, географічний, культурний, інституціональний, політичний, соціальний і проблемний;

7) відділення цілей діяльності від засобів їх досягнення;

8) інструментальна гнучкість, відкрита для різнопланових пошуків запобіжних заходів, які підходять для конкретної специфічної ситуації¹.

Новий Прагматизм вимагає добре зваженої ролі держави і міждержавної координації економічної політики, які повинні коригувати ринкові механізми, а іноді і зміцнювати їх.

Слід також оптимізувати сферу і інструменти державного інтervenціоналізму і разом з тим не плутати засоби господарської політики з її цілями. Невтомна турбота про рівновагу в усіх її проявах – дуже важливе питання, але це всього лише засіб політики, а метою її є розвиток. Урівноваження економіки має сприяти цьому розвитку, а не гальмувати його.

¹ Колодко Г. В. Глобализация, трансформация, кризис – что дальше? М.: Магистр, 2015. С.137.

Гж. Колодка визначає три непорушні принципи Нового прагматизму – кожна дія повинна бути рентабельною, легальною, не може бути неморальною. В той час, на його думку, повинно бути рентабельно, має бути легально, може бути неморально – це три канони неолібералізму. Тобто, Новий прагматизм є принциповою альтернативою неоліберальній течії, яка вже скомпрометувала себе.

Також важливим акцентом у Новому прагматизмі є задоволення потреб людей при їх повному «задоволенні життям». Це цілі розвитку, відповідно до цінностей Нового прагматизму. Зростання ВВП – це засіб досягнення мети, а не мета. Саме час високорозвиненим країнам йти від максимізації доходу, і перш за все – від роздування ВВП.

Гж. Колодка запропонував інший вимірник господарського прогресу, визначаючи його як Інтегрований Показник Благополуччя (ІПБ) – як поштовий індекс, який вказує, в який бік направлятися, щоб не загубитися. Лише частково він залежить від ВВП, оскільки цінність такого комплексного показника визначають і інші фактори. Детальніше ІПБ складається з:

- 1) рівня ВВП (40%);
- 2) суб'єктивної сфери самопочуття, пов'язаної із загальним ступенем задоволення життям (в тому числі і рівнем соціальних послуг), а також з оцінками подальших перспектив (20%);
- 3) оцінки стану навколишнього природного середовища (20%);
- 4) оцінки вільного часу і культурних цінностей, що його наповнюють (20%).

Ми цілком поділяємо думку, що ВВП, як показник розвитку економік країн, вже давно є неактуальним і не відображає реальної ефективності регуляторних заходів та задоволення людей життям.

Однак, варто розуміти, що в пропозиціях Гж. Колодка мова йде не про деталі, а про напрямки пошуків. Вихід із нинішньої складної ситуації умовний, оскільки він є імперативом визначення цілей економічного розвитку.

На основі концепції Нового прагматизму нами розроблено Кодекс світового фінансового порядку та принципи його функціонування.

Н. Кравчук вже висувала ідею розробки такого кодексу, під яким вона розуміла сукупність загальноприйнятих принципів, уз-

годжених правил, морально-етичних норм поведінки у геофінансовому просторі¹.

У сучасному світовому господарстві в умовах фінансової глобалізації назріла гостра необхідність у створенні іншої ідеології світового фінансового порядку з принципово іншим науковим підходом. Подібний формат передбачає кардинальні заходи в перебудові існуючої системи регулювання та нагляду на фінансових ринках і глобальний перегляд усієї фінансової інституційної основи, аж до заміни моновалютний доларової системи на світову валюту нового типу. Механізм прийняття рішень в даному контексті має включати в себе національний, регіональний і, відповідно, глобальний рівні і враховувати інтереси як розвинених, так і країн, що розвиваються.

Домінантою інституційного розвитку світового фінансового порядку виступає гармонізація регулюючих функцій міжнародних фінансових інститутів з урахуванням наслідків останньої світової фінансової кризи. У роботі доведено, що необхідність скоординованих дій наднаціональних регуляторів викликана факторами, що взаємопосилилися: швидким розвитком фінансових інновацій, скороченням державного регулювання, міжнародною фінансовою інтеграцією.

З урахуванням досягнутого рівня розвитку міжнародних фінансових відносин, особливої уваги заслуговує формування установлених інституційних передумов розбудови системи глобального управління міжнародними фінансами. Важливу роль у даному процесі можуть відіграти ефективні макроекономічні важелі національного рівня у їх органічному поєднанні з інструментами глобального фінансового управління за участю відповідних світових інституцій². У своїй синергійній дії вони будуть здатними забезпечити досягнення вагомого стабілізаційного ефекту та врівноваження

¹ Кравчук Н.Я. Фінансові дисбаланси світової економіки в умовах асиметрій глобального розвитку: дис. ... д-ра екон. наук : 08.00.02. Тернопіль: ТНЕУ, 2014. С.330.

² Антициклічне регулювання ринкової економіки: глобалізаційна перспектива: монографія / Д. Г. Лук'яненко, А. М. Поручник, Я. М. Столярчук [та ін.]; за заг. ред. д-ра екон. наук, проф. Д. Г. Лук'яненка та д-ра екон. наук, проф. А. М. Поручника. К.: КНЕУ, 2010. С. 249.

глобальної фінансової системи, що безсумнівно належить до стратегічно важливих для світового співтовариства на найближче десятиліття. Так, у рамках інституціоналізації світового фінансового порядку необхідно реформувати G20 задля посилення її ролі у глобальному антикризовому регулюванні, забезпеченні надійної системи фінансових «амортизаторів» пом'якшення впливу на світову фінансову стабільність глобальних потрясінь, фінансових шиків та перманентних коливань кон'юнктури світових фінансових ринків. G20 досі багато в чому була «тимчасовим механізмом переговорів»: немає постійних інститутів, ніякої обов'язкової сили і ніяка впливу на виконання. Тому необхідно перетворити G20 з тимчасового механізму для боротьби з міжнародною фінансовою кризою в основну платформу для міжнародного економічного співробітництва, а також від тимчасового форуму в постійно діючу міжнародну організацію.

У світлі цього, G20 слід розглянути питання про створення постійного секретаріату для кращої координації між членами держав їх макроекономічної політики, фінансової політики і політики в галузі фінансового регулювання. Необхідно продумати план і графік інституціоналізації G20. Інституціоналізація G20 оновить свою роль від скоординованого стимулу зростання, від короткострокової реакції на довгострокове управління, а також від пасивної реакції на активного планування.

G20 залишається в стадії становлення, проте необхідний подальший прогрес у проведенні реформ. Значна частина основного порядку денного Групи 20 у галузі міжнародного фінансового регулювання і координації макроекономічної політики вимагають постійної уваги. Дія то повинно залишатися швидким, якщо він повинен пройти випробування архітектурної реформи.

У рамках G20 одна група держав розглядає питання реформування світової фінансової системи, а інша – світової фінансової архітектури. Відповідно, провідні країни зацікавлені саме в реконструкції (а не в створенні нової глобальної фінансової системи) з виробленням системних регуляторних та наглядових механізмів, що сприяють її більш стійкому розвитку і протидії майбутнім кризам. В основі ідеології лідерів G20 лежить збереження існуючого порядку (Статус-кво) з урахуванням інтересів старої фінансової елі-

ти. Країни, що розвиваються, в свою чергу, представляють інтереси іншого порядку, який передбачає багатополарний світ і необхідність створення нового світового фінансового порядку. В основі їх ідеології виступає справедливість світового порядку з вирівнюванням загального балансу.

Свою чергою, Міжнародний валютний фонд як інституційна основа глобальної фінансової системи концентрується на виконанні доволі обмежених функцій щодо зменшення тривалості протікання і нівелювання нерівноваги у міжнародному балансі розрахунків держав-членів, забезпечення стабільності валютних курсів, а також регулювання, фінансування, нагляд і консультування держав-членів у сфері валютно-фінансових відносин. При цьому з року в рік всі ми стаємо свідками поглиблення трьох основних структурних проблем функціонування МВФ, що пов'язані з підвищенням якості розроблюваних ним консультаційних послуг для країн (включаючи неупереджений розгляд); посиленням легітимності та участі шляхом реформування членського представництва; подоланням обмежень свого балансового звіту. Кожна з проблем, яка залишилась невирішеною, вимагає свого власного рішення, але ефективні рішення будуть взаємно посилювати одне-одне.

У рамках розбудови глобальної моделі світового фінансового порядку, заснованого на новому прагматизмі, Міжнародний валютний фонд має бути наділений якісно новими функціональними повноваженнями у сфері розробки і впровадження системи довготермінового глобального фінансового планування, формування наднаціональних фондів страхування фінансових ризиків, а також розширення національних і міжнародних фінансових резервних і стабілізаційних фондів¹. З другого боку, з огляду на поглиблення в останні десятиліття глобальних асиметрій у міжрегіональному розподілі міжнародного боргу і кредиту, нагромадженні і споживання фінансового капіталу на сьогодні значною мірою актуалізується питання щодо запровадження на інституційній платформі міжнародних валютно-фінансових організацій дієвої системи міжнародної фінансової відповідальності країн за нарощування зовнішніх

¹ Антициклічне регулювання ринкової економіки: глобалізаційна перспектива: монографія / Д. Г. Лук'яненко, А. М. Поручник, Я. М. Столярчук [та ін.]; за заг. ред. д-ра екон. наук, проф. Д. Г. Лук'яненка та д-ра екон. наук, проф. А. М. Поручника. К.: КНЕУ, 2010. С. 257.

боргів і надспоживання фінансового капіталу. Крім того, на часі сьогодні й імплементація ефективних механізмів моніторингу нагромадження кризових явищ у національних і регіональних фінансових системах з прогнозуванням перспективних трендів міжнародних фінансових криз і розробленням ефективних механізмів антикризового управління.

Така постановка проблеми висуває на порядок денний питання трансформації середовища аналітиків МВФ, які впливають на економіки країн-боржників на експертне середовище з лише з консультативною функцією. З метою посилення незалежності експертів МВФ, для зменшення політичної складової у їхньому прийнятті рішень, слід продовжити реформу управління МВФ. Також варто збільшити відкритість Виконавчого комітету. Оскільки Виконавчий комітет є механізмом, за допомогою якого уряди країн здійснюють нагляд за роботою Фонду, то опубліковані письмові або усні заяви виконавчих директорів, призводили б до більшого проявлення прихованого політичного тиску. Оприлюднюючи свої погляди, виконавчі директори та уряди держав несли б відповідальність. Публічне обговорення порад щодо політики, які викликають дискусії, могло б забезпечувати зворотній зв'язок з розробниками національної політики і, зрештою, забезпечувати винесення кращих рішень Виконавчого комітету. Таким чином, більша відкритість могла б сприяти винесенню рішень, які узгоджуються з найкращими довгостроковими інтересам МВФ.

Характеризуючи напрями реформування Міжнародного валютного фонду у контексті формування нового міжнародного фінансового порядку, не можна оминати увагою і зміни статусного потенціалу Спеціальних прав запозичень з обмеженого формату щодо розрахункової грошової одиниці МВФ і деяких інших міжнародних організацій до розширеного формату стимулювання макроекономічного зростання та валюти міжнародних розрахунків. З цією метою розмір емісії СПЗ має бути суворо обмежений товарною метаморфозою, обміном товарів і утворенням боргових зобов'язань¹.

¹ Антициклічне регулювання ринкової економіки: глобалізаційна перспектива: монографія / Д. Г. Лук'яненко, А. М. Поручник, Я. М. Столярчук [та ін.]; за заг. ред. д-ра екон. наук, проф. Д. Г. Лук'яненка та д-ра екон. наук, проф. А. М. Поручника. К.: КНЕУ, 2010. С. 257.

Для забезпечення транспарентного й ефективного представництва в МВФ, можна запропонувати ряд заходів. Зокрема, залучити до роботи Фонду осіб міністерського рівня через Міжнародний валютний і фінансовий комітет, що збільшить легітимність установи шляхом безпосереднього залучення національних політиків до визначення стратегічної політики та пріоритетів установи. Як альтернатива, МВФ міг би розробити новий тип формальних відносин, зокрема з монетарними союзами – їхніми політичними органами та членами. Використовуючи наукові розробки Д. Норта й інших учених-інституціоналістів, можна зробити висновок, що функціонування інституційного фінансового середовища забезпечується інституціями (організаціями) за допомогою застосування запроваджених ними механізмів впливу на стан фінансових інститутів, які, в свою чергу, зумовлюють необхідність створення й структури відповідних інституцій (рис. 3.9).

Рисунок 3.9 ілюструє запропонований нами підхід, який передбачає посилення ролі «Великої двадцятки» у вирішенні глобальних проблем людства шляхом переходу до нового світового фінансового порядку. У межах цієї неформалізованої організації можуть формуватися завдання та порядок денний, який зможуть деталізувати «Велика сімка» та «Велика десятка», до яких входять країни, які мають найбільший геополітичний вплив на процеси, як усередині окремих регіонів, так і на глобальному рівні. Існуючі міжнародні організації, зокрема фінансового спрямування, повинні трансформувати свої функції у напрямку забезпечення подолання потрійної кризи, зазначеної нами. Будь-яка міжнародна фінансова інституція (організація), починаючи з МВФ, Групи Світового Банку та завершуючи регіональними (міжнародними) структурами (Європейський Центральний Банк), а також національними установами (Центральні банки) повинні у своїх установчих документах містити згадування про основоположні цілі, а саме протидія фінансовій, соціальній та екологічній кризам, які у своєму поєднанні загрожують підірвати налагоджені міжнародні торговельні та в широкому значенні соціально-економічні зв'язки.

На рисунку 3.9 нами чітко проведено розмежування між інституціями, фактично синонімом формалізованих та неформалізованих організацій, та інститутами у широкому сенсі, тобто формальними та неформальними «правилами гри», які визначаються в цьому контексті основоположні принципи побудови нового світового фінансового порядку.

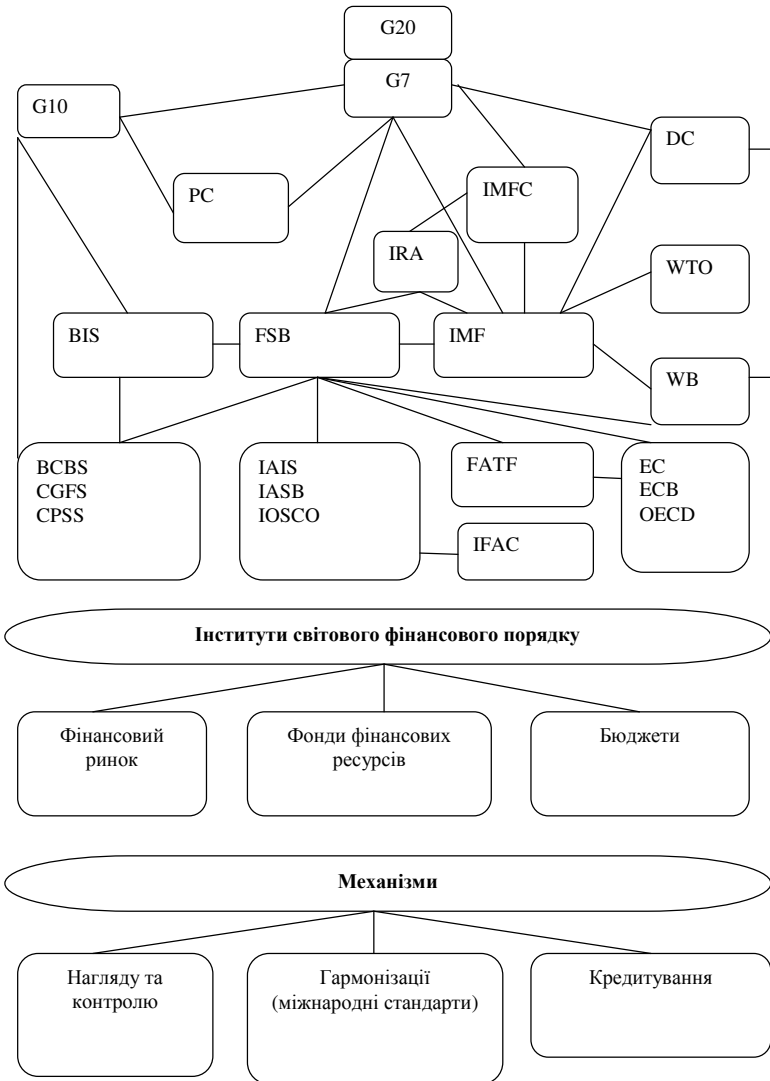


Рис. 3.9. Інституційне середовище світового фінансового порядку

Розроблено автором

Примітки:

BIS – Банк міжнародних розрахунків

BCBS – Базельський комітет по банківському нагляду

CGFS – Комітет з глобальної фінансової системи
CPSS – Комітет з платіжних і розрахункових систем
DC – Комітет з розвитку
EC – Європейська Комісія
ECB – Європейський Центральний Банк
FATF – Міжнародна група з протидії відмиванню брудних грошей
FSB – Рада з фінансової стабільності
G7 – включає Канаду, Францію, Німеччину, Італію, Японію, Велику Британію, і США
G10 – включає G7 та Бельгію, Нідерланди, Швецію і Швейцарію
G20 – включає та Аргентину, Австралію, Бразилію, Китай, ЄС, Індію, Індонезію, Мексику, Росію, Саудівську Аравію, ПАР, Корею і Туреччину
IAIS – Міжнародна асоціація страхового нагляду
IASB – Рада з міжнародних стандартів фінансової звітності
IFAC – Міжнародна федерація бухгалтерів
IMF – Міжнародний валютний фонд
IMFC – Міжнародний валютний і фінансовий комітет
IRA – Міжнародні рейтингові агентства
IOSCO – Міжнародна організація комісій з цінних паперів
OECD – Організація економічного співробітництва і розвитку
PC – Паризький клуб
WB – Світовий Банк
WTO – Світова організація торгівлі

У зв'язку з цим, нами «фінансовий ринок», «фонди фінансових ресурсів» та «бюджети» трактуються як інститути, тобто певні абстракції, які визначають порядок взаємодії суб'єктів, акторів, на глобальному рівні фінансової взаємодії. На нашу думку, будь-яка транзакція на глобальному фінансовому ринку повинна бути проведена через призму виконання основного завдання, а саме протидії настанню потрібної кризи неодноразово згадуваної нами. Подібний аудит відповідності основоположним цілям повинен проводитись на рівні формування централізованих і децентралізованих фондів фінансових ресурсів, а також прийняття бюджетів на регіональному, національному, міжнародному (бюджети інтеграційних утворень) та глобальному рівні.

З цією метою нами пропонується використання таких механізмів, як нагляд і контроль, гармонізації (міжнародні стандарти), а

також кредитування. В основу системи міжнародних стандартів доцільно покласти зокрема такий перелік¹:

1) стандарти про характер фінансових інструментів і діяльність ринкових інституцій; фінансова звітність; інформація про великі операції, злиття та поглинання; дані про керівництво компаній, його професіоналізм, досвід роботи й характер винагороди; інформація про великих власників та інших осіб, що впливають на прийняття рішень;

2) стандарти операцій з позабіржовими фінансовими інструментами, що не регулюються та не обліковуються на банківських балансах, зокрема кредитно-дефолтні свопи;

3) інформація про осіб, які приймають рішення стосовно емісії фінансових інструментів;

4) стандарти публічності та гласності стосовно недобросовісних менеджерів і власників компаній фінансового й реального секторів, дії яких спричинили банкрутства чи невиконання контрактів;

5) стандарти міжнародного оперативного обміну інформацією регулюючих органів стосовно діяльності фінансово-промислових груп;

6) стандарти посиленого нагляду за хедж-фондами стосовно розкриття інформації про трансакції та взаємодії з комерційними банками;

7) стандарти транспарентності регуляторів, особливо в питаннях призначення чиновників і прийняття регуляторних рішень;

8) стандарти інформування про винагороду керівників компаній;

9) стандарти прозорості ціноутворення на енергоносії;

10) стандарти відповідальності керівництва за недостовірну інформацію.

Уніфікації наднаціонального контролю та регулювання перешкоджають значні національні відмінності в бухгалтерському обліку та фінансовій звітності, які, як правило, не відображають стан розвитку економічного сектору та світової практики, а є проявами інституціалізації традиції та історичної спадщини², яка часто зава-

¹ Юрій С. Новий світовий економічний порядок: історія, теорія, напрямки формування. Журнал європейської економіки. 2009. № 4. С. 364-365.

² Новий світовий економічний порядок та глобальні виклики для України: моногр. / В. Козюк, А. Крисоватий, Є. Савельєв та ін.; за наук. ред. проф. А. Крисоватого і Є. Савельєва. Тернопіль: ТНЕУ, 2014. С. 31.

жає впровадженню нових більш ефективних та адекватних реаліям постіндустріального суспільства підходів.

Інституціоналізація нового світового фінансового порядку не можлива без перетворення глобальних фінансових ресурсів на джерело фінансово-економічних, соціальних та екологічних змін на національному, міжнародному та глобальному рівнях. Для цього будь-який кредит, який буде виділятися реформованим МВФ, обов'язково повинен мати умовою аналіз впливу використання виділених коштів на соціально-економічний та екологічний стан країни-боржника. Для спрощення проведення нагляду та контролю, який поєднуватиме зусилля національного та наднаціонального рівнів, доцільною є гармонізація інституційного середовища країн-учасниць шляхом прийняття уніфікованих міжнародних стандартів, у тому числі Кодексу Світового Фінансового Порядку, основні риси якого будуть наведені нами нижче.

Інституціоналізація нового світового фінансового порядку повинна подолати існуючі «моральні ризики», які з'являються «внаслідок асиметрії інформації до або після підписання договору, коли наявні розбіжності між користю індивіда (індивідуальна раціональність) та добробутом спільноти чи суспільства (колективна раціональність)»¹. На міжнародному та глобальному рівні окремі суб'єкти (великі транснаціональні корпорації, об'єднання країн, окремі країни) намагаються нав'язати дії, які можуть шкодити середньостроковим і довгостроковим інтересам слабших партнерів, використовуючи тимчасову відсутність вибору для останніх (інші кредитори відсутні, внутрішніх ресурсів недостатньо). Подібну ситуацію можна спостерігати на рівні взаємодії міжнародних фінансових організації з країнами-позичальниками, коли під виглядом допомоги боржники беруть на себе зобов'язання у соціально-економічній сфері (підвищення пенсійного віку, відкриття певних ринків, приватизація), що офіційно пояснюється намаганням представників, зокрема МВФ, гарантувати повернення боргів, а в реальності слугують інтересам транснаціональних корпорацій чи напряду урядам, головним засновникам міжнародних фінансових організацій, для постійного тиску на слабші країни-партнери.

¹ Луцишин З. «Moral hazard» зростання зовнішньої заборгованості України в умовах доларизації економіки Міжнародна економічна політика. 2012. № 1-2 (16-17). С. 85.

Сучасний світовий фінансовий порядок передбачає фінансування країн-боржників шляхом надання іноземної валюти (у переважній більшості долари США). Недовіра населення до національної валюти спричиняє доларизацію економіку. У цьому дослідженні ми трактуємо доларизацію як використання у якості офіційного або неофіційного (для обслуговування операцій «тіньової» економіки) платіжного засобу валюти іноземної держави або інтеграційного утворення, тобто доларизація може бути не лише в доларах США, а також євро, юанях тощо. Збільшення доларизації економіки країни спричиняє подальше витіснення національної валюти з обігу, утворює її штучний надлишок і як наслідок провокує подальшу девальвацію, падіння курсу та новий виток фінансово-економічної кризи.

Важливу роль у посиленні негативних наслідків фінансової доларизації для національних та глобальної економік відіграє безпосередньо глобалізація, яка «створює передумови для прогресування фінансової доларизації навіть у випадку, коли інфляція є низькою»¹, що, на думку В. Козюка, пояснюється асиметричністю курсової реакції на припливи й відпливи капіталів, що у свою чергу спричинює відносну негнучкість валютного курсу та посилює девальваційні очікування. Значну роль у розширенні нестабільності національної валютної системи відіграють приватні запозичення, перш за все банківських структур та комерційних установ, які кредитуються та перекредитуються в основному в доларах США та спричинюють посилений попит на іноземну валюту в період погашення заборгованості, що в поєднанні з потребами держави створює ажіотажну ситуацію на валютному ринку та є одним з головних чинників перманентної нестабільності, яка викликає потребу в періодичних запозиченнях у міжнародних фінансових організаціях.

Протиріччя між країнами у питаннях перерозподілу світової влади та можливості просування своїх національних інтересів за рахунок економічних партнерів на сьогоднішній день часто вирішуються за допомогою маніпулюванням валютними курсами практично повністю відірваних від реальної економіки валют. Відсут-

¹ Козюк В. В. Глобалізаційні фактори фінансової доларизації. Фінанси України. 2010. № 12. С. 56-57.

ність адекватної реакції з боку міжнародних фінансових організацій, зокрема МВФ, у вигляді заходів з метою зупинення дій, які обмежують світову торгівлю та шкодять глобальним інтересам людства обумовлюють кардинальний перегляд фундаменту світової валютної системи як ключового атрибуту світового фінансового порядку. Не викликає сумнівів думка З. Луцишин та Н. Резнікової про те, що вимоги урядів розвинених країн стосовно ревальвації валют окремих країн, що розвиваються (юаня, рупії, реала) є зауважовані під гасла неолібералізму намагання загальмувати посилення нових глобальних гравців¹ (перш за все КНР та Індії). Можливості маніпулювання світовою валютною системою як основи існуючого світового фінансового порядку є занадто спокусливими, моральний ризик є занадто великий, а проблеми країн умовного Заходу, які звикли до над-споживання, уже не практично не можливо вирішити без погіршення життєвого рівня населення, якщо використовувати виключно класичні соціально-економічні підходи. Відсутність реального еквівалента – замітника золота – на глобальному рівні вже посилює глобальні суперечності, які можуть бути вирішені фактично двома шляхами відомими людству – глобальний військовий конфлікт або побудова нового світового фінансового порядку як недосконалої альтернативи.

У цьому контексті як одна з можливих відповідей на поєднання проблем світової боргової кризи, надмірної доларизації та курсових війн світовий фінансовий порядок перш за все повинен ґрунтуватися на використанні блок-чейн технології у формуванні глобальної криптографічної валютної системи. На відміну від існуючих криптографічних валют ця валюта на початковому етапі функціонування повинна відповідати меті запровадження нового світового фінансового порядку, а саме вирішення викликів потрійної кризи, а саме фінансової, продовольчої та екологічної (що було заявлено нами раніше). Глобальна криптографічна валюта (далі – ГКВ) повинна мати своїм еквівалентом певну кількість електричної енергії (у кілоджоулях або Ваттах), яка вироблена за допомогою альтернативних джерел енергії (сонця, вітру тощо), та існувати поруч з традиційними валютами держав.

¹ Луцишин З. О. Валютні курси як інструмент економічних воєн в умовах фундаментальної розбалансованості світової економіки. Актуальні проблеми міжнародних відносин. 2013. Вип. 116. Ч. II. С. 20.

Наявність такого еквіваленту дозволить запобігти проблемам нерационального використання обмежених природних ресурсів для процесу майнінгу (добування) сучасних криптографічних валют, зокрема біткоїну. Наприклад, для видобутку біткоїнів у 2017 році майнери використовували майже 33 Терават електроенергії, що перевищує енерговитрати такої країни як Ірландія¹. Такий підхід дозволить вийти за межі сучасної віртуалізації та абсолютної відірваності криптографічних валют від реальної економіки, що спричиняє їх надмірну волатильність та фактично «нульову» внутрішню вартість, що замість стабілізації світового фінансового порядку призводить до його хаотизації.

Нова глобальна валютна система як основа нового світового фінансового порядку повинна базуватися на принципах децентралізації, які знову ж таки дозволяють отримати криптографічні валюти. Поруч з глобальними міжнародними організаціями важливу роль у регулюванні світової фінансової системи можуть відіграти мільярдери нової генерації, які отримали свої статки завдяки розвитку нових комунікаційно-інформаційних технологій та сповідують абсолютно нові етичні засади екологічності, обмеженості, рівності, недискримінації та інклюзивності.

Новий світовий фінансовий порядок дозволить зменшити залежність від свавілля національних політичних еліт, які не мають «авторитету в суспільстві» та напівлегітимного бізнесу, до якого не має довіри з боку пересічних громадян, що унеможливорює використання напрацювань науковців². Рентоорієнтовані еліти в Україні самостійно не здатні усвідомити доцільність і вигідність всеосяжних реформ як це відбулося на умовному Заході наприкінці XIX – початку XX ст. «на основі формальної бюрократичної реорганізації держави введенням формальних правил і раціонально-легальних зв'язків громадянського типу». Методи банкрутства неефективних власників та поступового розвитку інноваційного підприємництва³

¹ Тіло в діло. П'ять революційних способів майнінгу криптовалют. URL: <https://nv.ua/ukr/techno/innovations/pjat-revoljutsijnikh-sposobiv-majnih-kriptovaljuta-2444253.html>

² Сохацька О. Новий порядок на світовому фінансовому ринку: післякризові проекти і реалії. Журнал європейської економіки. 2010. № 1. С. 97.

³ Куриляк В. Українська модернізація в системі формування нового світового економічного порядку. Журнал європейської економіки. 2012. № 1, т. 11. С. 36.

є реалістичними за наявності потужної критичної маси реформаторів, які зацікавлені у поваленні існуючих перешкод розвитку ринкових відносин з дотриманням принципів екологічності та соціального захисту. У випадку відсутності сформованого національного центру перетворень саме зовнішнє управління здатне перетворити відсталу та корумповану країну на принаймні відносно комфортне місце проживання та подальших змін. У цьому контексті прикладом може слугувати Україна, де, не зважаючи на спротив владних прошарків та корумпованість соціально-економічної системи в цілому, під тиском міжнародних організацій та окремих країн-донорів суперечливо й не завжди системно, відбуваються позитивні зрушення практично у всіх царинах. Позитивними прикладами зовнішнього управління можуть також слугувати Західна Німеччина та Японія, яка спроміглися побудувати ефективні національні фінансово-економічні системи після фактично тотальної руйнації під час Другої Світової Війни. Подібний шанс є в Україні, яка знаходиться за багатьма параметрами у вигіднішій позиції, ніж свого часу ці країни.

Одним із можливих інструментів просування перетворень на національному та глобальному рівнях може бути прийняття Кодексу Нового Світового Фінансового Порядку, розробка якого може будуватися на основі Типового Кодексу ООН Поведінки Транснаціональних Корпорацій¹.

Принципи нового світового фінансового порядку (рис. 3.10) повинні не суперечити основним здобуткам людства у ХХІ ст., до загальних принципів функціонування нового світового фінансового порядку повинні належати такі:

1) Повага до національного суверенітету та дотримання національного нормативно-правового регулювання, у частині яка не суперечить соціальним, фінансовим та екологічним стандартам.

2) Підпорядкування будь-яких дій зазначеним економічним цілям та пріоритетам розвитку, а саме подолання передумов соціально-економічної, фінансової та екологічної криз.

3) Перегляд та переукладення контрактів суб'єктів приватного та публічного права у випадку порушення цілей та пріоритетів розвитку.

¹ Draft United Nations Code of Conduct on Transnational Corporations URL: <http://investmentpolicyhub.unctad.org>.

Кодекс Нового Світового Фінансового Порядку

Прембула

Визначення термінів

8 Загальних Принципів

8 фінансово-економічних та соціальних принципів

Механізми контролю та вирішення спорів

Прикінцеві та перехідні положення

**Рис. 3.10. Структура Кодексу
Нового Світового Фінансового Порядку**

Джерело: розроблено автором

4) Дотримання соціокультурних цілей та цінностей, а також повага до прав людини та основоположних свобод.

5) Відсутність будь-якої співпраці з режимами, які дотримуються расистської або будь-якої іншої дискримінаційної ідеології.

6) Відмова від втручання у внутрішньодержавні події та міждержавні стосунки, крім випадків прямої загрози екологічній, соціальній та фінансовій стабільності.

7) Боротьба з будь-якими проявами корупції.

До фінансово-економічних та соціальних принципів кодексу нового світового фінансового порядку повинні належати:

1) Збалансованість власності та контролю над фінансовими ресурсами, максимальна децентралізація управління на основі блокчейн технологій.

2) Недопущення маніпулювання фінансовими потоками з метою досягнення окремими країнами неправомірних переваг, які не пов'язані з підвищенням екологізації та ефективності соціально-економічної діяльності.

3) Боротьба з маніпулюванням цінами з боку корпоративізованих суб'єктів економічної діяльності на основі механізмів трансфертного ціноутворення.

4) Уніфікована глобальна система оподаткування повинна підтримувати екологічність, економічну ефективність та соціальну орієнтованість виробництва, стимулюючи максимальне впровадження альтернативних джерел енергії та ресурсозаощаджувальних технологій.

5) Максимальний захист конкуренції та боротьба з недобросовісною конкуренцією як у реальному, так і у фінансовому секторі економіки.

6) Максимальне сприяння трансферу технологій, особливо спрямованих на заощадження ресурсів та покращення екологічної ситуації в окремих регіонах, так і у глобальному масштабі.

7) Захист споживачів.

8) Пріоритет екологізації виробництва на основі поєднання традиційних та інформаційних технологій.

Окремим важливим принципом кодексу нового світового фінансового порядку повинно стати повне розкриття інформації, яка стосується фінансових, соціально-економічних та екологічних питань, як з боку суб'єктів економічної діяльності, так і з боку держав.

Механізмами контролю за дотриманням принципів Кодексу нового світового фінансового порядку є перш за все самоконтроль та добровільність виконання. Тим не менше, також контроль з боку громадянського суспільства окремих країн та інтеграційних утворень, а також згода на вирішення спорів у вищих інстанціях та прийняття рішень до виконання. До таких структур можуть належати Регіональні Суди та Вища Інстанція – відповідний комітет ООН. Однак, необхідно зазначити, що в умовах розповсюдження екологічного мислення та децентралізації фінансових ресурсів пе-

ресічні громадяни та мільярдери нової генерації набувають все більшої ваги. Підприємницька діяльність та відповідно й інвестиції все більше тяжіють до регіонів, у яких дотримуються права та свободи, принципи екологічності та соціальної справедливості.

3.3. Альтернативні моделі становлення нового світового фінансового порядку

Неоліберальна концепція фінансового глобалізму, як пануюча упродовж другої половини ХХ ст. модель світового фінансового порядку з пріоритетом національно-державних інтересів, у першій чверті ХХІ ст. досягла своїх граничних меж під впливом насамперед випереджального нагромадження фінансового капіталу у країнах з новостворюваними ринками, нарощування масштабів інвестиційно-кредитної діяльності транснаціональних корпорацій і банків, активізації транскордонних потоків фінансового капіталу, лібералізації національних фінансових ринків і розширення доступу різних держав до глобальних фінансових ресурсів. Це вже породило такі негативні тенденції як перманентне повторення регіональних економічно-фінансових криз, модифікація коротких й середніх економічних циклів, подовження тривалості кризових фаз депресії і рецесії. Однак, найбільш загрозливий виклик глобальній фінансовій рівновазі пов'язаний з глобальною синхронізацією кризових явищ у світовій фінансовій системі, а отже – неможливістю забезпечення усталеної стійкості глобальної фінансової системи у неоліберальній парадигмі світового фінансового порядку.

Особлива увага до нового світового фінансового порядку у межах світового економічного порядку пояснюється фінансизацією економіки, основними проявами якої є :

- цифрова епоха спричинила індивідуалізацію цінності та віртуалізацію, перетворивши фінансизацію на невід'ємну складову інформаційної економіки;
- прискорена імплементація новітніх досягнень ІТ-індустрії у фінансовій сфері, зокрема у сучасних платіжних системах та цілодобовій глобальній електронній торгівлі фінансовими інструментами, а також використання високочастотного Інтернет-трейдингу;

- остаточне роз'єднання фінансових потоків та матеріальних ресурсів, їх самостійне самовідтворення без взаємозв'язку з потребами реального сектору економіки;
- взаємопроникнення та інтеграція суб'єктів фінансового та реального секторів економіки;
- зростання залучення людських та фінансових ресурсів у сервісний сегмент глобальної економіки на основі інформаційних технологій та розширення сфери реалізації віртуальної реальності як частини бізнес-середовища;
- зростання кількості фізичних осіб, які беруть участь у спекулятивних операціях на світовому фінансовому ринку на основі Інтернет-торгівлі;
- потужний розвиток фінансового інжинірингу, високоприбутковість якого обумовлює притік висококваліфікованих кадрів, зокрема з професійними математичними та інформаційними компетенціями;
- надмірна концентрація ресурсів у непродуктивній фінансовій сфері, що поглиблює розрив у доходах та загострює проблему боргової кризи, як на рівні домогосподарств, так і на рівні країн та інтеграційних утворень;
- спотворення механізмів вільної конкуренції через неможливість застосування стандартних процедур банкрутства, що викликано надмірною концентрацією ресурсів та моральних ризиків фінансових установ, які зловживають своїм становищем «занадто великі, щоб збанкрутіти».

У контексті визначення ключових імперативів, що спричиняють системні трансформації світового фінансового порядку у глобальних умовах, необхідно наголосити на неможливості імплементації у господарську практику універсальних моделей, теорій та управлінських концепцій з арсеналу сучасної економічної науки. Відтак – актуалізується питання пошуку адекватних глобальному етапу світогосподарського поступу інноваційних підходів щодо розробки оптимальних національних і регіональних моделей організації і регулювання міждержавних фінансових відносин, здатних, з одного боку, знівелювати фінансові ризики міждержавних торговельних й інвестиційних операцій, а з другого – забезпечити стабільне функціонування глобальної фінансової системи на основі гармонізації національних економічних інтересів країн.

Однак, фінансова криза є не єдиною, яка негативно впливає на світову економіку та глобальний розвиток. Поряд з нею швидкими темпами розвивається криза зміни клімату, так як зростання викидів парникових газів перевищує попередні оцінки, супутньо відбувається підвищення температури та рівня моря, зміни клімату на континентах уже помітні усім, а не лише вченим. Нарешті, третьою кризою є недоїдання та голод, що спричиняють підвищення цін на продовольство. Це становить третю кризу. Ці три кризи взаємодіють між собою, і якщо їх не зупинити, то вони підірвуть процвітання нинішніх та майбутніх поколінь, а, можливо, взагалі, поставлять під загрозу існування людства.

Шок від світової фінансової кризи вимагав безпрецедентних монетарних та фіскальних відповідей у розвинутих та у країнах, що розвиваються. Але якщо фінансову кризу вдалося зупинити і відновлено економічне зростання, то парникові викиди знову поступово прискоряться при умові відсутності рішучих спонукальних заходів для переходу на низьковуглецеві економічні моделі. У той же час у середньостроковій перспективі буде постійним зростання цін на продукти харчування, як наслідок зміни клімату, і, відповідно, зниження продуктивності сільського господарства та перерозподілу земельних ресурсів на користь культур, з яких виготовляють біопаливо. Ураховуючи ці взаємодії, ми описуємо нинішню глобальну економічну ситуацію як таку, на яку сильно постраждала від потрійної кризи. Сучасна світова валютна система базується на віддаленості грошей від будь-якого матеріального носія, а також об'єднанні грошових систем різних країн в єдину систему на основі потужних інформаційних і телекомунікаційних технологій, однак, ми не можемо передбачити, яким саме вектором розвитку піде світ. Тому, у залежності від політичних та економічних факторів, нами запропоновано три основні альтернативні моделі становлення нового світового фінансового порядку (рис. 3.11):

- реінституціоналізація глобальної економіки, посилення регіоналізації та формування мультиполярного фінансового управління;
- посилення глобальної координації та централізації;
- дезінтеграція, повернення до протекціонізму внаслідок військово-політичних конфліктів.



Рис. 3.11. Альтернативні сценарії становлення нового світового фінансового порядку

Джерело: розроблено автором

В історичній перспективі в певних критичних точках розвитку світової економічної системи (у науковій літературі, такі коротко-строкові проміжки часу називають точками біфуркації) структурні компоненти світового фінансового порядку (геофінансового простору) видозмінюються за імовірнісним розподілом за одним з кількох «енергетично рівнозначних», але не детермінованих векторів розвитку, на які впливають пануючі в конкретний час цивілізаційні доміанти, функціональні та майбутні просторово-часові особливості розвитку. Утвердження нового світового фінансового порядку спрямоване, з прагматичної точки зору, на посилення фінансової стійкості світової фінансової системи та подолання глобальних фінансових дисбалансів, а також вирішення глобальних суперечностей, які притаманні попередньому світовому фінансовому порядку, а й відповідно світовому економічному порядку.

У межах альтернативних сценаріїв становлення нового світового фінансового порядку у науковій літературі розглядаються п'ять основних інваріантів реформування світової валютної системи як головного атрибуту світового фінансового порядку, а саме: повернення до золотовалютного стандарту; формування мультива-

лютних відносин з одночасним створенням єдиної світової резервної валюти; регіоналізація світової валютної системи, яка базуватиметься на регіональних валютах і регіональних емісійних центрах; перехід до мультивалютної системи на основі великої кількості резервних валют; тимчасове збереження моновалютної системи на базі долара США. Фактично п'ятий інваріант не є альтернативою, тому що навіть розглядається виключно у вигляді тимчасового паліативного заходу, який не вирішує накопиченні протиріччя існуючого світового фінансового порядку. У цьому дослідженні ми розглядаємо світовий фінансовий порядок та світову валютну систему у діалектичному причино-наслідковому зв'язку, де світовий фінансовий порядок детермінує принципи побудови світової валютної системи, яка у свою чергу обумовлює виклики та напрями подальшого його розвитку. Отже, відбувається постійний процес взаємовпливу та взаємообумовленості світового фінансового порядку та світової валютної системи, проте необхідно зазначити підпорядкованість та вторинність саме світової валютної системи, яка тим не менше зберігає статус основної атрибутивної ознаки світового фінансового порядку, тобто без зрозумілої та функціонуючої світової валютної системи не можливе існування світового фінансового порядку, здатного вирішити накопичені протиріччя на міжнародному та глобальному рівнях.

Першим альтернативним сценарієм становлення нового світового фінансового порядку є реінституціоналізація глобальної економіки, посилення регіоналізації та формування мультиполярного фінансового управління. Для ефективного функціонування регіональна фінансова система повинна мати спільну валюту, а також об'єднуючу ідею, яка є основою будь-якого світового або регіонального фінансового порядку. Даний сценарій за своєю природою, змістовною сутністю, управлінськими механізмами й інструментарієм найбільшою мірою відповідає, на нашу думку, валютній моделі Європейського Союзу. Його ключовими рисами є орієнтація, з одного боку, на копіювання механізмів функціонування Єврозони; а з другого – на запровадження на регіональному рівні наднаціональних форматів валют. При цьому хоча концепція і механізми запровадження регіональних валют можуть бути дуже схожими на європейський аналог ЕКЮ, або спеціальних прав запозичень як облікової одиниці у МВФ, однак кожен регіон може обирати най-

більш адекватний для себе інституційний формат міждержавних фінансових відносин, а отже даний сценарій матиме яскраво виражений плюралістичний характер з відсутністю домінуючої глобальної інституції фінансового й валютного регулювання.

Якщо оцінювати ймовірність даного сценарію, то слід відзначити, що основними центрами тяжіння фінансової регіоналізації ще на початку XXI століття були такі регіони з відповідними регіональними валютами:

- НАФТА (США, Канада, Мексика) з регіональною валютою «амеро», яка повинна була замінити канадський долар, долар США та мексиканський песо за прикладом і наслідування системи Єврозони;
- Африканська континентальна валюта – «афро»;
- Південно-Американська валюта – «пачу»;
- Азійський та Тихоокеанський регіон – АМО (азійська монетарна одиниця, або в англійській транскрипції АСУ, Asian Currency Unit);
- Регіон Перської Затоки – «халіджі»;
- Карибський регіон – «сукре»;
- Проект Євразійської Співдружності – «євраз».

У межах цього сценарію високою ймовірністю є також посилення окремих валют країн, що розвиваються, зокрема, китайського юаню. Відповідно до розповсюджених теоретичних постулатів, статус резервної може отримати валюта, яка має достатній розмір та диверсифіковану структуру економіки; значні масштаби зовнішньої торгівлі та позитивний стан платіжного балансу; емний внутрішній фінансовий ринок капіталів і стан міжнародної ліквідності; внутрішня стабільність валюти (цінова стабільність); форми застосування валютного контролю. За цими критеріями на початку XXI ст. потенціал перетворення на резервну валюту мав китайський юань за умови скасування обмеженої конвертованості юаня та жорсткого регулювання конверсійних операцій з юанем. Китайський юань поступово міг би стати центром тяжіння для економік Південно-Східної Азії з поступовою заміною на регіональну валюту на кшталт євро, як свого часу роль стабілізатора відіграла німецька марка до запровадження єдиної валюти для Єврозони.

Разом з тим, логіка розвитку процесів фінансового глобалізму в останні десятиліття дає нам усі підстави стверджувати про малоймовірність реалізації даного сценарію. Так, внутрішні протиріччя на глобальні виклики пануванню США, втрата беззаперечної гегемонії цією країною за окремими напрямками «жорсткої» сили (озброєння, дипломатичний корпус) та «м'якої» сили (американський спосіб життя, фемінізм, інклюзивна економіка тощо) викликає відповідний спротив збереженню статус кво як усередині США, так і на зовнішній арені. У США активно просувається ідея протекціонізму та концентрації на внутрішніх проблемах, тому що активність на зовнішньому периметрі вже стає важким тягарем для фінансової системи цієї країни. Уповільнення співпраці в межах НАФТА позначилося на згортанні навіть теоретичних дискусій стосовно відмови від долара США на користь колективної валюти разом з Канадою та Мексикою. На такий перебіг подій впливає негативний досвід Єврозони, де окремі локомотиви економічного розвитку, такі як Німеччина, та частково Франція змушені підтримувати Грецію та постійно балансує на межі фінансової катастрофи Італію, Іспанію та Португалію.

«Сланцева» революція, здешевлення альтернативних джерел енергії, а також військово-політичні авантюри Російської Федерації за відсутності привабливого цивілізаційного проекту, який було замінено субстратом «Російського Світу» спричинили серйозні фінансово-економічні проблеми проекту всередині цієї держави та поставили під сумнів перспективи запровадження спільної валюти «євраз», урахувавши занепад Митного Союзу, який планувався у складі Російської Федерації, Білорусі, України та Казахстану.

Подібна ситуація спостерігається стосовно ідеї створення спільної валюти для країн Перської Затоки. Поступова втрата нафтою провідних позицій у світовій енергетичній системі призводить до зменшення фінансових потоків, пов'язаних з експортом енергоносіїв та поступовою переорієнтації цих країн на створення національних інноваційних систем для ефективного використання фінансових ресурсів. У цілому необхідно зазначити наявність у цих країн у складі фінансової системи двох основних складових: традиційної та ісламської, яка базується на законах шаріату. Традиційна компонента інтегрована до сучасної глобальної фінансової системи, при чому значна частина активів зосереджена у США та ЄС. Ісламська

компонента варіюється у межах 6-34% у банківському сегменті та використовується для обмеженого кола операцій.

Що ж стосується Африки, Південної Америки та Карибського регіону, то і ці регіони характеризуються яскраво вираженими внутрішніми конфліктами та не мають однозначного лідера для того, щоб очолити процес упровадження єдиної валюти. Заважають цьому процесу також відсутність економічного потенціалу та привабливої об'єднуючої ідеї для країн, які занадто відрізняють за своїм соціально-економічним розвитком, політичним устроєм та цивілізаційними основами.

Своєю чергою, запровадження спільної валюти в Азійсько-Тихоокеанському регіоні на поточному етапі фінансової глобалізації також можна віднести до малоймовірних сценаріїв в силу наявності глибоких міжкраїнових асиметрій соціально-економічного розвитку держав та їх територіальних претензій одна до одної, наростання внутрішніх соціально-економічних дисбалансів у КНР, а також загострення конкурентної боротьби між Японією і Китаєм за валютне і фінансове лідерство в АТР. Азійський регіон характеризується також значним браком політичної волі для об'єднання зусиль країн у царині поглиблення міждержавного фінансового, валютного і монетарного співробітництва, оскільки жодна з них не здатна взяти на себе інтеграційну функцію його «якоря». З урахуванням досвіду європейської континентальної інтеграції, саме Китай і Японія можуть стати головним рушієм фінансових інтеграційних процесів в АТР на основі як повної гармонізації своїх національних економічних інтересів в регіоні, так і повного примирення як це було у випадку Франції і Німеччини.

Особливо слід відзначити, що повноцінний інституційний формат валютного союзу країн АТР може запрацювати тільки за умов трансформації інтеграційного угруповання АСЕАН у високорозвинутий спільний ринок у тому числі на основі надання міждержавних валютно-фінансових гарантій, уніфікації національних політик у сфері державної підтримки національних фондових ринків та нарощування масштабів торгівлі між країнами-членами АСЕАН+3. Крім того, валютний союз держав Азійсько-Тихоокеанського регіону не може бути реалізований без повномасштабної лібералізації міждержавного руху капіталу, конвергенції національних грошово-кредитних, валютних, податкових політик. Не слід скидати з раху-

нків і об'єктивну потребу гармонізації національних системи субсидій і допомог, а також досягнення міждержавного консенсусу у питанні структури валютної корзини формування курсу спільної наднаціональної валюти.

Країни Азійсько-Тихоокеанського регіону, маючи переважно експортоорієнтовані національні економіки прекрасно усвідомлюють і той факт, що їх валютний союз із запровадженням єдиної валюти позбавить їх можливостей маніпулювати валютними курсами як засобу стимулювання експортної діяльності, врівноваження платіжних балансів та нагромадження валютних резервів. Красномовним підтвердженням цієї тези є, зокрема, неодноразові звинувачення на адресу Китаю щодо його політики штучного заниження курсу юаня відносно американського долара, який було збалансовано тільки у 2013 р.

Наступний можливий сценарій становлення нового світового фінансового порядку – це посилення глобальної координації та централізації. Його реалізація пов'язана з докорінною зміною фінансово-економічної парадигми (неоліберальної доктрини) функціонування сфери міжнародних фінансів на так званій «новий прагматизм». На глобальному рівні відбудеться встановлення:

- нової глобальної грошової системи;
- нової інституціональної структури світових фінансових ринків;
- фінансових інструментів з метою сприяння запровадженню і поширенню державних систем соціального забезпечення в країнах з низьким доходом.

Так, у рамках встановлення нової глобальної грошової системи передбачається, що, перш за все, повинна відбутися заміна чинної нині Ямайської міжнародної валютно-фінансової системи на нову, з визнанням світовою спільнотою нової наднаціональної валюти в якості її основи. При цьому основною метою може послужити забезпечення оптимального співвідношення між прибутковістю операцій на фінансових ринках і можливим фінансовим ризиком. Кожен учасник повинен виробити стратегію управління по відношенню до будь-якого конкретного ризику, конкретизувати сфери його дії (фінансові операції, валюта, термін, інструменти тощо), визна-

чити рівень прийнятого ризику, його вплив на рентабельність, якість активів і капітал.

Основна увага у корпоративних і державних стратегіях фінансового менеджменту має відводитись управлінню ризиками вищого порядку: кредитними, інвестиційними, валютними, ліквідності. Контроль за ризиками повинен бути відділений від осіб, які проводять операції на ринках, щоб знівелювати вплив суб'єктивного фактора на процес ухвалення управлінських рішень у фінансовій сфері, а тому загальний контроль має здійснюватися незалежним фінансово-аналітичним підрозділом, що підкоряється тільки керівництву організації-учасниці. Значну роль у процесі загального контролю можуть відігравати колегіальні органи – кредитний комітет, комітет з управління активами-пасивами (КУАП), що забезпечують зважену і колективну оцінку ризиків.

Для пом'якшення глобальних фінансових дисбалансів у перехідний період формування нової валютної системи необхідно повернутись до системи фіксованих, але регульованих обмінних курсів. Замість долара або якоїсь іншої національної валюти необхідно запровадити спеціальні права запозичення як запасну валюту. Для уникнення запізнілого регулювання, а отже і спотворення конкуренції, також як і спекулятивних рухів, необхідно ввести додаткові правила, згідно яких на певному рівні дисбалансів поточного рахунку щодо валового внутрішнього продукту потрібно здійснювати корекцію обмінного курсу. Моніторинг таких правил здійснювався б Міжнародним валютним фондом, який також відповідав би за розподіл міжнародних позик іноземної валюти та надання і регулювання спеціальних прав запозичення.

Також потребує обговорення те, чи потрібно Міжнародному валютному фонду надати повноваження накладати умови економічної політики на країни з великим дисбалансом і стосовно корекції обмінного курсу. Тільки режим такого виду, у зв'язку з повторним упорядкуванням світових фінансових ринків, може скоротити глобальні дисбаланси і запобігти появі нових спотворень. Звичайно його введення зумовлене готовністю найважливіших глобальних країн-учасниць зовнішньої торгівлі підпорядкувати їх економічну політику таким новим правилам гри.

Нова світова валютна система повинна бути створена з дотриманням принципу спадковості в її розвитку і з урахуванням вже на-

копиченого досвіду з метою підвищення валютної стабільності в світі і доданням стійкості світовій фінансовій архітектурі, але, в той же час, на противагу Ямайської валютної системи з доларом США «на чолі», ґрунтуватися на власній наднаціональній валюті. При цьому створення нової світової системи повинно пройти три етапи:

- 1) створення передумов, визначення принципів нової світової валютної системи при збереженні її спадкового зв'язку з Ямайською валютною системою;

- 2) формування структурної єдності, завершення побудови і поступова активізація принципів нової системи;

- 3) створення повноцінно функціонуючої нової світової валютної системи на базі вже певної цілісності й органічного ув'язування її елементів.

Підготовчим етапом для її створення служить підставу Світового Валютного Союзу (СВС) (з утворенням в його рамках консультативного комітету), ключовою метою якого має бути узгодження фінансово-економічної політики країн-учасниць СВС в цілому. Завданнями даної організації можуть бути такі: активізація і координація валютної політики, проведення валютної інтеграції і здійснення державного контролю за «коливанням» курсу валют (на початковому етапі).

Невід'ємним компонентом валютного механізму у рамках реалізації даного сценарію формування нового міжнародного фінансового порядку має бути насамперед запровадження диверсифікованого й розгалуженого механізму підтримки глобальної валютної ліквідності як способом нарощування обсягів доступних країнам фінансових ресурсів, так і формування ефективної глобальної системи нагляду за національними валютними політиками країн. По-друге даний сценарій має передбачати суттєве розширення функціональних компетенцій діючих глобальних інститутів фінансового менеджменту в частині наділення їх повноваженнями щодо оцінювання наявних і прогнозування майбутніх потреб різних країн і регіонів у фінансових ресурсах (у тому числі зовнішніх) залежно від конкретних фаз національних і регіональних бізнес-циклів; а також розробки і впровадження чітких і транспарентних умов залучення країнами додаткового фінансування з глобальних фінансових фондів. Ці повноваження здатні будуть забезпечити підвищення фінансової довіри між країнами.

Однак, заради справедливості мусимо констатувати, що на сьогодні не всі країни, навіть найрозвинутіші здатні забезпечувати довгострокову рівновагу своїх національних фінансових ринків, диверсифікований асортимент фінансових продуктів й інструментів, а також ефективне функціонування інституційних та неінституційних інвесторів. Більше того, досягнення цієї стратегічної мети лежить у площині здійснення великомасштабних капіталовкладень у розвиток глобальної фінансової інфраструктури (чого на сьогодні дуже важко досягнути); об'єднання зусиль країн у царині скорочення валютних трансакційних витрат кредитних операцій; а також повної конвергенції національних валютних політик країн та розбудови глобального фінансового ринку способом нарощування вартісних обсягів облігаційних емісій, номінованих у єдиній глобальній валюті.

Ще один серйозний «вузол» проблем, який доведеться вирішувати країнам у випадку реалізації такого сценарію формування нового міжнародного фінансового порядку як посилення глобальної координації і централізації – це запровадження загальносвітової системи спільного хеджування країнами фінансових і валютних ризиків, формування на регіональному рівні спеціалізованих валютних фондів забезпечення належного інвестиційного фінансування національних економік країн різних регіонів; а також узгодження країнових політик у сфері забезпечення стабільності глобальної валюти. Йдеться про те, що єдина глобальна валюта, не будучи прив'язаною до жодної країни, буде здатною забезпечувати регіональну і глобальну фінансову рівновагу на основі нівелювання ризиків, притаманним національним валютам, та ефективного регулювання ліквідності національних фінансових ринків. За своєю природою це тотожне поверненню світової валютної системи до золотого стандарту. Цілком зрозуміло вагомі перешкоди на шляху реалізації цих важелів у сучасному глобальному фінансовому середовищі.

Між тим, сама ідея запровадження єдиної глобальної валюти не є новою. Ще у 1943 р. Дж. Кейнс склав план запровадження світової валюти. Ця пропозиція була висловлена під час підготовки до Бреттон-Вудської конференції. Згадуючи монументальну концепцію Дж. Кейнса, колишній голова Федеральної резервної системи США П. Волкер писав: «Він передбачав створення нових синтети-

чних міжнародних грошей, відокремлених від золота, яке країни вже мали в своїх резервах; та пропонував назвати їх «bancor», як поєднання слів «банк» з французьким словом «золото»¹. У представників США на цій конференції теж була готова пропозиція створення світових грошей, яку вони просували через офіційного представника Міністерства фінансів США Г. Уайта. Американський план передбачав глобальну грошову одиницю, попередньо названу «Unitas»². Однак, після довгих переговорів план введення єдиної світової валюти не був реалізованим з політичних причин, пов'язаних з американською політикою. За місяць до Бреттон-Вудської конференції американці відкликали свою пропозицію.

Незважаючи на створення СДР наприкінці 1960-х рр. продовжилися дискусії щодо єдиної світової валюти, розпочаті ще в Бреттон-Вудсі. У 1968 р. Р. Манделл виступив з презентацією Об'єднаному економічному комітету Конгресу США доповіді під назвою «План світової валюти». У своїй промові Р. Манделл зокрема зазначив: «Зрозуміло, в якому напрямку ми повинні рухатися. Нам потрібно побудувати, з усіх активів, які зараз використовуються монетарними органами, нову світову валюту»³.

Це бажання рухатися до єдиної глобальної валюти було також очевидним під час конференції 1969 р., яку організував Федеральний резервний банк США у Мелвін-Селті, штат Нью-Гемпшир, де відбулася цікава дискусія, зосереджена на концепції єдиного світу. Там, зокрема, Ч. Кіндлебергер назвав найкращим введення світових грошей зі світовим монетарним авторитетом⁴. М. Фрідмен теж заявив, що він хотів би бачити світ з єдиними грошима, але на відміну від Ч. Кіндлебергера він це бачив без центрального монетарного органу⁵.

¹ Volcker P., Gyohten Toyoo. Changing Fortunes: The World's Money and the Threat to American Leadership. Times Books, 1992. P.9.

² Bonpasse M. The Single Global Currency. Single Global Currency Association, 2006. P.153.

³ The Single Global Currency. Single Global Currency Association, 2006, P.155.

⁴ Kindleberger Charles P., speaking at a Federal Reserve conference. The International Adjustment Mechanism. Federal Reserve Bank of Boston. Conference Series 2, 1969. P.105.

⁵ Friedman M. The International Adjustment Mechanism. URL: <https://www.bostonfed.org/-/media/Documents/conference/2/conf2c.pdf?la=en>.

У 1984 р. під час чергового засідання Федерального резервного банку Бостона професор Гарвардського університету Р. Купер виклав революційну схему нового світового валютного механізму. Він висунув радикальну альтернативну схему на наступне століття: створення єдиної валюти для всіх промислових демократій зі спільною грошово-кредитною політикою та спільним Банком для визначення монетарної політики. Він розумів, що ця пропозиція є надто радикальною для найближчого часу, але вона може слугувати за мету¹. Орієнтовною датою введення єдиної валюти він вважав 2010 р.

У 1987 р. після серії ринкових провалів «The Economist» опублікував обкладинку про запропоновану світову валюту «Phoenix» («Фенікс»). Як і міфічний вогник, що виникає з попелу знищення, ця міжнародна валюта також допоможе світу вийти з хаосу кризи. Як зазначалося в статті, ще потрібно було б «декілька великих збоїв в обмінних курсах, ще кілька фондових збоїв і, можливо, падіння або два», перш ніж політики приймуть «Фенікс» і зможуть віддати монетарну владу. Урешті-решт, національна монетарна політика більше не буде існувати. З нетерпінням чекаючи цього розвитку, «The Economist» передбачав 2018 рік як початок її функціонування².

У 1990-ті та 2000-ті роки продовжилось обговорення можливості введення єдиної світової валюти. Так, Б. Стейлі, директор з міжнародної економіки у Раді з міжнародних відносин (CFR), писав, що слід відмовитися від національних грошових систем, оскільки економічний розвиток поза процесом глобалізації не є більш можливим. Він наголошував, що грошовий націоналізм просто не сумісний з глобалізацією. А щоб безпечно глобалізуватися, країни повинні відмовитися від грошового націоналізму та скасувати небажані валюти³. Б. Стейлі також вказав на можливий виток кризи, яка зможе підняти світ до нового монетарного порядку – ослаблення стану долара США на глобальному рівні.

Ще одним прихильником ідеї створення єдиної світової валюти був Р. Манделл. Він також, як і Б.Стейлі розглядаючи кризу як від-

¹ Cooper R. N. Is there a Need for Reform? Speech given at a Federal Reserve Bank of Boston conference, May 1984. Federal Reserve Bank of Boston, 1984. P.37.

² Get Ready for the Phoenix. The Economist. 1988. January, 9.

³ Steil B. The End of National Currency. Foreign Affairs. May/June 2007. p.95.

правну точку для змін. Ще у травні 2007 р. Р. Манделл наголошував, що міжнародна валютна реформа стає можлива лише у відповідь на відчуття необхідності та загрози глобальної кризи. Він також вказав, що глобальна криза повинна була б сильно вплинути на долар США, і що світова валюта повинна розглядатися як відповідь на можливу глобальну катастрофу долара США¹.

У подальшому, Р.Манделл продовжив наукові дослідження у цьому напрямку і заявив, що нова глобальна валюта ні в якому разі не повинна належати якійсь одній державі, як у випадку з долларом, – вона повинна належати всьому світу. Усі країни зможуть використовувати її для міжнародної торгівлі. Р. Мандел передбачив двоетапний процес. По-перше, конвергенція трьох чи чотирьох основних валют за єдиною обліковою одиницею, яка називається «DEY» для долар-євро-їєни, з єдиною Радою з питань грошово-кредитної політики для визначення монетарної політики. Країни можуть почати з великими маржами та поступово зменшувати їх до повної конвергенції. Створюється так званий валютний союз G-3. По-друге, Рада керуючих МВФ (або її заміна) визначає DEY як платформу, на якій, можливо, з золотом, буде побудована нова світова валюта, яку пропонується назвати INTOR².

Правда, реалізація цієї ідеї вимагає серйозних домовленостей, в тому числі про те, хто буде її емітувати, виконувати роль світового центрального банку, стежити за новим грошовим обігом. На нашу думку, концепція Р. Манделла є реалістичною і може бути взята за основу для авторської концепції створення єдиної світової валюти.

Виділимо переваги, які можна буде одержати від запровадження єдиної світової валюти:

- зникнуть витрати на операції з іноземною валютою;
- зникнуть витрати на хеджування;
- зникнуть валютні втрати для тих, хто використовує або утримує іноземну валюту;
- зникнуть національні валютні кризи, (наприклад, як було у Мексиці, Аргентині, Малайзії тощо);

¹ Mundell R. A Decade Later: Asia New Responsibilities in the International Monetary System. Presentation given in Seoul., South Korea., 2007. May, 2-3.

² Mundell R. The case for a world currency. Journal of Policy Modeling. 2012. No34. P.568–578.

- зникне необхідність у підтримці валютних резервів;
- зникнуть ризики надмірного потоку капіталу між валютами та країнами;
- зникне можливість маніпулювання валютним курсом;
- щезне проблема платіжного балансу для кожної країни чи валютного союзу;
- знизиться світова інфляція, тим самим будуть забезпечені низькі, розумні процентні ставки;
- ліквідується економічний дисбаланс з низькою оцінкою активів у країнах з високим валютним ризиком, що спричиняє збільшення вартості активів.

Єдина наднаціональна валюта повинна бути вільною від національних інтересів, ризиків та особливостей формування курсу валют.

Вироблено етапи формування нової світової валютної системи зі створенням на базі FSB Глобального центрального банку на та інших необхідних інститутів. Окреслено їх функції.

Як варіант можна розглядати двоетапність, тобто створення регіональних валют, а в перспективі – єдиної наднаціональної валюти. Важливу роль у цьому процесі відіграють криптографічні валюти, які стають все більш значимим фактором у цьому контексті. Відбувається зміщення акцентів у глобальному фінансовому управлінні в бік КНР та Індії, що підтверджується аналітичними оцінками аудиторської компанії PwC, за якими у 2050 р. у цінах 2014 р. за паритетом купівельної спроможності ВВП КНР складе 61,0 тлрн. дол. США, Індії – 42,2 тлрн. дол. США, а США – 41,384 тлрн. дол. США. У цілому цікавим є те, що, якщо у 2014 році серед 10 найбільших економік країн світу було чотири європейських країни (зокрема Російська Федерація), то за прогнозами у 2050 році їх залишиться лише дві – Російська Федерація та Німеччина.

Наступним етапом є створення нової інституціональної структури світових фінансових ринків. Поряд з реформою світової грошової системи другим важливим елементом реорганізації світової економіки є нова архітектура для світових фінансових ринків. Для максимального уникнення криз на світових фінансових ринках спочатку необхідно усунути головні причини кризи: по-перше,

скорочення глобальних дисбалансів поточних рахунків і міжнародного руху капіталу, і по-друге, рішуча корекція нерівного розподілу доходів і активів в межах національних держав. Крім цих двох вирішальних кроків, необхідне перерегулювання ринків. У цей час, до такого радикального перерегулювання світових фінансових ринків закликають тільки деякі видатні вчені, зокрема Дж. Стігліц, П. Кругман і Р. Шіллер.

Третім етапом зі встановлення нового світового фінансового порядку в рамках сценарію посилення глобальної координації та централізації є запровадження фінансових інструментів з метою сприяння введення і поширення державних систем соціального забезпечення в країнах з низьким доходом. Фактично – це податок для систем соціального забезпечення в країнах, що розвиваються.

Його необхідно ввести для того, щоб досягти Цілей розвитку тисячоліття ООН та подолати вище описану потрійну кризу. Налаштування суспільних систем соціального забезпечення є найкращим способом боротьби з бідністю; введення базових систем соціального захисту може бути здійснено з фінансової точки зору, навіть у разі потреби в міжнародній допомозі; в результаті кризи, особливо в країнах з низьким доходом, ці системи було піддано величезному тиску. Тому для сприяння поширенню державних систем соціального забезпечення в країнах, що розвиваються, в світовій економіці необхідно ввести нову систему фінансування. Ураховуючи відповідальність багатих країн за глобальну економічну кризу, це – моральний обов'язок.

Тут потрібно розібратися в міжнародній дискусії, яка відбулася в межах структури ООН на початку тисячоліття, щодо додаткових фінансових ресурсів для досягнення Цілей розвитку тисячоліття. Основна увага зосереджена на оподаткуванні валютних операцій, яке Джеймс Тобін запропонував ще в 1972 р., для зменшення міжнародної валютної спекуляції. Цю ідею розглянуто в 1994 р. в Повідомленні про розвиток людства Програми розвитку ООН. Хоча дискусія щодо податку Тобіна була дуже спірною, ентузіазм з приводу цієї ідеї відновився з раптовим початком глобальної фінансової кризи 2008р. Навіть Європейська комісія у 2011 р. запропонувала ввести податок на фінансові операції у всіх країнах ЄС.

Залежно від того, на які форми валютних операцій поширювався би податок – операції в іноземній валюті, спотові, форвардні,

свопові і/або похідних цінних паперів – фонди, які можуть бути використані цим інструментом, відрізняються.

Щодо значимості державних систем соціального забезпечення для подолання бідності, ООН міг розвинути стратегію створення і розширення таких систем в країнах з низьким доходом, яка, крім мобілізації внутрішніх ресурсів країн, що розвиваються, передбачає допомогу багатих країн за рахунок податку Тобіна. Це склало б вирішальний внесок багатих країн в реалізацію Цілей розвитку тисячоліття і в прийнятті ними їх відповідальності за соціально-економічні витрати країн, що розвиваються, спричинені світовою економічною кризою, та подолання потрійної кризи.

I, нарешті, третій можливий сценарій формування нового міжнародного фінансового порядку – це фінансова дезінтеграція та повернення країн до протекціонізму. Його реалізація пов'язана насамперед з можливим руйнівним впливом на систему глобальних фінансів військово-політичних конфліктів, здатних зруйнувати світову систему фінансового посередництва і фінансових інститутів. Це найбільш песимістичний сценарій, оскільки його результатом стане розпад цілісної структури глобальних фінансів, її структурний й елементний поділ, а також послаблення, порушення і розрив міждержавних і міжрегіональних зв'язків і відносин у фінансовій сфері.

Головними рушійними силами даного сценарію є насамперед відсутність на світовій економічній карті регіонів, де б склались об'єктивні передумови до запровадження регіональних валютних союзів; висока ймовірність реалізації нового світового хаосу, повернення до протекціонізму внаслідок військово-політичних конфліктів у традиційному або гібридному варіантах зі зростанням інформаційних та кібервійн, а також поєднання офіційних та «проксі»-військ (війська спеціального призначення та приватні військові компанії). Варіанти розвитку подій простежується доволі чітко. Це зростання терористичних атак на території «умовного Заходу» (США, країн ЄС), збільшення кількості біженців з «гарячих» точок, які почнуть виснажувати ресурси приймаючих країн. Російська Федерація у результаті відключення від глобальної системи СВІФТ та замороження закордонних активів здійснить розвиток внутрішньої системи обміну банківської операції із залученням території Автономної Республіки Крим, окремих районів Донецької та Лу-

ганської областей та Придністров'я. У результаті, зростає ймовірність ядерної війни, у яку будуть залучені США, Об'єднане Королівство, КНР, Японія, Північна Корея, країни Перської Затоки, Україна, Польща, Туреччина, Іран та Ізраїль та ін., в результаті якої буде знищена основна інфраструктура світу. Глобальна фінансова дезінтеграція в умовах наявності ядерної зброї в руках Російської Федерації може завершитися глобальною катастрофою. Лише з часом пройде локалізації фінансової діяльності та повернення до попередніх етапів функціонування фінансів, де загальним еквівалентом вартості стануть золото, срібло, а можливо (у залежності від ступеня забрудненості території) чиста вода та повітря. Покладаємо надії на те, що подібний розвиток подій, суперечачи інтересам глобального бізнесу і національних урядів, не має перспектив до реалізації, оскільки їх об'єднання, у тому числі на основі проектів і програм державно-приватного партнерства, здатне буде знівелювати дані загрози і виклики.

Підбиваючи підсумок, відзначимо, що у перспективі можливі три альтернативні сценарії формування нового міжнародного фінансового порядку: реінституціоналізація глобальної економіки, посилення регіоналізації та формування мультиполярного фінансового управління; посилення глобальної координації та централізації; дезінтеграція, повернення до протекціонізму внаслідок військово-політичних конфліктів. Найбільш ймовірними векторними трендами розвитку подій є, по-перше, формування кількох крупних регіональних центрів ухвалення глобальних управлінських рішень у сфері світових фінансів; по-друге, розширення функціональних повноважень діючих інститутів глобального фінансового менеджменту щодо управління ризиками глобальної фінансової системи; по-третє, максимальне використання країнами ресурсного потенціалу механізмів й інструментів фінансової інтеграції, закладених у континентальних і трансконтинентальних зонах про вільну торгівлю. За таких умов сформується об'єктивні передумови до реалізації у глобальних координатах якісно нової моделі міжнародного фінансового порядку, заснованій на основі так званої фрагментарної фінансової конвергенції «різних швидкостей» з різнорівневою інклюдзією країн у глобальний фінансовий простір залежно від їх конкурентної диспозиції у процесах нагромадження глобального фінансового капіталу.

На нашу думку, для кращого розуміння перспектив утвердження нового світового фінансового порядку є доречним розподілити країни на ті, які є агентами змін, тобто зацікавленими у зміні статусу кво та мають на це відповідні ресурси та країни-абсорбенти, тобто ті, які змушені адаптуватися до існуючих або новостворюваних умов функціонування без реальної можливості впливу на перебіг подій та вибір вектору розвитку світової економічної, а й відповідно фінансової системи.

До основних критеріїв належності країни, що агенту змін, є відповідний фінансово-економічний потенціал, який можна виміряти за допомогою таких показників, як ВВП за паритетом купівельної спроможності. Другим важливим критерієм є статус валюти відповідної країни, тобто чи належать вона до резервних валют, чи користується відповідним попитом та відповідною довірою з боку суб'єктів економічної діяльності. Третім важливим критерієм є представленість країни у міжнародних організаціях у цілому та міжнародних фінансових організаціях зокрема. Четвертим важливим елементом є наявність так званої «м'якої сили», тобто приваблива альтернатива у вигляді постулатів та цивілізаційних перспектив для усього людства у цілому.

Необхідно констатувати вигідність існуючого світового фінансового порядку перш за все для США та союзників у Європейському Союзі. У сучасному світовому фінансовому порядку виникає суттєве протиріччя між перерозподілом глобальної фінансово-економічної влади на користь КНР, Індії та окремих країн, що розвиваються, та збереженням формального домінування у міжнародних організаціях, зокрема фінансових, західних країни на чолі зі США. Ця суперечність дестабілізує фінансово-економічну та екологічну ситуацію на світову просторі через обмеження трансферу технологій із західних країн у східні, які змушені у переважній більшості продовжувати екстенсивний та екологічно небезпечний тип наздоганяючого розвитку. Важливою проблемою сьогодення є втрата морального лідерства США через подвійність стандартів, які мають прояв, зокрема у проголошення боротьби за права жінок та тісної співпраці із Саудівською Аравією, боротьби за права людини та збереженні тортур у тюрмах Гуантанамо на Кубі, проте будь-які інші умовно цивілізаційні альтернативи не можуть виступати привабливими для секуляризованого освіченого постіндустріального

людства. Наприклад, умовно ісламський світ пропонує повернення до релігійних догматів та обмеження права вибору людини на віросповідання. Російська «духовні скрепи» також пропонують не шлях співробітництва, а протистояння, слугуючи виключно для тимчасового об'єднання населення на території Російської Федерації та окремих окупованих територій сусідніх країн. Китайська альтернатива у вигляді державного контролю та обмеження доступу до інформації через моніторинг Інтернету також не може слугувати взірцем побудови інноваційного та відкритого суспільства.

На світовій арені на сьогоднішній день склалася унікальна ситуація, коли жодна країна світу не уособлює реалістичну альтернативу пануючому ладу, а примат перетворень знаходиться в руках громадських рухів, окремих особистостей та ідей, які перетворилися на сучасних моральних авторитетів. На нашу думку, в умовах сучасної конфронтації та взаємної недовіри між країнами, які зарахували самі себе до різних цивілізаційних груп, саме космополітичний діалог між інформатизованими та вільними представниками майбутніх еліт, а також перспективи повної децентралізації фінансової системи з подоланням монополії банківських установ, створюють підвалини нового світового фінансового порядку, у яком країнам світу у переважній більшості буде відводитися роль зручного інструменту перетворень, тобто в певному сенсі виключно під тиском громадянського суспільства найбільші економіки світу перетворяться одночасно як на агентів змін, так і на абсорбентів нового світового фінансового порядку.

IV. Україна у вимірах нового світового фінансового порядку

4.1. Оцінка впливу чинників трансформації світового фінансового порядку на економіку України

Світова фінансова криза, яка розпочалася у 2008 р. перервала цикл економічного зростання в Україні. Однак її вплив на економіку України проявився не зразу. Це було спричинено тим, що український фінансовий ринок на той час оперував відносно простими фінансовими інструментами та й відбувався значний потік іноземного капіталу в країну. Все ж з часом, завдяки в тому числі й глобалізаційним процесам, світова фінансова криза поширилася на національне господарство України і на її фінансову систему.

Виділимо основні причини глибокого економічного спаду в Україні у той період:

1) Експортна спеціалізація України концентрувалася на невеликій кількості товарних груп при зростаючій відкритості економіки, що спричинило до високої залежності економічного та фінансового становища від кон'юнктури зовнішніх ринків.

Так, відкритість економіки України (відношення зовнішньоторговельного обороту до ВВП) перевищувала 100% протягом тривалого часу (див. рис. 4.1).

Так, у 2004 р. відкритість досягла 119,6%, а в кризовий 2008р. становила 102,1%, що показує значну залежність економіки країни від зовнішньоторгових операцій.

В той же час, експорт України мав вузьку товарну диверсифікацію: у 2008 р. на чорну металургію припадало 34,3% всього експорту, на мінеральні продукти -10%, а на товари з високою дода-

ною вартістю, зокрема машини, устаткування та транспортні засоби припадало 16% всього українського експорту¹.

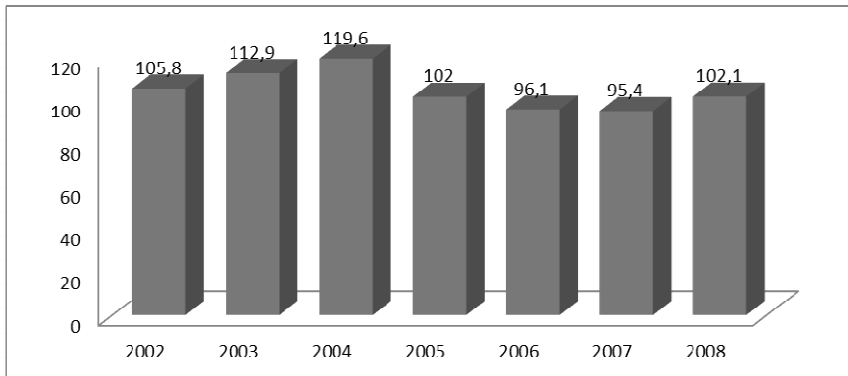


Рис. 4.1. Відкритість економіки України, %

Примітка: Побудовано автором на основі джерела: Платіжний баланс і зовнішній борг України 2008 рік. URL: <https://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=66368>.

Крім цього, світовий попит на основні експортні товари України значно коливався протягом глобальних бізнес-циклів, що призвело до непередбачуваності та нестабільності доходів від експорту.

Якщо у перших трьох кварталах 2008 року половину приросту експорту забезпечували поставки металургійної продукції, то в IV кварталі вартісні обсяги цієї групи зменшились на 50.7% порівняно з III кварталом (на 21.5% порівняно з відповідним кварталом 2007 року). Це було зумовлено як падінням цін на чорні метали (майже на 40%), так і зменшенням фізичних обсягів поставок чорних металів (на 27.8%) внаслідок обвального падіння зовнішнього попиту².

Негативним було і те, що експорт товарів України мав вузьку географічну диверсифікацію: 35% експорту припадало на країни СНД, 29% – на країни Європи (див. рис. 4.2).

¹ Товарна структура зовнішньої торгівлі за 2008 рік URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>

² Платіжний баланс і зовнішній борг України 2008 рік. URL: <https://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=66368>.



Рис. 4.2. Географічна структура експорту України у 2008 р., %

Примітка: побудовано автором на основі джерела: Географічна структура експорту-імпорту товарів. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

До ключових торговельних партнерів України належали лише декілька країн СНД та ЄС, а сукупна частка Росії, Туреччини, Італії, Польщі, Білорусії та Німеччини складала близько половини всього експорту товарів України¹.

2) Диспропорції у залученні іноземних інвестицій: найпривабливішими секторами стали галузі з високою ліквідністю та швидким обігом коштів, в той час як інвестиції у виробництво залишилися на досить низькому рівні. Так, найбільший обсяг накопичених прямих іноземних інвестицій на кінець 2008р. було зосереджено у фінансовій діяльності – 29.8% від загального обсягу, в операціях з нерухомим майном – 20.9%, металургійній промисловості – 13.0%, оптовій та роздрібній торгівлі – 7.4%, будівництві – 4.8%, харчовій промисловості – 3.9%. У машинобудуванні, хімічній, нафтохімічній та добувній промисловості зосереджено по 2.4–2.8% від загального обсягу коштів іноземних інвесторів².

3) Зростання обсягів зовнішнього боргу країни.

¹ Географічна структура експорту-імпорту товарів. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>

² Платіжний баланс і зовнішній борг України 2008 рік. URL: <https://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=66368>.

Україна залучила значний обсяг зовнішніх позик для фінансування внутрішнього споживання та інвестицій. Також з початку 2006 р. приватний сектор України теж активно залучав зовнішні позики.

Валовий зовнішній борг лише в січні-жовтні 2008р., якраз перед початком кризи, зріс з 82189 млн. дол. США до 104839 млн. дол. США, або на 27,5%. Причому відмітимо тенденцію до стрімкого збільшення не державного боргу, а банківського та інших секторів (див. табл. 4.1).

Таблиця 4.1

**Динаміка зовнішнього боргу України 2006-2009 рр.
за секторами економіки, млн. дол.США¹**

Показники	01.01.2006	01.01.2007	01.01.2008	01.10.2008	01.01.2009
Валовий зовнішній борг	39619	54512	82189	104839	103236
<i>за секторами економіки:</i>					
Сектор державного управління	12214	12894	14673	14152	14590
Органи грошово-кредитного регулювання	1254	880	462	135	4725
Банки	6112	14089	30949	42134	39424
Інші сектори	19205	24706	33026	43733	40248
Прямі інвестиції: міжфірмовий борг	834	1143	3079	4685	4249

На початок 2009 р. валовий зовнішній борг дещо скоротився в порівнянні з жовтнем 2008 р.

Примітно, що зовнішній борг сектора державного управління з 2005 р. до січня 2009 р. зріс лише на 3,3 млрд. дол. США, а його частка у валовому зовнішньому боргу зменшилася з 37% у 2005 р. до 14,1% на початок 2009 р. (див. рис. 4.3). За цей же період частка боргу банківського сектору зросла з 8,7% до 38,2%, а частка боргу інших секторів зменшився – з 47% до 39%, хоча у вартісному вимірі даний борг виріс аж на 25,7 млрд. дол. США.

¹ Платіжний баланс і зовнішній борг України 2008 рік. URL: <https://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=66368>.

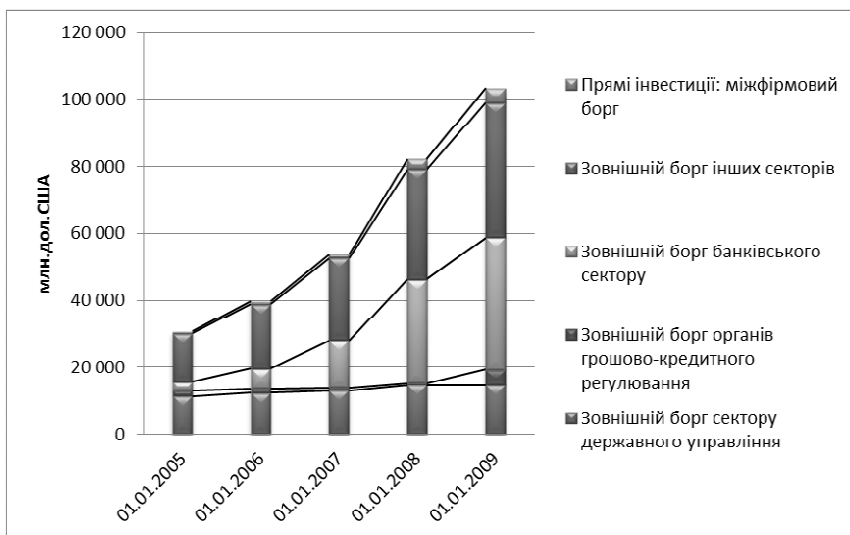


Рис. 4.3. Динаміка зовнішнього боргу України за секторами економіки, млн. дол.США

Примітка: побудовано автором на основі: Платіжний баланс і зовнішній борг України 2008 рік. URL: <https://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=66368>.

Коефіцієнт покриття резервними активами короткострокового зовнішнього боргу на кінець 2008 року становив 1.435 проти 1.474 на початок року.

Коефіцієнт співвідношення коротко- та довгострокового боргу на 1 січня 2009 року становив 27.1 проти 36.6% на 01.01.2008 р.

У структурі валового зовнішнього боргу за фінансовими інструментами продовжували домінувати зобов'язання у формі кредитів (63.4 на 01.01.2009 р. проти 57.9% на 01.01.2008 р.), суттєвими залишалися частки боргових цінних паперів (14.3 проти 20.1%) та торгових кредитів (10.9 проти 13.2% відповідно).

Основною валютою зовнішніх запозичень України був долар США, частка якого за 2008 рік зросла з 79.6 до 79.9%¹.

¹ Платіжний баланс і зовнішній борг України 2008 рік URL: <https://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=66368>.

4) Дестабілізація банківської системи.

В Україні криза банківської системи стала наслідком надмірної кредитної експансії упродовж 2005–2007 рр. Темпи приросту обсягів кредитування за вказаний період були дуже високими і в середньому становили близько 70% за рік. Лише у 2008 році, в момент виникнення кризи, темпи приросту кредитування дещо знизились і за 11 місяців становили 57.3%. При цьому темп зростання ВВП за 2005–2007 рр. у середньому становив близько 5.8% за рік. Таким чином, темп зростання обсягів кредитування українськими комерційними банками перевищував темп зростання ВВП майже у 10 разів¹.

Негативним є той факт, що близько 50% усіх виданих в Україні позик були номіновані в іноземній валюті.

На зростання кредитного ризику і ризику ліквідності банківської системи України значний вплив мало також зростання обсягів негативно класифікованих кредитів. Якщо на 1.01.2007р. вони становили 4456 млн. грн., на 1.01.2008р. – 6358 млн. грн., то вже на 1.01.2009р. – 18015 млн. грн., тобто зросли на 186%². Та й частка негативно класифікованих кредитів у загальній сумі всіх наданих кредитів збільшилася до 14,5% на кінець 2008 року³.

Ще однією причиною банківської кризи став порівняно низький рівень капіталізації банків, що не зміг забезпечити належним чином їх фінансову стабільність. Так, з 2002р. частка власного капіталу у банківських пасивах зменшилась з 16,6% до 11,6% станом на 1 січня 2008р. (див. рис. 4.4).

Хоча на початок 2009р. частка власного капіталу і збільшилася до 12,9%, однак за рік різко зменшилась рентабельність капіталу банків – з 12,62% до 8,51%.

Наступним фактором, який сприяв розгортанню фінансової кризи в Україні, була значна частка іноземного капіталу у структурі капіталу банківської системи (див. табл. 4.2).

¹ Береславська О. Чинники курсової нестабільності в Україні. Вісник НБУ. 2009. №2. С.10.

² Основні показники діяльності банків України на 1 січня 2009 року. Вісник НБУ. 2009. №2. С.19 URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=56440>.

³ Сегура Е. Вплив світової кризи ліквідності на Україну: робота над помилками. URL: https://www.epravda.com.ua/publications/2009/10/29/213719/view_print/

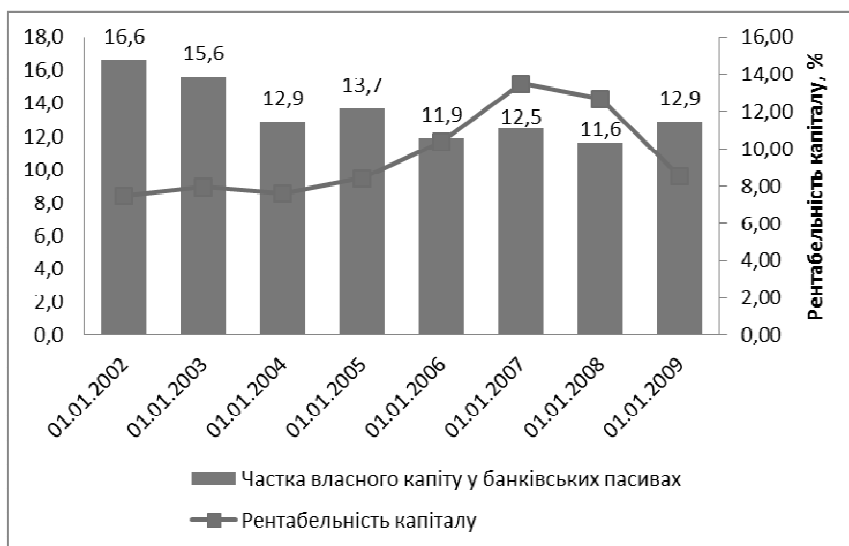


Рис. 4.4. Частка власного капіталу у банківських пасивах та рентабельність капіталу банків, %

Примітка: розраховано та побудовано автором на основі: Основні показники діяльності банків України на 1 січня 2009 року. Вісник НБУ. 2009. №2. С.19. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=56440>.

Таблиця 4.2

Деякі показники діяльності банків¹

	01.01.2002	01.01.2003	01.01.2004	01.01.2005	01.01.2006	01.01.2007	01.01.2008	01.01.2009
Кількість діючих банків	152	157	158	160	165	170	175	184
із них: з іноземним капіталом	21	20	19	19	23	35	47	53
у тому числі з 100-відсотковим іноземним капіталом	6	7	7	7	9	13	17	17
Частка іноземного капіталу в статутному капіталі банків, %	12,5	13,7	11,3	9,6	19,5	27,6	35,0	36,7

¹ Основні показники діяльності банків України на 1 січня 2009 року. Вісник НБУ. 2009. №2. С.19. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=56440>.

Як видно з таблиці 4.2, кількість банків з іноземним капіталом стрімко зросла: з 23 станом на 1.01.2006 р. до 35 станом на 1.01.2007 р. (+ 52%), а на початок 2008 р. – до 47 (+34%), тобто, за два роки подвоїлась. Частка іноземного капіталу в статутному капіталі банків почала суттєво зростати ще протягом 2005 р. – з 9,6% станом на 1.01.2005 р. до 19,5% 1.01.2006 р. А вже в рік початку кризи, тобто станом на 1.01.2008 р. становила аж 35%. А це, за умов кризових явищ, могло виявитися серйозною загрозою для фінансової стійкості вітчизняних банків у разі виникнення проблем у діяльності зарубіжних банківських корпорацій – їхніх власників, адже останні не обов'язково мають виконувати зобов'язання своїх дочірніх структур перед клієнтами¹.

5) Монетарна політика, яку здійснював НБУ, була неефективною. Це було спричинено недостатньою прозорістю та послідовністю у проведенні валютних аукціонів та операцій з рефінансування банків, а також з неналежним контролем за використанням наданих коштів.

Помилкою можна вважати і те, що навесні 2008 р. було прийнято рішення про офіційну ревальвацію гривні, при цьому НБУ не протидіяв подорожчанню гривні на валютному ринку значно вище за офіційний курс.

А з розгортанням кризових явищ НБУ не зміг запобігти різкому знеціненню національної валюти. Він намагався стримати девальвацію шляхом продажу власних золотовалютних резервів, беручи до уваги наявні макроекономічні дисбаланси.

В той же час НБУ здійснював непрозору політику рефінансування банків, та проводив недостатній контроль за використанням коштів, наданих в рамках рефінансування, значна частина яких була виведена з країни, і тим самим збільшила тиск на валютний курс.

б) Політична криза в країні стала активним негативним чинником, який зробив свій внесок в дестабілізацію економічної ситуації. Нетривка економічна ситуація вимагала узгодження фахових рішень гілок влади, а політична криза знижувала дієздатність влади, дезорганізувала їхні дії в антикризовому регулюванні, сприяла зниженню інвестиційної привабливості України.

¹ Дзюблюк О. Грошово-кредитна політика в період кризових явищ на світових фінансових ринках. Вісник НБУ. 2009. №5. С.25.

Варто також відмітити, що більшість з вище перерахованих причин настання кризи в Україні почали спрацьовувати ще задовго до 2008 р., тобто їх негативний вплив був відчутний протягом довгострокового періоду.

Як бачимо, переплетення економічних та політичних причин створило негативне підґрунтя для поширення світової фінансової кризи на території України та викрило недієвість моделі економічного зростання, яка була прийнята.

Наслідки поширення світової фінансової кризи розкриємо з огляду на зміну основних макроекономічних показників України.

Вплив світової фінансової кризи на економіку країни найгостріше почав проявлятися у вересні 2008 р. Загалом, криза проявилась: через девальвацію національної грошової одиниці; скороченням державних доходів і зростанням дефіциту; нарощуванням зовнішньої державної заборгованості; банкрутством фінансових установ, втратою платоспроможності, кризою ліквідності у різкому падінні вартості активів; спадом обсягів продажу експортної продукції вітчизняних підприємств на світових ринках; падінням цін, підвищенням рівня світової конкуренції; скороченням обсягів виробництва та виділенням якісних властивостей продукції, що підвищують її конкурентоспроможність.

З початку 2000-их років до 2007 р. ВВП України (в дол. США) стрімко зростав. З 2003 р. по 2007 р. він фактично потроївся. Навіть у 2008 р. він незначно зріс (див. рис. 4.5).

Ще у I півріччі 2008р. економічна активність в країні була на високому рівні. Темпи зростання обсягів реального ВВП за січень – червень становили 106.5%, промислового виробництва – 107.5%¹. Основними чинниками цього були підвищення зовнішнього попиту і відповідно цін на продукцію видів економічної діяльності, орієнтованих на експорт та високий рівень внутрішнього споживчого попиту. Починаючи з II півріччя через несприятливий розвиток процесів у світовій економіці, що проявився у погіршенні кон'юнктури на зовнішніх ринках, зменшенні інвестиційного та споживчого попиту, тенденція змінилась на низхідну майже за всіма видами економічної діяльності.

¹ Бюлетень Національного банку України. 2009. №3. С.3.

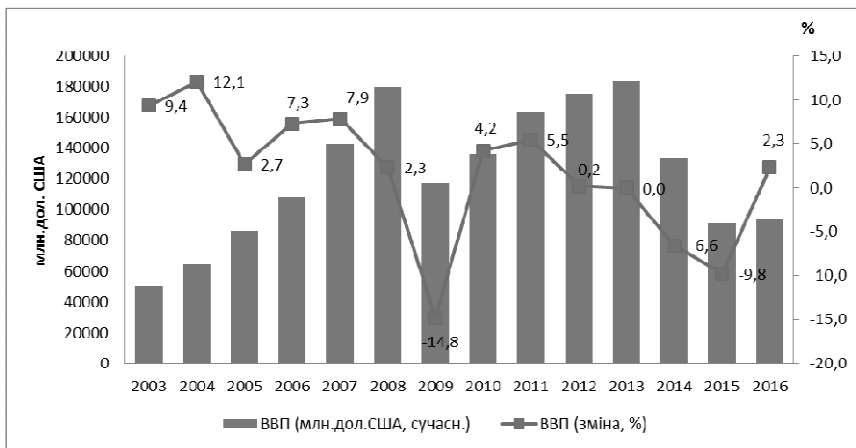


Рис. 4.5. Динаміка ВВП України

Примітка: побудовано автором на основі джерела: World Development Indicators. URL: <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators#>.

Однак вже у 2009 р. падіння ВВП становило -14,2%. На передкризовий рівень ВВП Україна змогла вийти лише в 2014 р., і то, внаслідок внутрішніх економічних причин та військових дій у 2015 р. та 2016р. ВВП опустився нижче кризового 2008 р. (див. рис. 4.5.).

Українська промисловість зазнала найбільшого удару від кризи – обсяги виробництва в 2008 р. скоротилися порівняно з 2007 р. на 3,1% (в 2007 р. було зростання на 10,2%), у т. ч. в металургії – на 10,6%, хімічній промисловості – на 6,2%, що можна повзати перш за все зі скороченням попиту на світових ринках¹. Зниження вартісних обсягів експорту в IV кварталі 2008 року склало порівняно з IV кварталом 2007 року 15%.

Разом з промисловістю значний спад відбувся і в будівництві. Варто нагадати, що однією з першопричин світової фінансової кризи стала криза на ринку нерухомості США. А будівництво саме є

¹ Виробництво основних видів промислової продукції за 2003–2010 роки. Офіційний сайт Державної служби статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

галуззю досить чутливою до проблем з ліквідністю. Тому воно опинилося у важкому стані ще з початку 2008 року. Так, якщо у 2003р. і 2004р. Індекс обсягу виконаних будівельних робіт (у % до попереднього року) становив 126,5% і 117,2%, у 2007р. – 115,7%, то вже у а за результатами 2008р. він склав 84,2%, а у 2009р. – взагалі 51,8%¹. Лише у 2010р. ситуація дещо покращилася.

Негативний вплив фінансова криза мала і на індекс споживчих цін. Так, у 2008 р. зростання рівня інфляції за даними Світового банку становив 25,23% у порівнянні з попереднім роком. Лише у 2015 р. цей показник був перевершений – 48,72% (див. рис. 4.6).

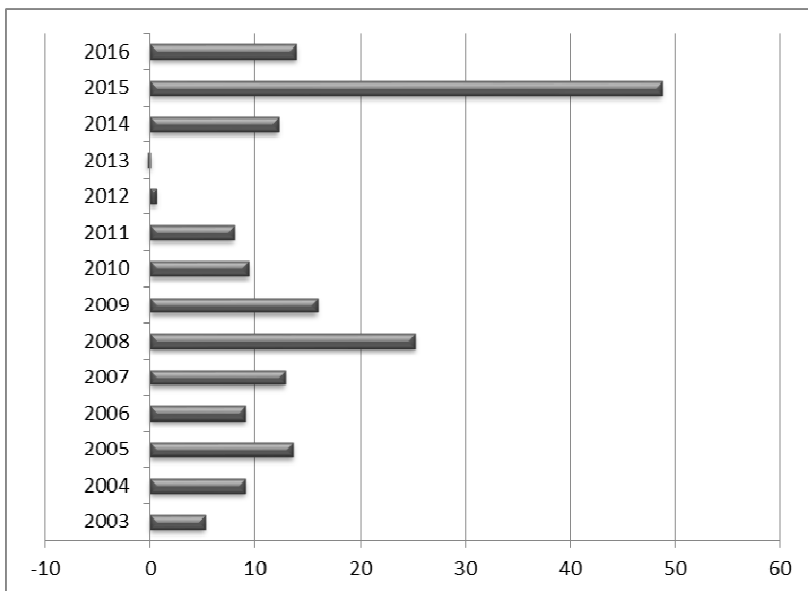


Рис. 4.6. Індекс інфляції (споживчі ціни, %, щорічна зміна)

Примітка: побудовано автором на основі джерела: World Development Indicators. URL: <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators#>.

¹ Індекс обсягу виконаних будівельних робіт. Офіційний сайт Державної служби статистики. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

Потужним каталізатором зростання цін став «ефект перенесення» валютного курсу на внутрішні ціни і, більшою мірою, на імпортні.

Негативний вплив мала фінансова криза і на соціальний сектор. З 2002 р. рівень безробіття в країні поступово скорочувався – з 9,6% у 2002 р. до 6,4% у 2007 р. Однак, незважаючи на початок кризи, у 2008 р. скорочення працюючого населення не відбулося. А вже у 2009 р. рівень безробіття зріс на 2,2% і склав 8,8% (див. рис. 4.7).

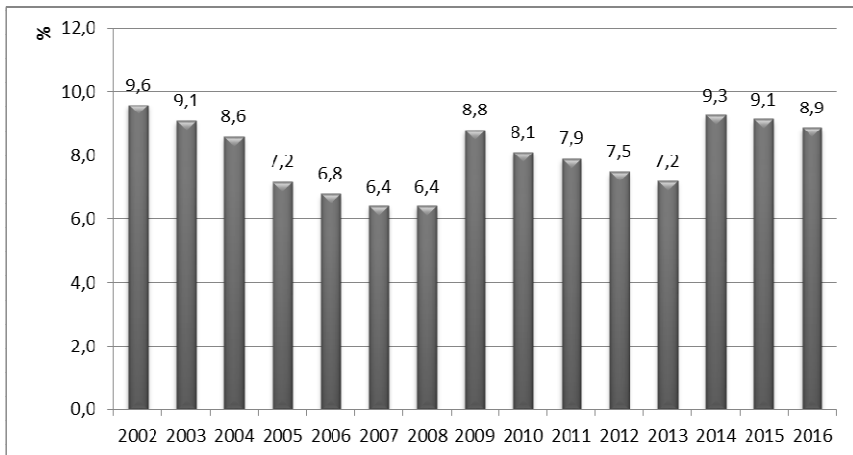


Рис. 4.7. Рівень безробіття, %

Примітка: побудовано автором на основі джерела: World Development Indicators. URL: <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators#>.

Примітно, що внаслідок кризи, яка розпочалася у 2014р., рівень безробіття ще більше зріс – до 9,3%.

Цінним також є аналіз таких показників, як стан рахунку поточних операцій та золотовалютних резервів країни (див. рис. 4.8). В умовах глобальної фінансової кризи дефіцит поточного рахунку платіжного балансу України набув загрозливих ознак, оскільки припливу іноземного капіталу в країну у вигляді інвестицій і кредитів протягом 2009 року не очікувалося, а темпи надходження валютної виручки від експорту зменшилися.



Рис. 4.8. Динаміка рахунку поточних операцій та золотовалютних резервів країни, млн. дол. США

Примітка: побудовано автором на основі: Статистика зовнішнього сектору / Офіційне Інтернет-представництво Національного банку України. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art_id=65613&cat_id=44446.

Як видно з рис. 4.8, у передкризовий період існував певний дисонанс у значеннях цих показників: золотовалютні резерви країни нарощувалися, зокрема, з 19,3 млрд. дол. США у 2005р. до 32,4 млрд. дол. США у 2004р. в той час як рахунок поточних операцій стрімко погіршувався – з 2,5 млрд. дол. США у 2005р. до -12,7 млрд. дол. США у 2008р. У 2009р. вже значно скоротився дефіцит рахунку поточних операцій (до -1,7 млрд. дол. США), але й золотовалютні резерви теж впали (до 26,5 млрд. дол. США) і змогли відновитися у 2010р., досягнувши свого історичного максимуму – 34,57 млрд. дол. США. Далі, у наступному періоді, з 2010 р. по 2013 р. скорочувалися і золотовалютні резерви, і погіршувався стан рахунку поточних операцій – він досяг показника -16,4 млрд. дол. США. У 2014 р. золотовалютні резерви України склали лише 7,5 млрд. дол. США. В той же час, через стрімке скорочення імпорту рахунок поточних операцій покращував своє негативне сальдо.

Рівень обслуговування зовнішнього боргу країни теж має важливе значення для економічного розвитку країни. Тому важливо, за рахунок яких коштів відбувається погашення боргів: чи за рахунок

ефектів від економічного зростання чи за рахунок використання золотовалютних резервів країни. У результаті порівняння показників золотовалютних резервів країни та рівня обслуговування боргу (% від ВВП), нами виявлено тенденцію, що з 2005 р. по 2008 р., поки рівень обслуговування боргу був незначним – від 7% до 10% золотовалютні резерви країни зростали (див. рис. 4.9). У 2009 р. – році піку фінансової кризи – рівень обслуговування боргу зріс до 20% і залишився на тому ж рівні у 2010р. Золотовалютні резерви з 2010 р. почали стрімко скорочуватися. Це стало відповіддю, в тому числі, і на необхідність погашення зовнішніх кредитів – у 2015 р. рівень обслуговування державного боргу склав аж 31,8% ВВП.

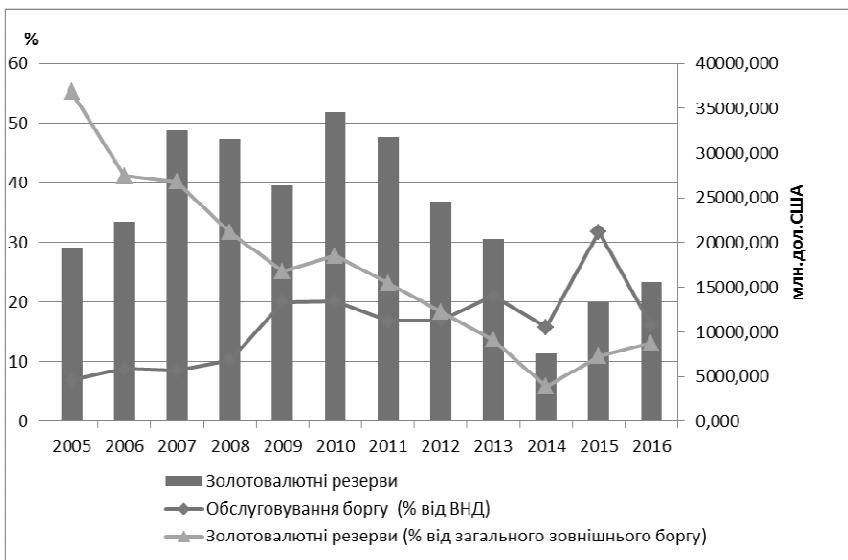


Рис. 4.9. Динаміка золотовалютних резервів України (млн. дол. США) та рівня обслуговування боргу (% від ВВП)

Примітка: побудовано автором на основі джерел: World Development Indicators. URL: <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators#>; Статистика зовнішнього сектору / Офіційне Інтернет-представництво Національного банку України. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art_id=65613&cat_id=44446.

Як бачимо, якщо аналізувати золотовалютні резерви по відношенню до загального зовнішнього боргу країни, то нами встановлено, що ситуація є критичною. У 2005 р. золотовалютні резерви покривали 55% загального зовнішнього боргу країни, у 2009 р. вже 25%, а у 2014 р. досягли свого мінімуму – лише 5,8%. Також можна зробити висновок, що погашення позик відбувалося в тому числі і за рахунок скорочення золотовалютних резервів країни.

Далі в роботі проаналізуємо вплив кризи на такі сегменти фінансового ринку України, як ринок цінних паперів, валютний ринок та банківська система.

Із початком фінансової кризи відбувся насамперед вплив найліквіднішого капіталу з країни. Спираючись на дослідження М. Петтіса, зазначимо, що динаміка фондових ринків країн, що розвиваються визначається насамперед ліквідністю ринків, а економічно розвинутих країн – фундаментальними показниками їх економік¹. Варто зауважити, що фінансова криза у США розпочалася ще наприкінці 2007 року, що вже весною 2008-го спровокувало поступовий вплив капіталів нерезидентів із ринку цінних паперів. Індикатором цього процесу й було зниження індексу ПФТС (див. рис. 4.10).

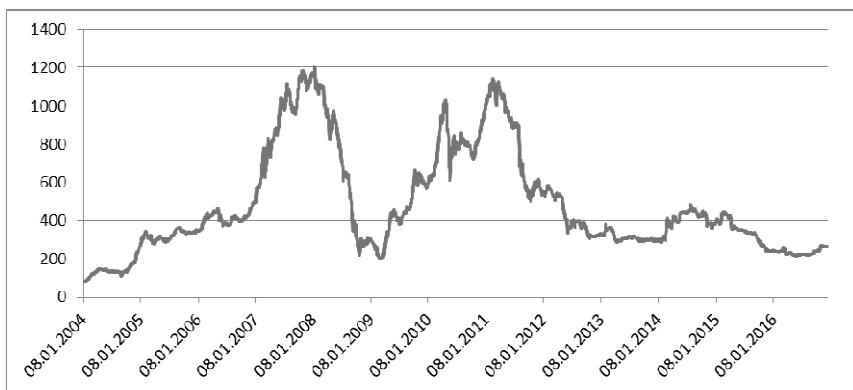


Рис. 4.10. Індекс ПФТС

Примітка: побудовано автором на основі: ПФТС. URL: <http://pfts.ua/trade-info/indexes/shares-indexes>.

¹ Pettis M. The Volatility Machine: Emerging Economies And The Threat of Collapse. Oxford University Press, 2001. P. 70.

Як видно з рис. 4.10, протягом 2007 р. Індекс ПФТС весь час стрімко зростав (+134% до попереднього року), що було другим показником у світі після Китаю (179.75%) Індекс ПФТС досягнув свого максимального значення на початку 2008 р. і лише за один рік опустився до свого історичного мінімуму. Повернути свої позиції він зміг лише у 2010-2011 рр. Різке падіння ПФТС можна пояснити реакцією внутрішнього ринку цінних паперів на погіршення становище на світовому фондовому ринку, а також падінням рівня ліквідності на вітчизняному фондовому ринку. Тобто існувала ситуація, при якій негативний інформаційний фон щодо різних сегментів світової економіки супроводжувався суттєвим падінням цін, за якими інвестиційні компанії погоджувалися купувати цінні папери. Водночас продаж деякими інвестиційними компаніями України значних пакетів акцій теж здійснювало тиск на індекс ПФТС. Одночасно з виходом нерезидентів із вітчизняного ринку акцій відбувався й вплив коштів із ринку облігацій, зокрема, внутрішньої державної позики.

У результаті банкрутства «Леман Бразерс» підвищилася волатильність ринку акцій України, а також продажу державних та корпоративних облігацій нерезидентами.

Світова фінансова криза 2008 року також негативно позначилася на міжнародних валютних відносинах. Порушення їх стійкості проявилось у нестабільності курсу національних валют більшості країн світу, зростанні валютних обмежень, погіршенні валютної ліквідності тощо. Лідерами зі знецінення національних валют у 2008 році стали Ісландія, Угорщина та Україна: ісландська крона під час кризи знецінилася відносно долара США на 34.2%, угорський форинт – на 45%, українська гривня – на 62.3% і на 54.8% відносно євро¹. Валютний ринок України теж зазнав значного негативного впливу світової фінансової кризи (див. рис. 4.11).

Причинами такого різкого знецінення гривні у 2008р. стали: значний і тривалий дефіцит рахунку поточних операцій, надмірна кредитна експансія протягом 2005-2007 рр., висока інфляція.

¹ Береславська О. Чинники курсової нестабільності в Україні. Вісник НБУ. 2009. №2. С.8-14.

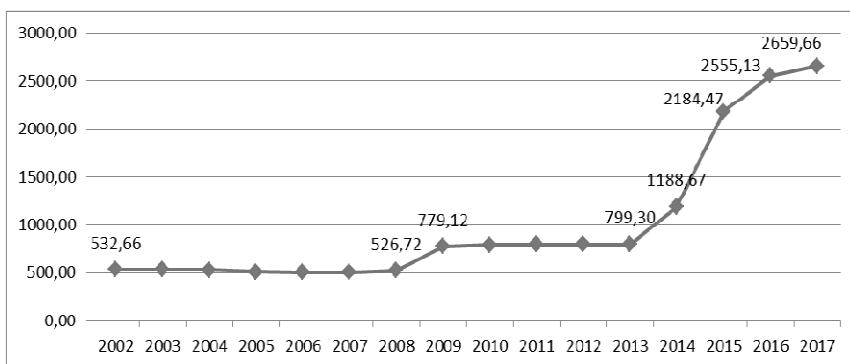


Рис. 4.11. Офіційний курс гривні щодо долара США, середній за період (100 дол.США)

Примітка: побудовано автором на основі: Офіційний курс гривні щодо іноземних валют URL: https://bank.gov.ua/files/Exchange_r.xls.

Лише згодом, у вересні 2008р., світову фінансову кризу відчула банківська система України, тому що фактори, які її викликали, в нашій країні не настільки вагомими, щоб її підірвати. Неповорнення іпотечних кредитів у нас не було масовим, та й сама їх сума становила всього 15 відсотків від ВВП, тоді як у США – 75%. Фондовий ринок також не був настільки розвинутим, як ринок банківських зобов'язань.

Тому для початку кризи у банківській системі України необхідна була інша причина, і нею стала ситуація з Промінвестбанком – одним із найбільших банків країни. Варто зазначити, що проблеми цього банку були викликані не стільки світовою фінансовою кризою, як рейдерською атакою, яка мала на меті підірвати довіру вкладників до банку. Всього за декілька днів вкладники вилучили з рахунків банку понад 3 млрд. грн. За офіційним повідомленням НБУ, з 1 жовтня відплив депозитів з вітчизняних банків сягнув понад 3 млрд. доларів США (близько 10% від усіх строкових депозитів)¹. У результаті 11 жовтня 2008 року Національний банк України прийняв постанову № 319, якою передбачалася можли-

¹ Світова фінансова криза та її наслідки для банківської системи України. Вісник НБУ. 2009. №1. С.28-33.

вість надання банкам стабілізаційних кредитів, обмеження обсягів активних операцій та встановлення заборони на дострокове повернення депозитів фізичних осіб. У другій половині жовтня 25 українських банків звернулося за допомогою до НБУ, і він виділив на їх рефінансування понад 8 млрд. грн. Погіршення фінансового становища банків призвело до впровадження ними жорсткості політики: банки перестали надавати довгострокові кредити, створили жорсткіші умови для надання споживчих кредитів та підвищили процентні ставки.

Міжнародні рейтингові агентства знизили кредитні позиції більшості українських банків, що стало додатковим поштовхом для паніки серед вкладників. Вони почали масово скуповувати іноземну валюту, внаслідок чого значно зріс курс долара та євро.

Можна виділити наступні аспекти, в яких проявилися наслідки світової фінансової кризи для банківської системи України:

- зниження довіри населення до банків;
- труднощі українських банків пов'язані з виплатою зовнішніх запозичень, які були одержані у попередні роки та складнощі з залученням нових інвестицій;
- нестабільність на валютному ринку;
- підвищення процентних ставок за кредитами;
- зростання ваги держави у регулюванні банківської сфери.

Для аналізу впливу світової фінансової кризи на динаміку ВВП України, нами за допомогою програми MathCAD-15 було розраховано абсолютні та відносні прирости швидкостей зростання ВВП внаслідок дій факторів (див. табл. 4.3), які були обрані в результаті попередньо проведеного факторного аналізу.

Таблиця 4.3

Перелік показників, обраних для аналізу впливу на ВВП країни та їх умовні позначення

Показник	Умовне позначення
Рахунок поточних операцій	(P<0>)
Золотовалютні резерви	(P<1>)
Грошова маса, станом на грудень року	(P<2>)
Обслуговування боргу (% від ВНД)	(P<3>)
Валове нагромадження капіталу	(P<5>)
Індекс споживчих цін	(P<7>)

Аналізувалися дані з 2005р. по 2016р.¹.

Розрахунок проводився за такими формулами:

$$y_0 := \frac{\overrightarrow{dvvp}}{dP^{<0>}} \quad y_1 := \frac{\overrightarrow{dvvp}}{dP^{<1>}}, \quad (4.1.) - \text{характеристики швидкостей}$$

зростання ВВП на одиницю приросту факторів $P^{<0>}$, $P^{<1>}$, ... і т.д.

$$x_0 := \frac{\overrightarrow{y^0}}{vvp1} \quad x_1 := \frac{\overrightarrow{y^1}}{vvp1}, \quad (4.2) - \text{відносні прирости швидкостей}$$

зростання ВВП по кожному із факторів $P^{<0>}$, $P^{<1>}$, ... і т.д.

Такі характеристики можуть бути наближені неперервними у часі функціями із використанням кубічних сплайнів. Наприклад для фактору $P^{<0>}$ маємо:

$$\begin{aligned} t &:= \text{submatrix}(t, 0, 10, 0, 0) \\ T &:= 205, 205 + 0.1..2020 \end{aligned} \quad F(t) := \begin{pmatrix} 1 \\ t \\ t^2 \end{pmatrix} \quad (4.3)$$

$$cy_0 := \text{linfit}(t, y_0, F) \quad cy_0 = \begin{pmatrix} 2.672 \times 10^8 \\ -2.663 \times 10^5 \\ 66.332 \end{pmatrix} \quad Y_0(T) := F(T) \cdot cy_0 \quad (4.4)$$

$$cx_0 := \text{linfit}(t, y_0, F) \quad cx_0 = \begin{pmatrix} -0.27 \\ 2.638 \times 10^{-4} \\ -6.45 \times 10^{-8} \end{pmatrix} \quad X_0(T) := F(T) \cdot cx_0 \quad (4.5)$$

Це дає можливість здійснити графічну інтерпретацію даних, оцінити глибину впливу світової фінансової кризи 2008р. та наслідки нециклічної кризи 2014 р. і здійснити прогнозування відповідних показників.

Розпочнемо з розгляду першого фактору – рахунок поточних операцій (див. рис. 4.12).

¹ World Development Indicators. URL: <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators#>

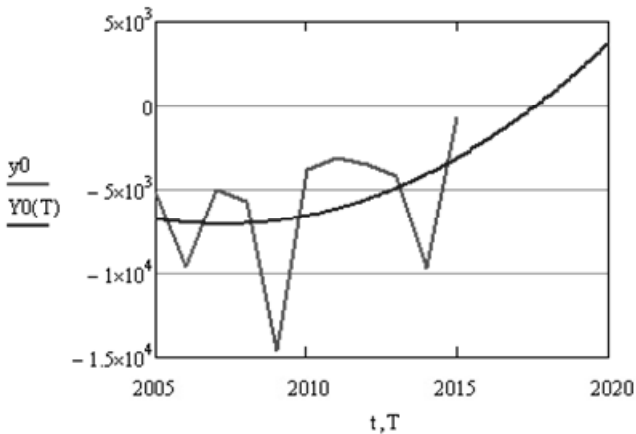


Рис. 4.12. Швидкість зростання ВВП на одиницю приросту фактора рахунок поточних операцій ($P < 0 >$)

Примітка: розраховано і побудовано автором

Як бачимо, зменшення швидкості зростання цього фактору призвело до найбільшого падіння ВВП у 2009 р. та справило значний негативний вплив у 2014 р. Уже у середині 2017 р. швидкість зростання ВВП на одиницю приросту фактора $P < 0 >$ є позитивною і можна прогнозувати покращення ситуації.

Щодо аналізу відносної швидкості зростання, то тут ситуація негативніша (див. рис. 4.13).

Як бачимо з рис. 4.13, відносна швидкість зростання ВВП за рахунок приросту рахунку поточних операцій теж мала максимально негативне значення саме у 2009р. та критично негативне у 2014. За нашими розрахунками, протягом періоду, що досліджується стан рахунку поточних операцій не впливав позитивно на зростання ВВП. Можна прогнозувати, що відносна швидкість зростання ВВП за даним фактором вийде на додатний рівень лише у 2022 р.

Зменшення золотовалютних резервів країни теж мало критично негативний вплив на приріст ВВП навіть раніше, ніж з початку кризи, у 2007 р. (див. рис. 4.14).

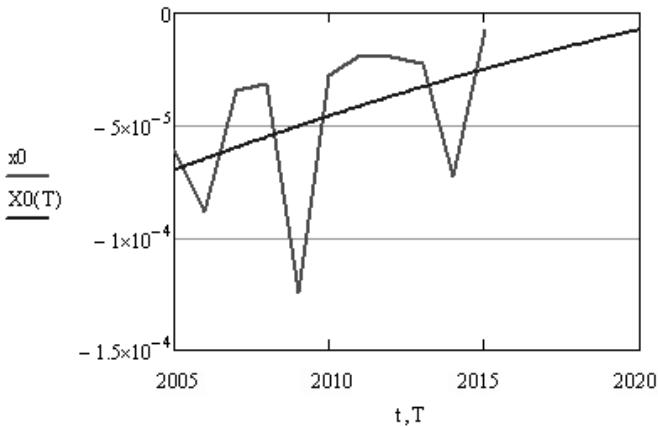


Рис. 4.13. Відносна швидкість зростання ВВП на одиницю приросту фактора рахунок поточних операцій (P<0>)

Примітка: розраховано і побудовано автором

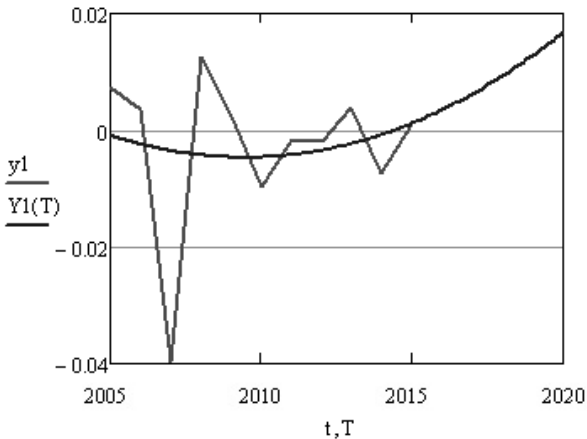


Рис. 4.14. Швидкість зростання ВВП на одиницю приросту фактора золотовалютні резерви (P<1>)

Примітка: розраховано і побудовано автором

Як бачимо, приріст на одиницю зміни золотовалютних резервів призвів у 2007 р. до максимальної швидкості падіння ВВП.

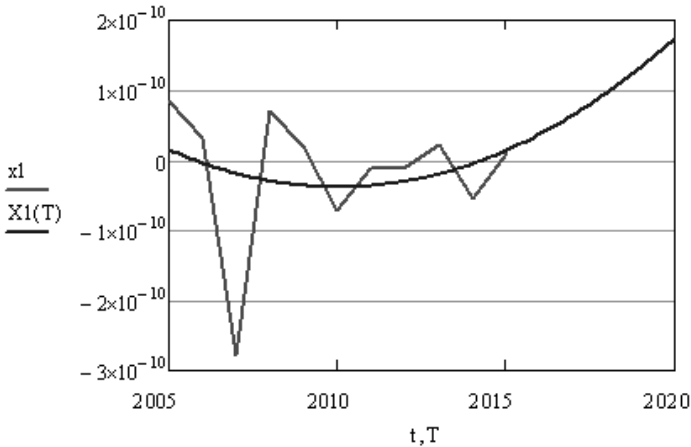


Рис. 4.15. Відносна швидкість зростання ВВП на одиницю приросту фактора золотовалютні резерви ($P<1>$)

Примітка: розраховано і побудовано автором

Відносна швидкість зростання ВВП на одиницю приросту даного фактора $P<1>$ стала позитивною лише після 2015 р., коли вдалося поповнити золотовалютні резерви країни.

Таким чином, і значення рахунку поточних операцій, і стан золотовалютних резервів країни суттєво впливають на ВВП країни, і є визначальними факторами, на які необхідно впливати державі для недопущення розвитку кризових ситуацій.

Також розглянемо як впливає на ВВП зміна грошової маси (див. рис. 4.16.).

Як бачимо з рис. 4.16 і 4.17, в період кризи 2008 р. збільшення грошової маси, хоча, й незначно, але позитивно вплинула і на швидкість і на відносну швидкість зростання ВВП. Хоча, загалом, прослідковується обернена залежність – зростання грошової маси призводить до зменшення ВВП.

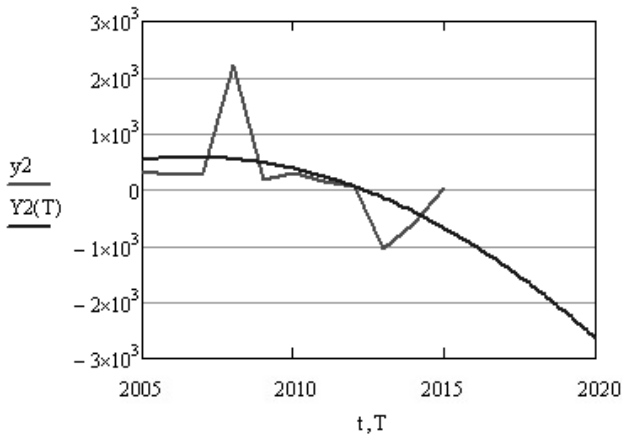


Рис. 4.16. Швидкість зростання ВВП на одиницю приросту фактора грошова маса (P<2>)

Примітка: розраховано і побудовано автором

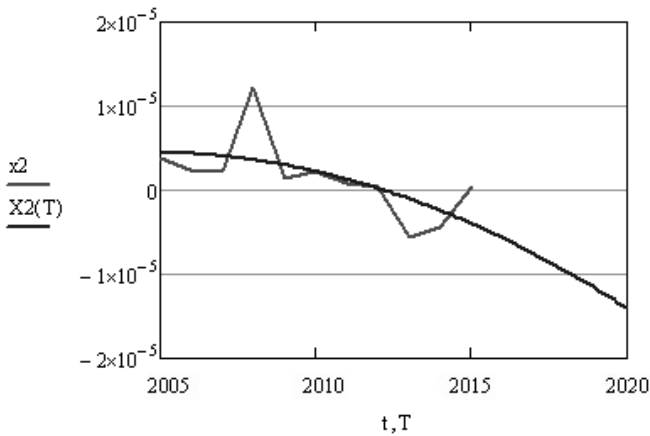


Рис. 4.17. Відносна швидкість зростання ВВП на одиницю приросту фактора грошова маса (P<2>)

Примітка: розраховано і побудовано автором

Заслугує на увагу дослідження впливу на зростання ВВП зміни рівня обслуговування боргу країни. Це важливо, оскільки у період фінансової кризи зростають зовнішні запозичення і, відповідно, зростають видатки на обслуговування цих запозичень. Так, рівень обслуговування боргу за один лише 2008 р. зріс у 2 рази – з 10,3% від ВВП у 2008р. до 20% від ВВП у 2009 р., а у 2015р. досягнув рекордного рівня – 31,8% ВВП (див. рис. 4.18).

Відповідна тенденція існує при розрахунку впливу рівня обслуговування боргу на динаміку ВВП (див. рис. 4.18).

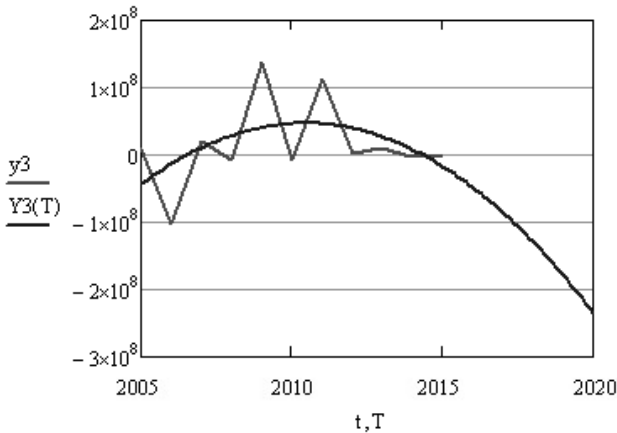


Рис. 4.18. Швидкість зростання ВВП на одиницю приросту фактора обслуговування боргу ($P < 3 >$)

Примітка: розраховано і побудовано автором

Так, в довгостроковому періоді ми можемо прогнозувати зменшення темпів зростання ВВП під впливом боргового тягаря.

Важливим фактором впливу на економічне зростання в країні є показник валового нагромадження капіталу ($y\%$ від ВВП). З 2002 р. по 2008 р. він неупинно зростав, що вказувало на розвиток реального сектору економіки, і досягнув 27,9%. Однак, внаслідок впливу світової фінансової кризи вже у 2009 р. він склав лише 17% (див. рис. 4.20).

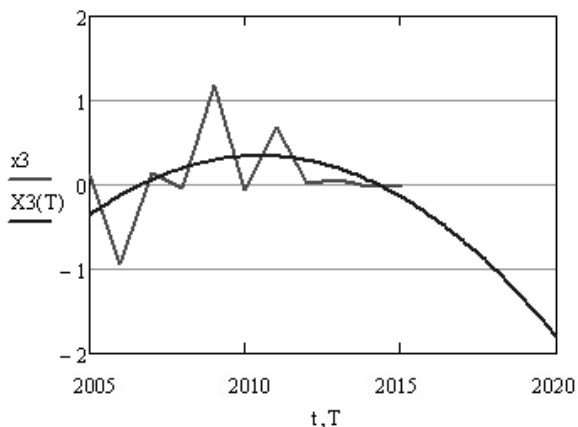


Рис. 4.19. Відносна швидкість зростання ВВП на одиницю приросту фактора обслуговування боргу ($P<3>$)

Примітка: розраховано і побудовано автором



Рис. 4.20. Валове нагромадження капіталу, % від ВВП

Примітка: побудовано автором на основі World Development Indicators. URL: <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators#>

Варто зауважити, що після незначного покращення ситуації з валовим нагромадженням капіталу в наступні роки, у 2014 р. даний

показник вже склав лише 13,3%. Це і відобразилося на розрахунках впливу цього показника на швидкість зростання ВВП (див. рис. 4.21 та рис. 4.22).

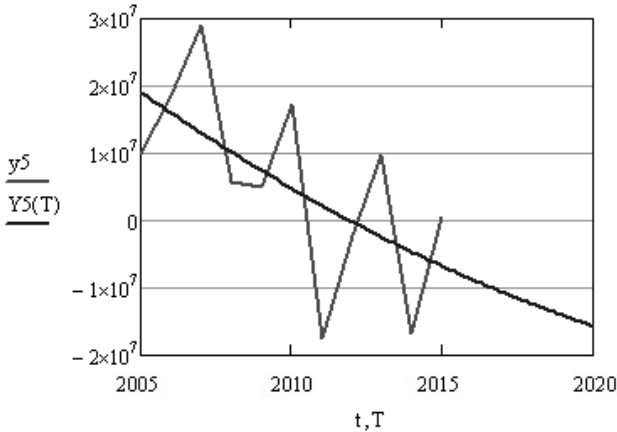


Рис. 4.21. Швидкість зростання ВВП на одиницю приросту фактора валове нагромадження капіталу (P<5>)

Примітка: розраховано і побудовано автором

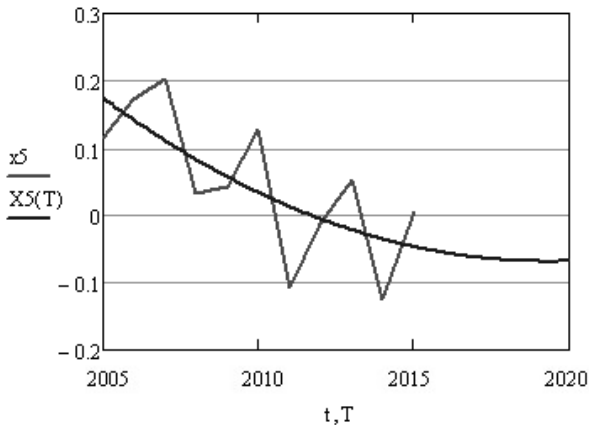


Рис. 4.22. Відносна швидкість зростання ВВП на одиницю приросту фактора валове нагромадження капіталу (P<5>)

Примітка: розраховано і побудовано автором

Як видно з рисунків, якщо до 2007 р. приріст валового нагромадження капіталу сприяв прискоренню зростання ВВП, то в період світової фінансової кризи відбувся спад, який зберіг тенденцію до 2016 р. Це означає, що в Україні валове нагромадження капіталу не відповідає необхідному рівні, який би забезпечував сталий економічний розвиток країни.

Зміна індексу споживчих цін в меншій мірі спливала на швидкість зміни ВВП. Однак, починаючи з 2006р., постійне зростання цін лише сповільнювало зростання ВВП, хоча відносна стабілізація цін у 2012-2013 рр. сприяла його зростанню (див. рис. 4.23. рис. 4.24).

Аналіз основних макроекономічних показників показав значний вплив світової фінансової кризи на економіку України. Однак, неможливо не звернути увагу і на той факт, що приблизно з середини ХХ ст. стає очевидним, що згубний вплив на економіку мають не тільки циклічні, а й нециклічні коливання, які, на відміну від перших, не мають чітко визначеного періоду повторюваності. Прикладом таких є так звані структурні кризи: політична, екологічна, фінансова, сировинна, нафтова, криза людських ресурсів, характерним рисом яких є те, що вони виникають внаслідок диспропорції між окремими сферами суспільства або галузями економіки, мають затяжний характер, а тому, зазвичай, не співпадають з циклічними кризами, проте значно впливають на них, спотворюючи традиційну картину циклічного розвитку. Саме така нециклічна криза охопила економіку України з 2014р., чому підтвердження ми знайшли і в статистичних показниках, які і у більшості випадків є негативнішими за відповідні значення 2008-2009рр. Наслідки цієї кризи можна спостерігати й досі. Причиною виникнення та поширення цієї кризи, на нашу думку, є комплекс чинників, які поступово накопичувались у суспільстві та зрештою призвели до різкого вибуху суперечностей. Каталізатором такого кризового вибуху стали, насамперед, суспільно-політичні події та війна.

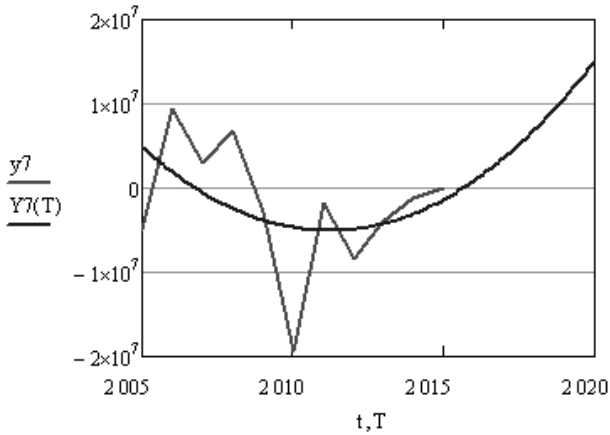


Рис. 4.23. Швидкість зростання ВВП на одиницю приросту фактору Індекс споживчих цін ($P < 7 >$)

Примітка: розраховано і побудовано автором

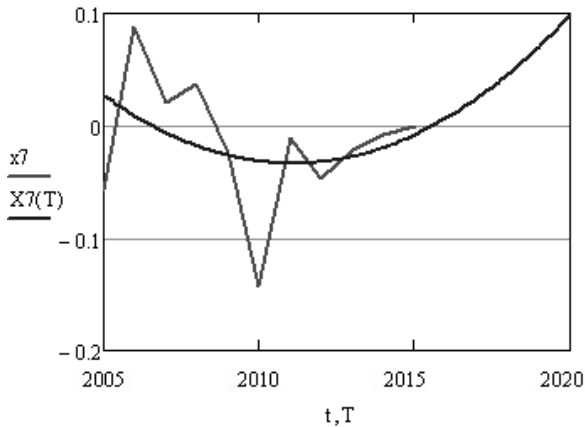


Рис. 4.24. Відносна швидкість зростання ВВП на одиницю приросту фактору Індекс споживчих цін ($P < 7 >$)

Примітка: розраховано і побудовано автором

4.2. Аналіз антикризового регулювання в Україні

Світова фінансова криза, яка переросла в глибоку економічну кризу в Україні, спонукала уряд вживати швидких антикризових заходів для підтримки стійкості фінансової системи країни, забезпечення ліквідності банківської системи, розвитку виробництва і забезпечення економічного зростання, а також мінімізації соціальних втрат працівників.

Одним з перших нормативних актів, які мали на меті зменшити вплив світової фінансової кризи було рішення РНБОУ «Про невідкладні заходи з посилення фінансово-бюджетної дисципліни та мінімізації негативного впливу світової фінансової кризи на економіку України» від 20.10.2008 р.¹

Зокрема, РНБОУ зобов'язала уряд створити Стабілізаційний фонд та спрямувати до нього надходження від приватизації об'єктів державної власності, що будуть отримані до кінця року, та коштів, залучених від розміщення облігацій внутрішніх державних позик (крім рефінансування), та визначити основні напрями його використання; передбачити бездефіцитність бюджету на 2009 рік, скорочення видатків на утримання державних органів управління щонайменше на 20%; тимчасово запровадити додаткові обмеження на імпорт; забезпечити протягом місяця повернення з Державного бюджету України платникам податку на додану вартість заявлених до відшкодування сум податку, що підтверджені перевірками та наявністю повернутої у 60-денний строк валютної виручки за експорт товарів і послуг, запровадження спрощеного механізму відшкодування податку на додану вартість експортерам за умови надходження валютної виручки; вжити заходів щодо невідкладного скасування мораторію на продаж земель сільськогосподарського призначення; регулярно узгоджувати із Національним банком України графік та обсяги випуску грошей в економіку тощо².

¹ Рішення РНБОУ «Про невідкладні заходи з посилення фінансово-бюджетної дисципліни та мінімізації негативного впливу світової фінансової кризи на економіку України» від 20.10.2008 р. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/n0032525-08>.

² Там само.

НБУ було запропоновано реалізувати низку заходів антикризового характеру в сфері банківського нагляду та грошово-кредитної політики, зокрема: збільшити з 1 квітня 2009 року нормативи резервування за кредитними операціями по кредитах, інформацію щодо яких не внесено до кредитних історій; розробити механізми обмеження верхньої межі ставки залучення банківськими установами на внутрішньому ринку депозитів фізичних осіб; посилити вимоги щодо прозорості корпоративного управління банками, зокрема визначення реальних власників банків та їх відповідальність за підтримання фінансової стабільності банків; не допускати дострокового погашення позик, отриманих резидентами України за кордоном; запровадити норматив резервування для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями банків у розмірі 100 % від обсягу наданих кредитів на споживчі потреби, запровадити механізм оперативного рефінансування банківських установ у разі погіршення їх платоспроможності тощо¹.

Також було створено Міжвідомчу робочу групу з моніторингу ситуації на фінансовому ринку та підготовки пропозицій щодо реагування на можливі негативні тенденції.

Загалом, заходи антикризового регулювання, які здійснювалися в Україні з вересня 2008 р., можна поділити на:

- заходи з фінансової стабілізації (регулювання фінансового сектора, підтримка банківського сектора, валютне регулювання, покращення структури платіжного балансу);
- заходи макроекономічного регулювання (вплив на реальний сектор економіки, захист та стимулювання національного виробника, підтримка внутрішнього попиту);
- заходи соціальної політики (соціальний захист населення, стримування безробіття)².

Заходи з фінансової стабілізації були спрямовані, в першу чергу, на вирішення проблемних питань у банківському секторі країни. Головним гравцем у цій сфері став НБУ.

¹ Рішення РНБОУ «Про невідкладні заходи з посилення фінансово-бюджетної дисципліни та мінімізації негативного впливу світової фінансової кризи на економіку України» від 20.10.2008р. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/n0032525-08>

² Економічна криза в Україні: виміри, ризики, перспективи. -Жаліло Я. А., Бабанін О. С., Белінська Я. В. та ін. / за заг. ред.Я. А. Жаліла. К.: НІСД. 2009. 142 с.

У період кризи НБУ декілька разів переглядав політику рефінансування комерційних банків. Спочатку жовтневою постановою НБУ розширив доступ банків до рефінансування та дещо зменшив вимоги до резервування. Банки отримали можливість отримати рефінансування поза межами звичайного процесу під заставу практично будь-яких активів (нерухомість, кредити, акції банку). Водночас вимоги щодо резервування було дозволено виконувати, використовуючи касову готівку. Це дозволило банкам вільно користуватися коштами на кореспондентських рахунках. Станом на 1 грудня резерви банків становили 14,9 млрд. грн., а заборгованість банків перед НБУ зросла за жовтень-листопад 2008 року на 33,8 млрд.грн.¹ Однак, вже на початку 2009 року рефінансування різко скоротилось через введення жорсткіших умов одержання коштів.

З метою припинення швидкого і масового закриття депозитів фізичними особами НБУ Постановою № 319 від 11 жовтня 2008 року заборонив дострокове закриття депозитів як фізичними, так і юридичними особами². Це зупинило вилучення коштів фізичними особами з української банківської системи. Цією ж Постановою розширювалися можливості підтримання ліквідності банків на основі програм фінансового оздоровлення. Також вводилося зобов'язання уповноваженим банкам продати куплену протягом робочого дня готівкову іноземну валюту цього самого дня. У разі відсутності попиту на готівкову іноземну валюту її продаж повинен бути скоригований наступного робочого дня відповідним курсом продажу готівкової іноземної валюти за гривні в бік зниження.

31.10.2008 року Верховна Рада прийняла Закон «Про першочергові заходи щодо запобігання негативним наслідкам фінансової кризи та про внесення змін до деяких законодавчих актів України».

Законом передбачено створення Стабілізаційного фонду за рахунок понадпланових надходжень від приватизації державного майна у 2008 році та надходжень цих коштів у 2009 році, цільового розміщення державних цінних паперів.

¹ Як подолати вплив міжнародної фінансової кризи: пошуки адекватної економічної політики / Аналітична доповідь. За ред. І. Бураковського та В. Мовчан. Харків: Права людини. 2009. 74 с.

² Постанова НБУ № 319 від 11 жовтня 2008 року «Про додаткові заходи щодо діяльності банків». URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/v0319500-08>.

Кошти Стабілізаційного фонду використовувалися у встановленому Кабінетом Міністрів України за погодженням із комітетами Верховної Ради України з питань фінансів і банківської діяльності та з питань бюджету порядку на:

а) надання кредитів (позик) для погашення, рефінансування та/або обслуговування кредитів (позик), одержаних вітчизняними банківськими установами та іншими суб'єктами господарювання в іноземних кредиторів;

б) кредитування або співфінансування довгострокових інфраструктурних, інвестиційних та інноваційних проектів загальнодержавного значення;

в) здешевлення кредитування проектів малого та середнього бізнесу, зокрема таких, що впливають на підвищення рівня зайнятості населення;

г) надання кредитів на завершення будівництва житла, яке здійснюється із залученням іпотечних кредитів і обов'язковою умовою якого є співфінансування з боку банків та забудовників;

ґ) розвиток внутрішнього попиту на товари, що виробляються українськими товаровиробниками для експорт і щодо яких спостерігається погіршення світової кон'юнктури;

д) надання фінансової допомоги банкам (у тому числі з метою збільшення статутних капіталів), поповнення статутних капіталів державних банків та Державної іпотечної установи;

е) викуп у забудовників та/або фінансових установ нереалізованого житла в об'єктах будівництва, що споруджувалися із залученням коштів фізичних осіб, у разі неспроможності забудовників продовжувати будівництво житла у зв'язку з недостатнім обсягом коштів для формування фондів соціального та службового житла;

є) надання громадянам державної підтримки на будівництво (придбання) доступного житла шляхом сплати державою частини його вартості;

ж) викуп державою у кредиторів іпотечних кредитів, отриманих фізичними особами на будівництво та придбання житла до набрання чинності цим Законом і віднесених до категорії ризикованих¹.

¹ Закон України «Про першочергові заходи щодо запобігання негативним наслідкам фінансової кризи та про внесення змін до деяких законодавчих актів України» N 639-VI від 31 жовтня 2008 року. URL:<http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/639-17>.

На безготівковому валютному ринку НБУ в жовтні-листопаді 2008 р. проводив інтервенції на дискреційній основі, задовольняючи лише окремі заявки за курсом нижчим від ринкового. В грудні 2008 року НБУ перейшов до більш прозорої схеми, а саме валютних аукціонів.

Також урядом було суттєво збільшено статутні фонди державних банків – Державного ощадного банку¹ та Укрексімбанку².

Заходи макроекономічного регулювання, які спрямовані на підтримку національного виробника в реальному секторі економіки, включали прийняття низки законів та інших нормативно-правових актів, що врегульовували діяльність підприємств деяких галузей:

- Закон України «Про внесення змін до деяких законів України щодо мінімізації впливу фінансової кризи на розвиток вітчизняної промисловості», прийнятого 18 грудня 2008 р., спрямований на підтримку автомобільної та переробної промисловості³;

- Закон України «Про запобігання впливу світової фінансової кризи на розвиток будівельної галузі та житлового будівництва», прийнятий 25 грудня 2008 р., спрямований на підтримку будівельної галузі та забезпечення житлових прав громадян, які потребують державної підтримки, а також стимулювання житлового будівництва в умовах світової фінансової кризи⁴. У даний Закон протягом 2010-17 рр. вносилися відповідні зміни, однак він є чинним на даний момент;

¹ Постанова КМУ від 27 грудня 2008 р. № 1119 «Про збільшення статутного капіталу відкритого акціонерного товариства «Державний ощадний банк України». URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1119-2008-%D0%BF>.

² Постанова КМУ від 17 грудня 2008 р. № 1116 «Про збільшення статутного капіталу відкритого акціонерного товариства «Державний експортно-імпортний банк України» та внесення змін до його статуту». URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1116-2008-%D0%BF>.

³ Закон України N 694-VI від 18 грудня 2008р. «Про внесення змін до деяких законів України щодо мінімізації впливу фінансової кризи на розвиток вітчизняної промисловості». URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/694-17>.

⁴ Закон України N 800-VI від 25 грудня 2008 р. «Про запобігання впливу світової фінансової кризи на розвиток будівельної галузі та житлового будівництва» URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/800-17>.

• Постанова КМУ № 925 від 14 жовтня 2008 р. «Про першочергові заходи щодо стабілізації ситуації, що склалася в гірничо-металургійному та хімічному комплексі»¹;

• КМУ також видав розпорядження № 1565-р «Про затвердження плану невідкладних заходів щодо запобігання виникненню негативних наслідків для агропромислового комплексу, зумовлених впливом світової фінансової кризи»².

Для врегулювання ситуації на ринку нафтопродуктів України встановлено імпорнтне мито на бітум нафтовий у розмірі 10 % від його митної вартості; скасовано експортне мито на скраплені гази (крім природного); вилучено з числа об'єктів оподаткування нафтопродукти, що ввозяться для промислової переробки за прямими договорами на нафтопереробні підприємства України³.

В рамках *антикризових заходів соціальної політики* вживалися заходи, спрямовані на мінімізацію зростання рівня безробіття та забезпечення громадянам соціальних гарантій від безробіття, збереження кадрового потенціалу підприємств. Також увага Уряду акцентувалася на соціальній допомозі малозабезпеченим та багатодітним сім'ям.

Незважаючи на таку ґрунтовну законодавчу базу здійснення антикризової політики в Україні, багато заходів було не реалізовано, оскільки вимагало додаткового фінансування. Не вдалося швидко зупинити девальвацію гривні та банкрутство банків. Лише після 2010 р. українська економіка відчула стабілізацію, що було зумовлено в тому числі і валютною стабільністю та стабільністю банківської системи. Можна констатувати, що стабілізацію банківської системи у цей період було досягнуто шляхом консервативної кредитної стратегії банків в умовах жорстких регулятивних вимог з

¹ Постанова КМУ № 925 від 14 жовтня 2008 р «Про першочергові заходи щодо стабілізації ситуації, що склалася в гірничо-металургійному та хімічному комплексі» URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/925-2008-%D0%BF>.

² Розпорядження КМУ від 17 грудня 2008р. № 1565-р «Про затвердження плану невідкладних заходів щодо запобігання виникненню негативних наслідків для агропромислового комплексу, зумовлених впливом світової фінансової кризи». URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/1565-2008-%D1%80>.

³ Економічна криза в Україні: виміри, ризики, перспективи / Жаліло Я. А., Бабанін О. С., Белінська Я. В. та ін. / за заг. ред. Я. А. Жаліло. К.: НІСД. 2009. 142 с.

боку НБУ, підвищеної схильності до мінімізації ризиків, орієнтації на інвестування в цінні папери замість розширення кредитування, орієнтація на погашення власних боргів¹.

У 2010 р. Уряд України почав здійснювати реформи, які теж дали позитивний стабілізуючий ефект. Незважаючи на деякі дискусійні рішення, все ж вдалося покращити регулятивні умови для стабільної економічної і фінансової діяльності підприємств на ринку, що призвело до збільшення обсягів виробництва, збільшення податкових відрахувань тощо.

Певного прогресу вдалося досягнути у формуванні сприятливого фіскального простору та дерегуляції бізнесу. У 2010 р. в Україні було прийнято Податковий кодекс України². Одним із ключових завдань якого стало саме формування фіскального поля, сприятливого для розвитку бізнесу. Позитивним рішенням для бізнесу стало скорочення кількості податків та зборів. Так, замість 29 загальнодержавних та 14 місцевих обов'язкових платежів, Податковим кодексом запроваджено відповідно 18 та 5 платежів. Одним із найбільш позитивних досягнень Податкового кодексу стало формування єдиного фіскального простору, який створює рівні можливості для усіх учасників та усуває податкову дискримінацію окремих суб'єктів.

Позитивним стало також і те, що Уряд відмовився від згубної практики надання пільг окремим підприємствам, хоча пільги для окремих галузей все ж залишилися.

Окрім прийняття Податкового кодексу, значним прогресивним кроком для формування сприятливого фіскального простору стало прийняття Закону України «Про збір та облік єдиного внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування»³, який вводив в дію в Україні єдиний соціальний внесок, що замінив собою обов'язкові внески в чотири фонди державного соціального страхування.

¹ Забезпечення фінансової стабільності в Україні в умовах посткризової економіки. К.: НІСД, 2011. 38с.

² Податковий кодекс України. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2755-17>.

³ Про збір та облік єдиного внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування»: Закон України від 08.07.2010р. № 2464-VI. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2464-17>.

Позитивним для бізнес-середовища країни стало скорочення дозвільних актів, які вимагають отримання ліцензій, дозволів, узгоджень, сертифікатів тощо. У 2010 р. уряд розпочав масштабні заходи з дерегуляції, скасувавши певні вимоги щодо отримання ліцензій та дозволів. Так, скасовано ліцензування 18 видів економічної діяльності, серед яких – перевезення вантажів, виробництво біогазу та рідкого палива з біомаси, надання туристичних послуг; спрощено ліцензування будівельних робіт тощо. Ці та інші заходи забезпечили розвиток індустрії, залучення інвестицій, загалом, економічне зростання країни, яке тривало до 2014р.

Погіршення економічного становища України у 2014-2016рр. розбалансувало всі ринки, в тому числі і грошовий. Як показує досвід, фінансове оздоровлення економіки в період криз починається саме з ефективного монетарного регулювання, тобто від правильного вибору Національним банком України стратегії монетарної політики. На даний час в основі монетарної політики НБУ є положення, закріплені в Меморандумі України з МВФ.

Для збалансованого досягнення своїх цілей Національний банк повинен дотримуватись таких основних принципів реалізації грошово-кредитної (монетарної) політики¹:

- пріоритетність досягнення та підтримки цінової стабільності в державі;
 - дотримання режиму плаваючого обмінного курсу;
 - перспективний характер прийняття рішень, які мають ґрунтуватися на макроекономічній основі та сприяти економічному зростанню. Рішення щодо параметрів грошово-кредитної (монетарної) політики ґрунтуватимуться на комплексному макроекономічному аналізі та прогнозі;
 - інституційна, фінансова та операційна незалежність, яка використовуватиметься Національним банком для виконання своїх функцій;
 - прозорість та підзвітність діяльності Національного банку.
- Для стабілізації інфляційних та валютно-курсних очікувань і дося-

¹ Основні засади грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу: рішення Ради Національного банку України № 37-рд від 12 вересня 2017 р. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/vr037500-17>.

гнення пріоритетної цілі Національний банк проводитиме послідовну, підзвітну та прозору грошово-кредитну (монетарну) політику.

Під час проведення грошово-кредитної політики для досягнення цілей з інфляції НБУ як основний монетарний інструмент використовує облікову ставку, яка встановлюється Правлінням Національного банку та відображає стан грошово-кредитної (монетарної) політики, слугуючи операційною ціллю для короткострокових процентних ставок на міжбанківському кредитному ринку.

Аналіз динаміки зміни облікової ставки протягом 2001-2017 рр. свідчить про її значні коливання. Так, на початку 2001 р. облікова ставка склала 25%., а вже у грудні 2001р. – лише 12,5% (див. табл. 4.4). До 2004р. збереглася тенденція до зменшення облікової ставки до рівня 7%. У наступні роки її значення незначно коливалося. Навіть у період світової фінансової кризи облікова ставка досягла з 30.04.2008 по 14.06.2009 свого максимуму у 12%. У посткризовий період її значення знову повернулося у межі 6-7.5%. Нестабільність 2014 року, яка суттєво розбалансувала валютний ринок, призвела до необхідності застосування Національним банком України з квітня 2014 року підвищення облікової ставки з 14% до максимального значення 30% у березні 2015 року.

Таблиця 4.4

Динаміка облікової ставки НБУ¹

Період	Облікова ставка, %		Період	Облікова ставка, %	
	2	3		4	5
з 10.03.2001 по 06.04.2001	25		з 13.11.2014 по 05.02.2015	14	1,50
з 07.04.2001 по 10.06.2001	21	-4.00	з 06.02.2015 по 03.03.2015	19,5	5,50
з 11.06.2001 по 08.08.2001	19	-2.00	з 04.03.2015 по 27.08.2015	30	10,50
з 09.08.2001 по 09.09.2001	17	-2.00	з 28.08.2015 по 24.09.2015	27	-3.00
з 10.09.2001 по 09.12.2001	15	-2.00	з 25.09.2015 по 29.10.2015	22	-5.00

¹ Облікова ставка НБУ. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/banks/nbu/refinance>.

Продовження табл. 4.4

1	2	3	4	5	6
з 10.12.2001 по 10.03.2002	12,5	-2.50	з 30.10.2015 по 17.12.2015	22	0.00
з 11.03.2002 по 03.04.2002	11,5	-1.00	з 18.12.2015 по 27.01.2016	22	0.00
з 04.04.2002 по 04.07.2002	10	-1.50	з 28.01.2016 по 02.03.2016	22	0.00
з 05.07.2002 по 04.12.2002	8	-2.00	з 03.03.2016 по 21.04.2016	22	0.00
з 05.12.2002 по 08.06.2004	7	-1.00	з 22.04.2016 по 26.05.2016	19	-3.00
з 09.06.2004 по 06.10.2004	7,5	0.50	з 27.05.2016 по 23.06.2016	18	-1.00
з 07.10.2004 по 08.11.2004	8	0.50	з 24.06.2016 по 28.07.2016	16,5	-1.50
з 09.11.2004 по 09.08.2005	9	1.00	з 29.07.2016 по 15.09.2016	15,5	0.00
з 10.08.2005 по 09.06.2006	9,5	0.50	з 16.09.2016 по 27.10.2016	15	-0.50
з 10.06.2006 по 31.05.2007	8,5	-1.00	з 28.10.2016 по 07.12.2016	14	-1.00
з 01.06.2007 по 31.12.2007	8	-0.50	з 08.12.2016 по 25.01.2017	14	0.00
з 01.01.2008 по 29.04.2008	10	2.00	з 26.01.2017 по 01.03.2017	14	0.00
з 30.04.2008 по 14.06.2009	12	2.00	з 02.03.2017 по 02.03.2017	14	0.00
з 15.06.2009 по 11.08.2009	11	-1.00	з 03.03.2017 по 13.04.2017	14	0.00
з 12.08.2009 по 07.06.2010	10,25	-0.75	з 14.04.2017 по 25.05.2017	13	-1.00
з 08.06.2010 по 07.07.2010	9,5	-0.75	з 26.05.2017 по 06.07.2017	12,5	-0.50
з 08.07.2010 по 09.08.2010	8,5	-1.00	з 07.07.2017 по 02.08.2017	12,5	0.00
з 10.08.2010 по 22.03.2012	7,75	-0.75	з 03.08.2017 по 13.09.2017	12,5	0.00
з 23.03.2012 по 09.06.2013	7,5	-0.25	з 14.09.2017 по 26.10.2017	12,5	0.00

Продовження табл. 4.4

1	2	3	4	5	6
з 10.06.2013 по 12.08.2013	7	-0.50	з 27.10.2017 по 14.12.2017	13,5	1.00
з 13.08.2013 по 14.04.2014	6,5	-0.50	з 15.12.2017 по 25.01.2018	14,5	1.00
з 15.04.2014 по 16.07.2014	9,5	3.00	з 26.01.2018 по 01.03.2018	16	1,50
з 17.07.2014 по 12.11.2014	12,5	3.00	з 02.03.2018	17	1.00

Наступний період, 2015–2017 рр., характеризується стійкою тенденцією до зниження облікової ставки. Це є свідчення пом'якшення монетарної політики, обумовленого зниженням ризиків для цінової стабільності і узгоджується з необхідністю досягнення цілей по інфляції. Однак, вже з 27.10.2017 р. облікову ставку підняли до 13,5%, з 15.12.2017 р. – до 14,5%, з 26.01.2018 р. – до 16%, і вже з 02.03.2018 р. вона складає 17%. Така ситуація є свідченням запровадженням жорсткої монетарної політики. На нашу думку, підвищення облікової ставки НБУ, окрім негативного впливу на економічне зростання, може призвести і до зниження курсу гривні.

Для успішного подолання кризових явищ та забезпечення макроекономічної стабільності, український уряд змушений був звертатися до міжнародних фінансово-кредитних організацій, зокрема МВФ, для одержання кредитів.

Загалом, співпраця України з МВФ почалася з 1992р., коли Україна одержала статус члена МВФ. З цього часу для неї затверджували фінансову допомогу у рамках семи програм «стенд-бай» і двох програм розширеного кредитування (див. табл.4.5.).

Важливо відмітити, що суттєво відрізняються суми, узгоджені при підписанні Угоди та фактично виплачені Україні (див. рис. 4.25).

Так, з узгодженої у 2008 р. суми кредиту у 11 млрд.СДР, Україна одержала лише 7 млрд.СДР (63,3%), у 2010 р. – з 10 млрд.СДР – лише 2,25 млрд.СДР (22,5%), а з узгодженої суми кредиту у 2014 р. у 10,976 млрд.СДР – лише 2,97 млрд.СДР (27%). Станом на 31.12.2017 р. з останньої кредитної лінії у розмірі 12,348 млрд.СДР Україна одержала 6,178 млрд.СДР (50%).

Таблиця 4.5

**Історія кредитування України
Міжнародним валютним фондом станом
на 31 грудня 2017р., тис. СДР¹**

	Дата підписання	Дата завершення	Узгоджена сума	Видана сума	Заборгована сума
Розширене кредитування	11.03.2015	10.03.2019	12348000	6178260	6178260
Кредити «Стенд бай»	30.04.2014	10.03.2015	10976000	2972670	2343836
Кредити «Стенд бай»	28.07.2010	27.12.2012	10000000	2250000	0
Кредити «Стенд бай»	05.11.2008	28.07.2010	11000000	7000000	0
Кредити «Стенд бай»	29.03.2004	28.03.2005	411600	0	0
Розширене кредитування	04.09.1998	03.09.2002	1919950	1193000	0
Кредити «Стенд бай»	25.08.1997	24.08.1998	398920	181328	0
Кредити «Стенд бай»	10.05.1996	23.02.1997	598200	598200	0
Кредити «Стенд бай»	07.04.1995	06.04.1996	997300	538650	0
Разом			48649970	20912108	8522097

Проаналізуємо детальніше стан трансакцій України та МВФ (див.табл. 4.6).

Як бачимо з таблиці 4.6, було три етапи активної співпраці з МВФ: 1994-2001рр., 2008-2010рр., 2014-2017рр., при чому найбільші суми кредитування припали на другий і третій етапи. Так, підписання умов про співпрацю в рамках «Standby» відбулося 4 серпня 1998р. і було дійсним до 3 серпня 2002р. Загальна сума передбаченого траншу становила 1919950 тис. СДР. Саме цей кредит фактично став необхідним засобом для подолання наслідків кризи 1998 р.

¹ Ukraine: History of Lending Arrangements as of December 31, 2017. URL: <http://www.imf.org/external/np/fin/tad/extarr2.aspx?memberKey1=993&date1key=2017-08-31>.

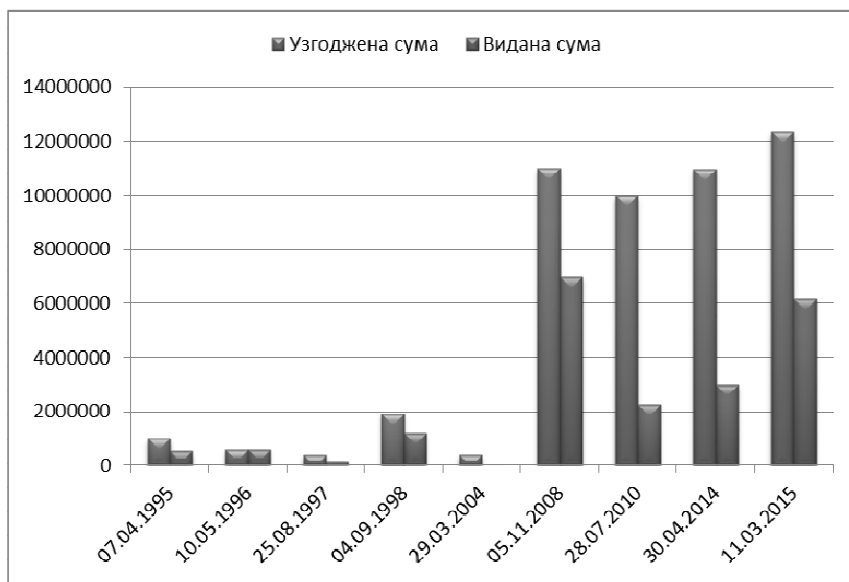


Рис. 4.25. Узгоджені та видані суми кредитів МВФ Україні

Примітка: побудовано автором на основі¹

Таблиця 4.6

Транзакції України з МВФ, СДР²

	Виплати МВФ Україні	Погашення Україною	Сплачені збори (відсотки) за кредитом	Чиста різниця між одержаними виплатами та погашеними кредитами (з відсотками)
1	2	3	4	5
1994	249325000	0	38868	249286132
1995	787975000	0	27551931	760423069

¹ Ukraine: History of Lending Arrangements as of December 31, 2017. URL: <http://www.imf.org/external/np/fin/tad/extarr2.aspx?memberKey1=993&date1key=2017-12-31>.

² Ukraine: Transactions with the Fund URL: http://www.imf.org/external/np/fin/tad/extrans1.aspx?memberKey1=993&endDate=2099-12-31&finposition_flag=YES

Продовження табл. 4.6

1	2	3	4	5
1996	536000000	0	51289813	484710187
1997	207262000	0	74062799	133199201
1998	281815500	77331250	84795670	119688580
1999	466600000	407031249	80734514	-21165763
2000	190070000	643491270	92499478	-545920748
2001	290780000	361231584	68164641	-138616225
2002	0	140748392	42719449	-183467841
2003	0	144516665	31075544	-175592209
2004	0	201800002	30057314	-231857316
2005	0	202825419	34108497	-236933916
2006	0	278974998	35979125	-314954123
2007	0	278975000	25278365	-304253365
2008	3000000000	215618334	8608160	2775773506
2009	4000000000	57283337	87374376	3855342287
2010	2250000000	0	157671211	2092328789
2011	0	0	230042458	-230042458
2012	0	2234375000	198041797	-2432416797
2013	0	3656250000	110651324	-3766901324
2014	2972670000	2390625000	38583660	543461340
2015	4728100000	968750000	106297866	3653052134
2016	716110000	0	155497913	560612087
2017	734050000	628833750	220393516	-115177266

Наступна вагома угода про транш була підписана 3 листопада 2008 р. на загальну суму 11 млрд.СДР, хоча фактично було виплачено лише 7 млрд.СДР. Транші 2010р. стали необхідні в рамках антикризових заходів урядів з подолання наслідків світової фінансової кризи 2008р., для консолідації державних фінансів, відновлення стійкості банківської системи, удосконалення грошово-кредитної політики щодо контролю за ціновою стабільністю, підвищення гнучкості валютного курсу. У той же час, для подолання наслідків нециклічної кризи 2015 р. було досягнуто домовленості з МВФ про виділення в рамках Програми розширеного кредитування 12,348 млрд. СДР, з яких станом на кінець 2017р. виплачено 6,128 млрд. СДР. Ці виплати також були призначені для підтримання гнучкого обмінного курсу для відновлення конкурентоспро-

можності, стабілізації фінансової системи, поступового зниження неприйнятно високого рівня бюджетного дефіциту, мінімізацію збитків у паливно-енергетичному секторі, удосконалення системи державного управління. З даної ситуації, щодо невисокої частки фактично виданих кредитів, можна зробити висновок, що кожен раз, підписуючи Угоду з МВФ, Україна зобов'язувалася виконати певний перелік зобов'язань, однак так їх повністю і не виконувала. З іншого боку, частина вимог МВФ були неприйнятними, як для урядів, так і суспільства загалом.

Так, кредит МВФ 2014-15 рр. стимулював прийняття низки заходів, які погіршили соціальне становище населення України: пенсійної реформи, прийняття нового податкового кодексу, підвищення тарифів на житлово-комунальні послуги тощо. Такі дії уряду сформували стійке негативне ставлення громадян до тодішньої влади. І навіть за умови зміни влади заборгованість залишиться – у цьому й полягає вся неоднозначність взаємин України та МВФ.

Умовою отримання чергового траншу від МВФ у 2018 р. є прийняття закону про Антикорупційний суд і приведення цін на газ до ринкового рівня. Якщо з першою вимогою ще можна погодитися, то друга – знову призведе до бідності населення та соціальної напруги в суспільстві.

Якщо дивитися на графічну інтерпретацію минулих та майбутніх трансакцій України та МВФ, можна виокремити тенденцію, що пік погашення Україною кредитів, наданих МВФ припав на 2012 р. та 2013 р., що посилило борговий тягар і зумовило необхідність домовленостей про наступні транші (див. рис. 4.26).

Україна на даний час є одним з найбільших країн-боржників перед МВФ, як і країни, які були вражені борговою кризою: Греція і Португалія. Україна ж оговтується від нециклічної кризи через військово-політичний конфлікт. Так, станом на 31 січня 2017 р. країнами-лідерами за сумою непогашених кредитів МВФ є Греція – 9515975 тис. СДР (21% загальної суми кредитів), Україна – 8522096 тис. СДР (19% загальної суми кредитів), Португалія – 4570568 тис. СДР (10% загальної суми кредитів).

Аналізуючи роки співпраці України з МВФ, можна дійти висновку, що існуюча модель фінансового програмування МВФ не призначена для розробки середньострокових антикризових фінансових програм в Україні.

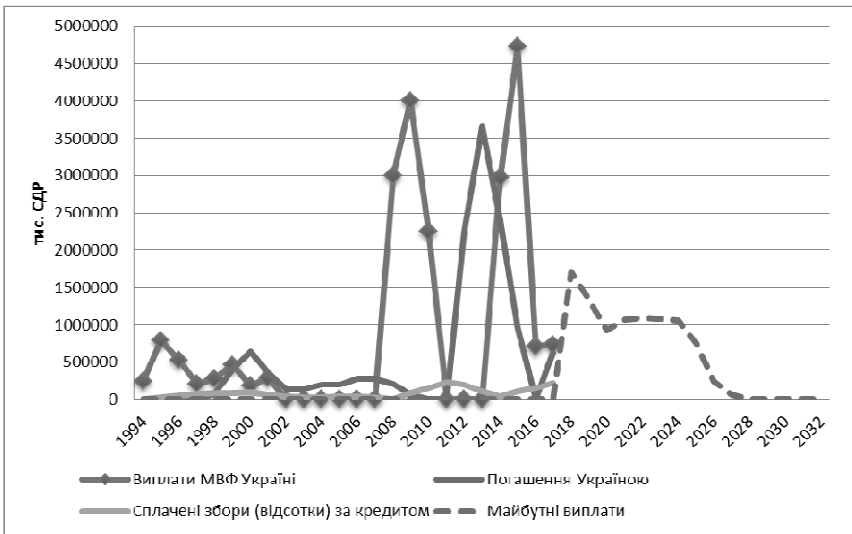


Рис. 4.26. Трансакції України з МВФ та майбутні платежі, тис. СДР

Примітка: побудовано автором на основі Ukraine: Transactions with the Fund URL: http://www.imf.org/external/np/fin/tad/extrast1.aspx?memberKey1=993&endDate=2099-12-31&finposition_flag=YES; ¹Ukraine: Projected Payments to the IMF. URL: <http://www.imf.org/external/np/fin/tad/extforth.aspx?memberkey1=993&date1key=2017-12-31&category=forth&year=2018&trxttype=repchg&overforth=f&schedule=exp&extend=y>

Вона може бути лише додатковим короткостроковим інструментом, який допомагає побачити певні диспропорції у балансах монетарного, бюджетного і зовнішньоекономічного секторів. Для подолання цих диспропорцій і виходу на траєкторію стійкого економічного зростання необхідна системна національна стратегія, яка повинна враховувати складні нелінійні фінансово-економічні зв'язки і будуватись на більш доскональній макроекономічній моделі з врахуванням специфіки інституційного устрою країни.

¹ Ukraine: Projected Payments to the IMF. URL: <http://www.imf.org/external/np/fin/tad/extforth.aspx?memberkey1=993&date1key=2017-12-31&category=forth&year=2018&trxttype=repchg&overforth=f&schedule=exp&extend=y>

Таким чином, методологічний і модельний підхід, що застосовується МВФ для визначення монетарних умов для України, потребує певного оновлення з метою його наближення до реальності і підвищення прогностичної сили модельного інструментарію. Реформування світового фінансового порядку і МВФ, яке відбувається після початку глобальної кризи, повинно стосуватися також вдосконалення методологічних підходів МВФ до визначення умов надання кредитів країнам, що потрапили у кризу.

У самих умовах МВФ є внутрішній парадокс: з одного боку ставиться ціль збільшення чистих (власних) міжнародних резервів НБУ, а з іншого, – жорстко обмежуються можливості стимулювання експорту через внутрішнє кредитування для зростання експортної виручки, яка повинна стати основним джерелом для поповнення цих резервів та виходу економіки на траєкторію економічного зростання.

4.3. Формування антикризового механізму України у вимірах нового світового фінансового порядку

Затяжні та системні кризові явища в економіці України свідчать про недосконалість антикризового регулювання та значні прорахунки у цій сфері. Тому для вирішення накопичених проблем необхідна розробка нового антикризового механізму, який би відповідав новітнім викликам зміни парадигми функціонування світової фінансової системи та забезпечував стійке інклюзивне зростання.

При розробці антикризового механізму регулювання економіки України велике значення відіграють знаходження оптимуму, точок зростання ВВП, яке забезпечують ряд факторів, частково проаналізовані у попередніх параграфах роботи.

Для цього нами розроблена методика визначення впливу на економічне зростання країни факторів, які можуть бути індикаторами фінансової кризи. Дана методика дозволяє визначати зони стабільності ВВП при триманні в певних межах значення цих факторів. На основі факторного аналізу з 25 факторів нами було обрано 8 та визначено їх значимість у впливі на ВВП (див. табл. 4.7).

Таблиця 4.7

Перелік показників, обраних для аналізу впливу на ВВП країни, їх значимість, приріст та умовні позначення

Показник	Умовні позначення		Значимість факторів, %	Річний приріст факторів, %
Рахунок поточних операцій	X4	(P<0>)	12,56	12,90
Золотовалютні резерви	X7	(P<1>)	12,15	11,78
Грошова маса, станом на грудень року	X13	(P<2>)	13,20	10,41
Обслуговування боргу (% від ВНД)	X14	(P<3>)	12,09	12,57
Кредити, надані Україні МВФ	X16	(P<4>)	12,04	12,4
Валове нагромадження капіталу	X21	(P<5>)	12,82	13,32
Кредити МБРР та МАР	X22	(P<6>)	13,19	13,43
Індекс споживчих цін	X23	(P<7>)	11,97	13,11
ВВП	X27	(vvp)	-	-

Аналізувалися дані з 2005р. по 2016р.¹.

Розрахунок здійснювався методом найменших квадратів за допомогою програми MathCAD-15. Обраховано коефіцієнти трьохвимірного зв'язку виду:

$$vvp = f_0 + f_1 \cdot a + f_2 \cdot b + f_3 \cdot a \cdot b + f_4 \cdot a^2 + f_5 \cdot b^2 \quad (4.6)$$

Тобто, нами розраховано стан впливу на ВВП (vvp) двох незалежних факторів (а та b). Нами бралися найбільш суттєвіші і значимі комбінації.

Дані, які нами нами одержані, розміщені у додатку А.

Інше проведене нами дослідження дозволило розрахувати стан приросту ВВП (vvp) під впливом приростів двох незалежних факторів (а та b). Розрахунок проводився теж методом найменших ква-

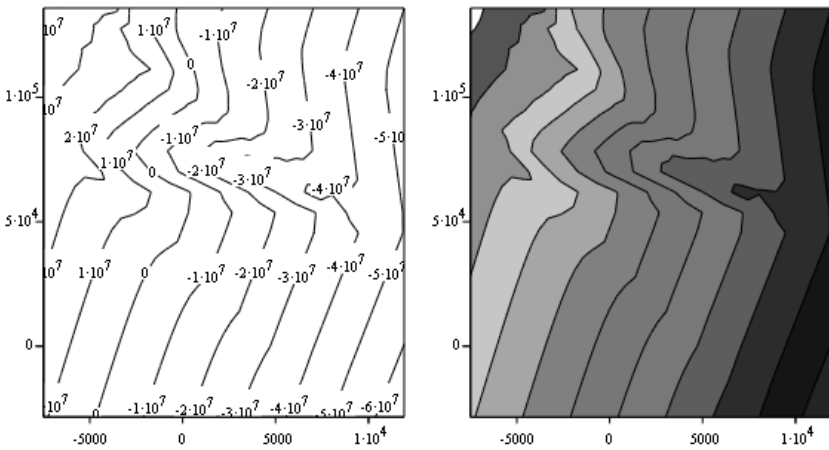
¹ World Development Indicators URL: <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators#>

дол. США; для грошової маси – до показника 1000000 млн. грн. Якщо порівнювати з фактичними показниками 2016р., то значення рахунку поточних операцій було навіть і кращим, а грошова маса склала 1102700 млн.грн., що перевищило допустиму межу.

Нами одержано наступну формулу розрахунку впливу на приріст ВВП приросту цих факторів:

$$\begin{aligned} dvvp = & -5,83 * 10^6 - 7,71 * 10^3 dP <0> - \\ & - 368,25 dP <2> + 0,038 * dP <0> * dP <2> + \\ & + 0,221 * dP <0>^2 + 3,78 * 10^{-3} * dP <2>^2 \end{aligned} \quad (4.9)$$

Подамо графічну інтерпретацію даної залежності.



$(dP^{(0)}, dP^{(2)}, dvvp)$

$(dP^{(0)}, dP^{(2)}, dvvp)$

Рис. 4.28. Залежність приросту ВВП від приросту рахунку поточних операцій та грошової маси

Примітка: розраховано та побудовано автором

На жаль, для цієї взаємозалежності також чіткої зони стабільності чи нестабільності не виявлено. Однак, для ВВП буде позитивним, коли рахунок поточних операцій буде зменшуватися на -5000 од., а грошова маса зростати від 0 до 100000 од.

2) Золотовалютні резерви та грошова маса.

Нами одержано відповідну формулу розрахунку впливу на ВВП стану золотовалютних резервів та грошової маси та дано графічну інтерпретацію.

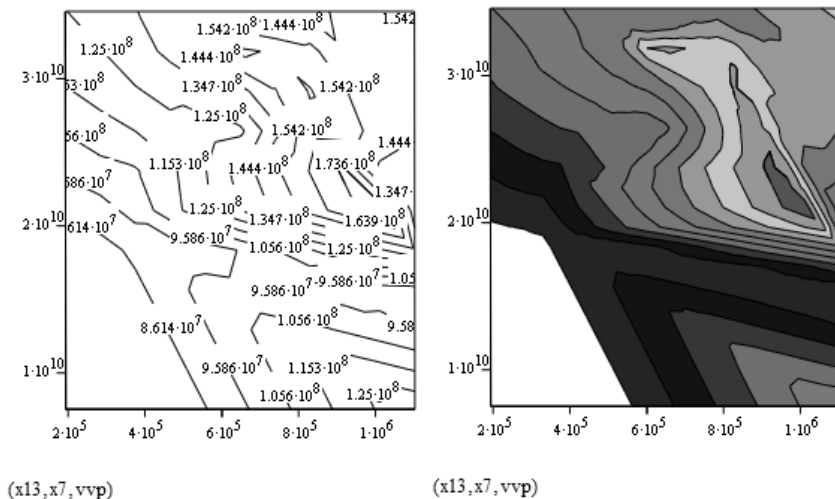


Рис. 4.29. Залежність ВВП від золотовалютних резервів та грошової маси

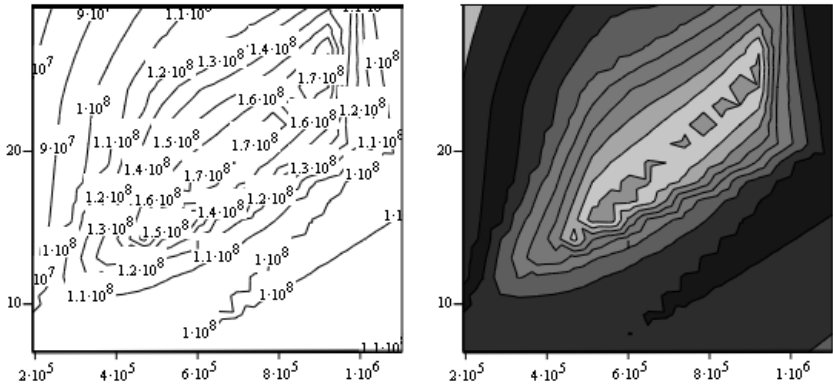
Примітка: розраховано та побудовано автором

Можемо відмітити, що зона стабільності для ВВП буде, коли грошова маса $x_{13} = 1 * 10^6 - 9 * 10^5$, (в межах 1000000 млн. грн.), а золотовалютні резерви, відповідно, $x_7 = 2,2 * 10^{10} \pm 0,5 * 10^{10}$, тобто від 15 до 25 млрд. дол. США. Тому, уряду країни потрібно вживати заходи, щоб тримати ці показники в таких рамках. В іншому разі, можна очікувати коливання ВВП.

3) Грошова маса та рівень обслуговування боргу (% від ВНД).

Дана залежність є цікавою для дослідження, оскільки опосередковано можна прослідкувати, чи відбивається зростання заборгованості на рості грошової маси та на рості ВВП.

Як бачимо з рисунку 4.30, зона стабільності ВВП є достатньо фрагментованою і несутільною. При чому, показник грошової маси знаходиться в межах $x_{13} = 5 * 10^5$ до $x_{13} = 9 * 10^5$. А рівень обслуговування боргу $x_{14} = 15$ до $x_{15} = 20$.

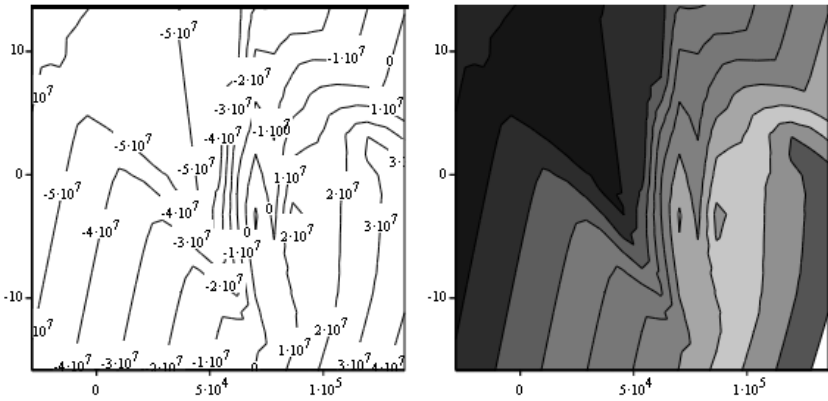


(x13, x14, vvp)

(x13, x14, vvp)

Рис. 4.30. Залежність ВВП від рівня грошової маси та рівня обслуговування боргу

Примітка: розраховано та побудовано автором



(dP⁽²⁾, dP⁽³⁾, dvvp)

(dP⁽²⁾, dP⁽³⁾, dvvp)

Рис. 4.31. Залежність приросту ВВП від приросту грошової маси та від приросту рівня обслуговування боргу

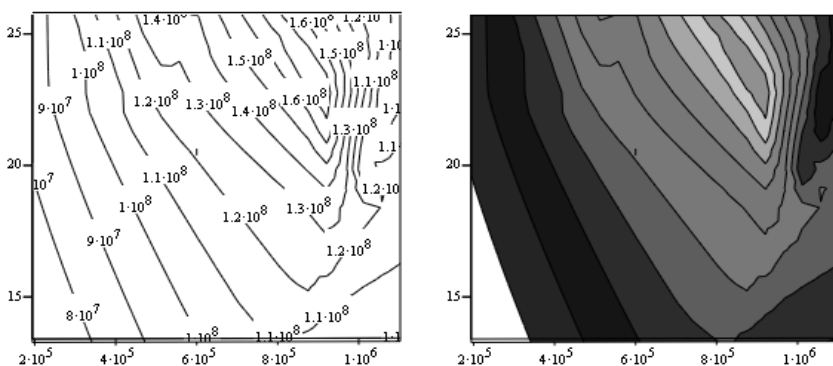
Примітка: розраховано та побудовано автором

У 2016 р. грошова маса не знаходилася у цих межах, а от рівень обслуговування боргу склав 16%.

Неоднозначну ситуацію одержимо при дослідженні приросту ВВП під впливом цих факторів.

Чітко вираженої зони стабільності немає, однак приріст грошової маси повинен бути не більшим 100000 млн. грн, а рівень обслуговування боргу зростати не більше як на 2%.

4) Грошова маса та валове нагромадження капіталу
Одержано таку графічну інтерпретацію (див. рис. 4.32).



(x13, x21, vvp)

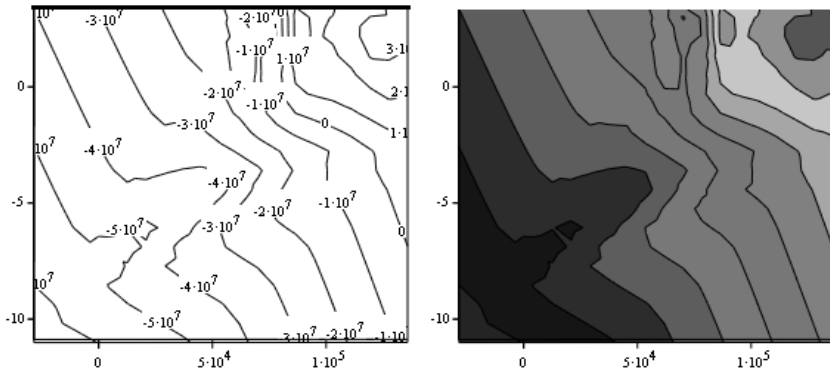
(x13, x21, vvp)

Рис. 4.32. Залежність ВВП від рівня грошової маси та валового нагромадження капіталу

Примітка: розраховано та побудовано автором

Як бачимо з рисунку 4.32, зона стабільності для ВВП при грошовій масі $x13 = 8 * 10^5 \pm 10^5$ млн. грн., та рівні валового нагромадження капіталу $x21 = 24 \pm 3\%$. У 2016 р. валове нагромадження капіталу становило 21,5%, що є у цих межах.

Що ж стосується дослідження приростів, то тут чіткої зони стабільності чи нестабільності не виявлено (див. рис. 4.33). Однак, прослідковується тенденція, що приріст валового нагромадження капіталу повинен бути більшим 0, а приріст грошової маси не більше 100000.



$$(dP^{(2)}, dP^{(5)}, dvvp)$$

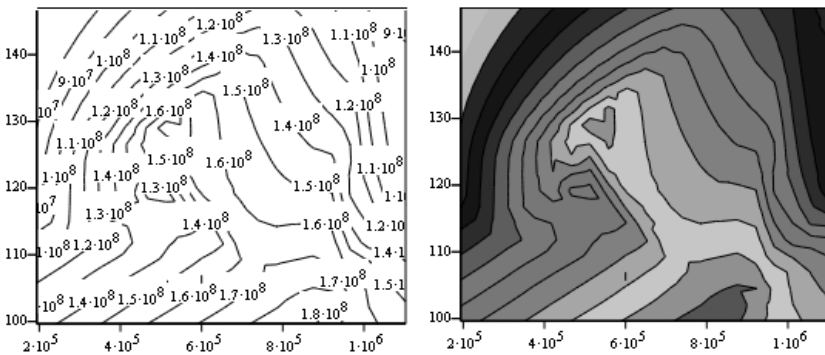
$$(dP^{(2)}, dP^{(5)}, dvvp)$$

Рис. 4.33. Залежність приросту ВВП від приросту грошової маси та приросту валового нагромадження капіталу

Примітка: розраховано та побудовано автором

5) Грошова маса та Індекс споживчих цін

При дослідженні взаємозалежності цих двох факторів виявлено дві зони відносної стабільності ВВП (див. рис. 4.34).



$$(x13, x23, vvp)$$

$$(x13, x23, vvp)$$

Рис. 4.34. Залежність ВВП від рівня грошової маси та індексу споживчих цін

Примітка: розраховано та побудовано автором

У першому випадку ми стикаємося з ситуацією, коли відносно високий індекс цін корелюється з незначною грошовою масою, вдвічі меншою за рівень 2016 р. Тут зона стабільності для ВВП при грошовій масі $x_{13} = 5 * 10^5 \pm 10^5$, та індексі споживчих цін $x_{23} = 130 \pm 5$.

У іншому випадку стабільність можлива при мінімальному зростанні індексу споживчих цін – від 100 до 109% по відношенні до попереднього року та вже більшій грошовій масі – 600000 до 900000 млн.грн.

Щодо дослідження приростів, то ситуація подібна (див. рис. 4.35).

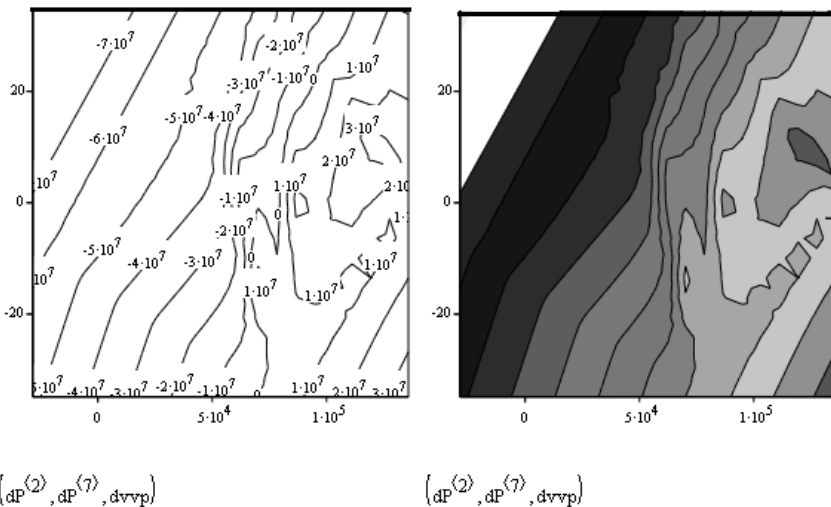


Рис. 4.35. Залежність приросту ВВП від приросту грошової маси та приросту індексу споживчих цін

Примітка: розраховано та побудовано автором

У даному випадку одержуємо зону стабільності росту ВВП: $dP <2> = 1 * 10^5 \pm 10^4$, $dP <7> = 5 \pm 10$. Також можливе зростання при дефляції та збільшенні грошової маси, хоча такий варіант є малоймовірним.

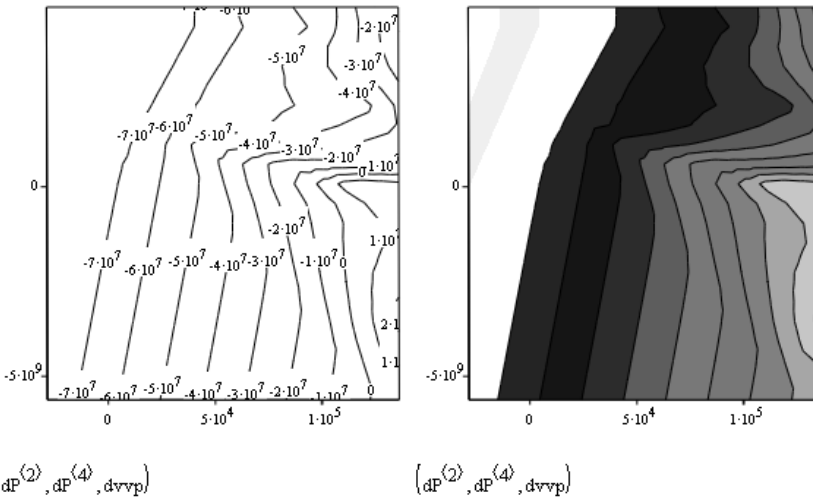


Рис. 4.37. Залежність приросту ВВП від приросту грошової маси та приросту кредитів, наданих Україні МВФ

Примітка: розраховано та побудовано автором

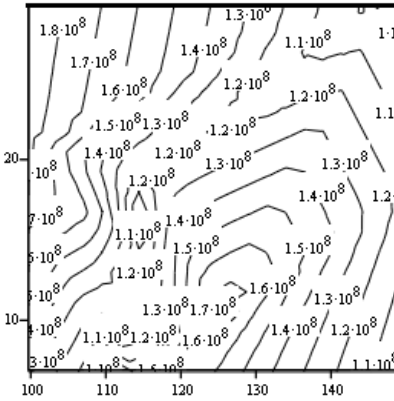
7) Обслуговування боргу та Індекс споживчих цін.

Дослідження цих факторів є важливим, оскільки дозволяє показати, чи впливає (і як саме) необхідність виплати зовнішніх запозичень на зростання цін та яке співвідношення цих показників дозволяє забезпечити стабільне зростання ВВП.

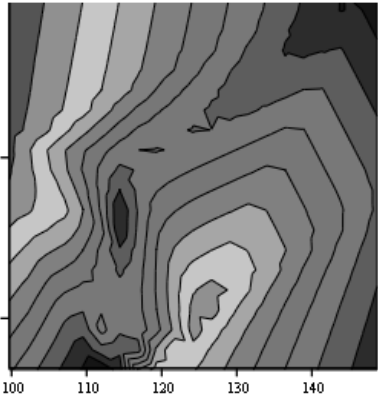
Графічна інтерпретація, подана на рис. 4.38, дозволила виділити зону стабільності для ВВП при індексі споживчих цін $x_{23} = 125 \pm 10$, та рівні обслуговування боргу $x_{14} = 10 \pm 3$. Якщо у 2016 р. індекс споживчих цін був нижчим цього показника, то рівень обслуговування боргу був вищим. Тобто, зони стабільності для ВВП не було досягнуто.

В той же час чітко виділяється зона небезпеки, тобто сприятлива ситуація для падіння ВВП, при індексі споживчих цін $x_{23} = 115 \pm 2$, та рівні обслуговування боргу $x_{14} = 16 \pm 3$. Тобто, якраз така ситуація і склалася у 2016 р.

Дослідження залежності приросту ВВП від приросту обслуговування боргу та приросту Індексу споживчих цін дозволило визначити наступну зону стабільності росту ВВП: рівень обслуговування боргу $dP <3> = 3 \pm 5$, Індекс споживчих цін $dP <7> = 5 \pm 10$ (див. рис. 4.39).



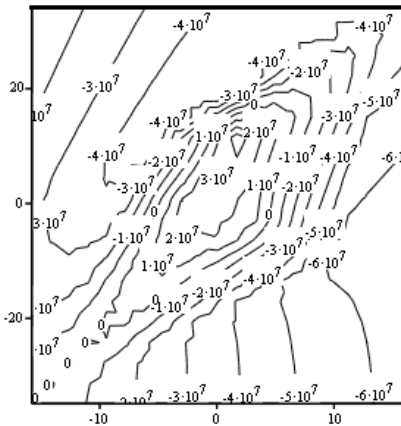
(x23 .x14. vvv)



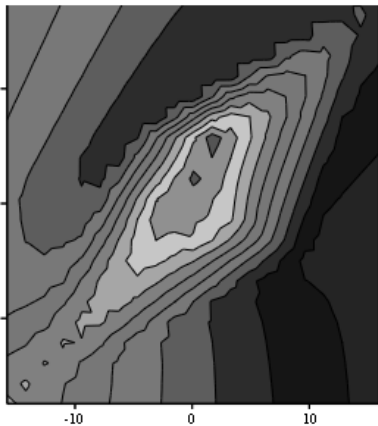
(x23 .x14. vvv)

Рис. 4.38. Залежність ВВП від рівня обслуговування боргу та Індексу споживчих цін

Примітка: розраховано та побудовано автором



(dP⁽³⁾, dP⁽⁷⁾, dvvp)



(dP⁽³⁾, dP⁽⁷⁾, dvvp)

Рис. 4.39. Залежність приросту ВВП від приросту обслуговування боргу та приросту Індексу споживчих цін

Примітка: розраховано та побудовано автором

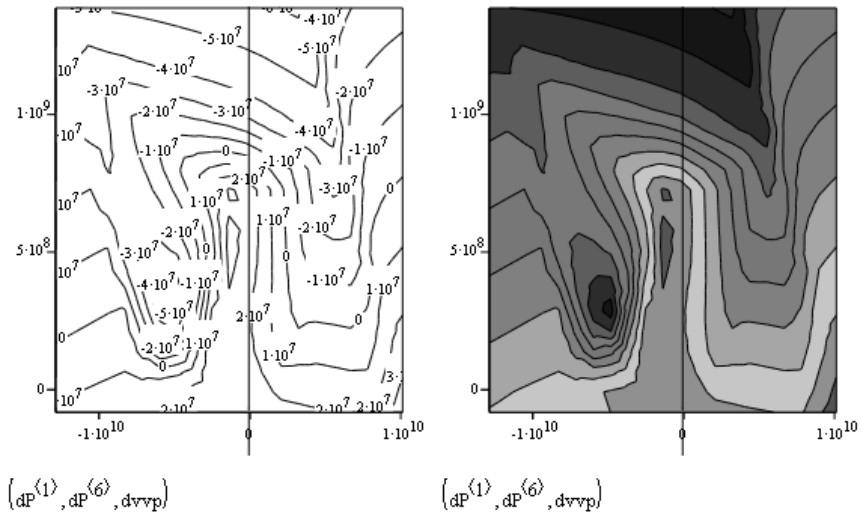


Рис. 4.41. Залежність приросту ВВП від приросту золотовалютних резервів та приросту кредитів МБРР та МАР

Примітка: розраховано та побудовано автором

9) Золотовалютні резерви та кредити, надані Україні МВФ

Графічна інтерпретація залежності ВВП від стану золотовалютних резервів в Україні та кредитів, наданих Україні МВФ дозволила встановити зону стабільності для ВВП при золотовалютних резервах при $x7 = 3 * 10^{10} \pm 10^9$ дол. США, при сумі кредитів, наданих Україні МВФ $x16 = 4,1 * 10^9 \pm 0,5 * 10^9$ дол. США (див. рис. 4.42). На даний момент золотовалютні резерви є вдвічі меншими, а кредити МВФ лише у кризові роки сягали таких сум.

Аналіз впливу на приріст ВВП від приросту золотовалютних резервів та приросту кредитів, наданих МВФ дозволив виділити як зону стабільного росту, так і небезпечного спаду (див. рис. 4.43).

Зона стабільності росту ВВП прирості золотовалютних резервів $dP^{<1>} = 0 \pm 10^9$, дол. США та прирості кредитів МВФ $dP^{<4>} = 5 * 10^9 \pm 10^8$ дол. США.

Дві зони небезпечного спаду ВВП: $dP^{<1>} = \pm 5 * 10^9 \pm 10^9$ дол. США, $dP^{<6>} = 3 * 10^8 \pm 2 * 10^8$ дол. США.

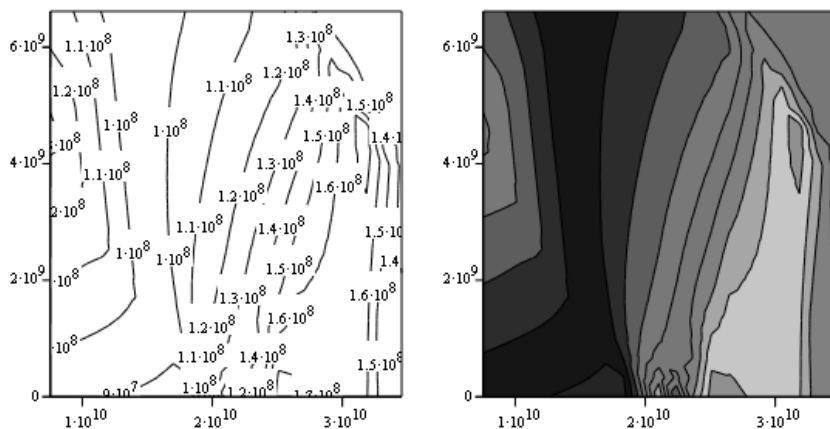
 $(x7, x16, vvp)$ $(x7, x16, vvp)$

Рис. 4.42. Залежність ВВП від рівня золотовалютних резервів та кредитів, наданих Україні МВФ

Примітка: розраховано та побудовано автором

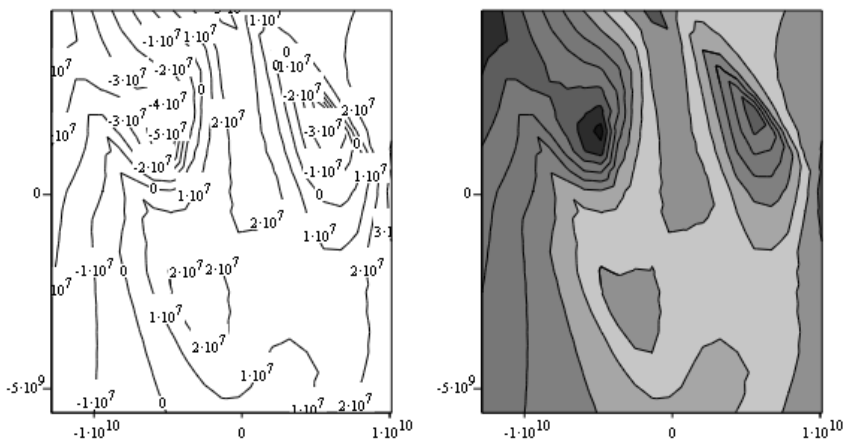
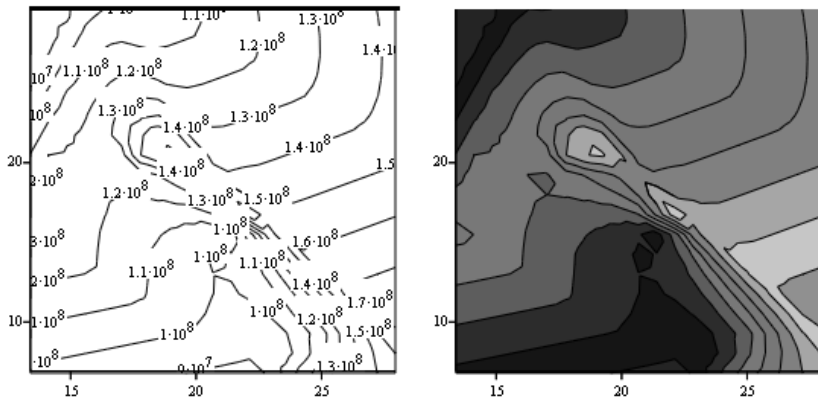
 $(dP^{(1)}, dP^{(4)}, dvvp)$ $(dP^{(1)}, dP^{(4)}, dvvp)$

Рис. 4.43. Залежність приросту ВВП від приросту золотовалютних резервів та приросту кредитів, наданих Україні МВФ

Примітка: розраховано та побудовано автором

10) Обслуговування боргу та валове нагромадження капіталу

Дослідження залежності ВВП від рівня обслуговування боргу та валового нагромадження капіталу завдяки графічній інтерпретації дозволило визначити таку зону стабільності для ВВП: при валовому нагромадженні капіталу $x_{21} = 18 \pm 1\%$, рівень обслуговування боргу $x_{14} = 20 \pm 3\%$ (див. рис. 4.44). Варто зауважити, що у 2016 р. ці показники були кращими.



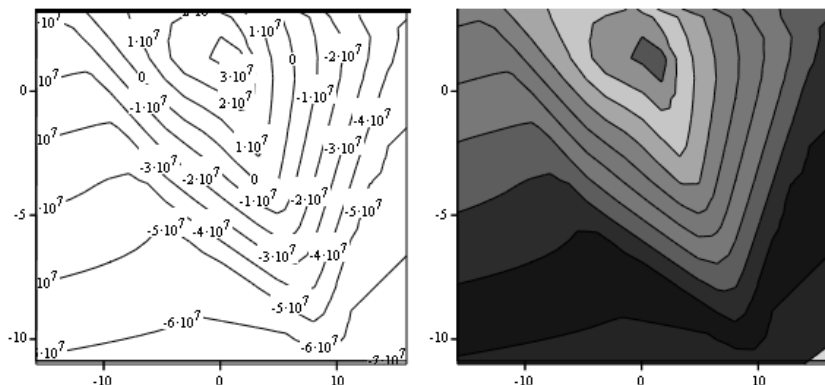
(x21, x14, vvp)

(x21, x14, vvp)

Рис. 4.44. Залежність ВВП від рівня обслуговування боргу та валового нагромадження капіталу

Примітка: розраховано та побудовано автором

Для стабільного росту ВВП необхідно, щоб приріст обслуговування боргу становив $dP \langle 3 \rangle = 0 \pm 5\%$, а приріст валового нагромадження капіталу $dP \langle 5 \rangle = 2 \pm 3\%$ (див. рис. 4.45).



$$(dP^{(3)}, dP^{(5)}, dvvp)$$

$$(dP^{(3)}, dP^{(5)}, dvvp)$$

Рис. 4.45. Залежність приросту ВВП від приросту обслуговування боргу та приросту валового нагромадження капіталу

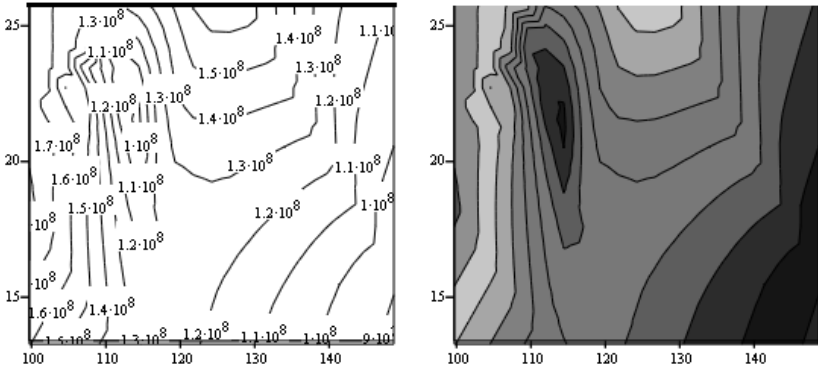
Примітка: розраховано та побудовано автором

11) Індекс споживчих цін та валове нагромадження капіталу

Аналіз залежності ВВП від Індексу споживчих цін та валового нагромадження капіталу дозволив встановити зона небезпеки при індексі споживчих цін $x_{23} = 114 \pm 2$, та валовому нагромадженні капіталу $x_{21} = 22 \pm 5\%$ (див. рис. 4.46).

Відзначимо, що у 2016 р. ці показники знаходилися саме у цих межах, що становлять загрозу, тобто спричиняють спад ВВП.

Однак, для стабільності росту ВВП необхідно, щоб приріст Індексу споживчих цін $dP^{(3)} = 0 \pm 5$, а приріст валового нагромадження капіталу – $dP^{(5)} = 2 \pm 3\%$ (див. рис. 4.47.).

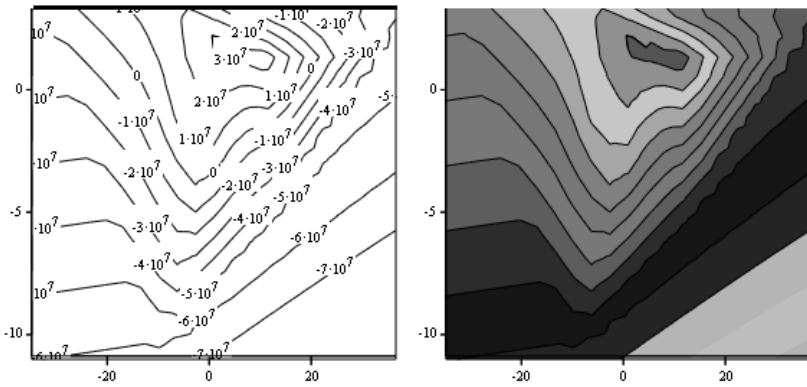


(x_{23}, x_{21}, vvp)

(x_{23}, x_{21}, vvp)

Рис. 4.46. Залежність ВВП від Індeksu споживчих цін та валового нагромадження капіталу

Примітка: розраховано та побудовано автором



$(dP^{(7)}, dP^{(5)}, dvvp)$

$(dP^{(7)}, dP^{(5)}, dvvp)$

Рис. 4.47. Залежність приросту ВВП від приросту Індeksu споживчих цін та приросту валового нагромадження капіталу

Примітка: розраховано та побудовано автором

12) Рахунок поточних операцій та обслуговування боргу

Рівень обслуговування боргу негативно впливає на стан рахунку поточних операцій. Тому аналіз взаємодії цих показників і їхнього впливу на ВВП є важливим.

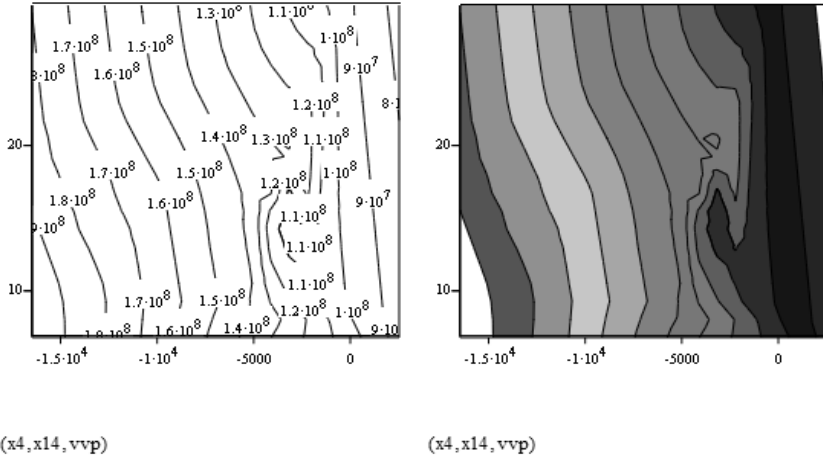


Рис. 4.48. Залежність ВВП від рахунку поточних операцій та обслуговування боргу

Примітка: розраховано та побудовано автором

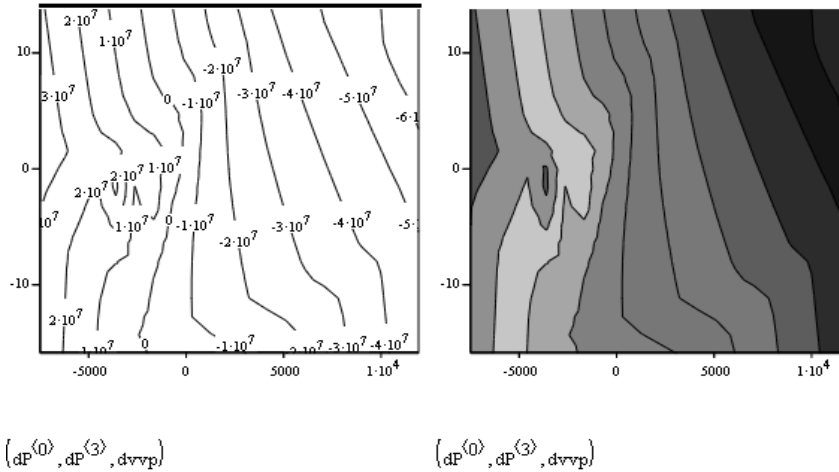


Рис. 4.49. Залежність приросту ВВП від приросту рахунку поточних операцій та приросту обслуговування боргу

Примітка: розраховано та побудовано автором

13) Рахунок поточних операцій та валове нагромадження капіталу

Графічна інтерпретація залежності ВВП від рахунку поточних операцій та валового нагромадження капіталу не дозволила виявити ні зони стабільного росту, ні зони небезпеки (див. рис. 4.50).

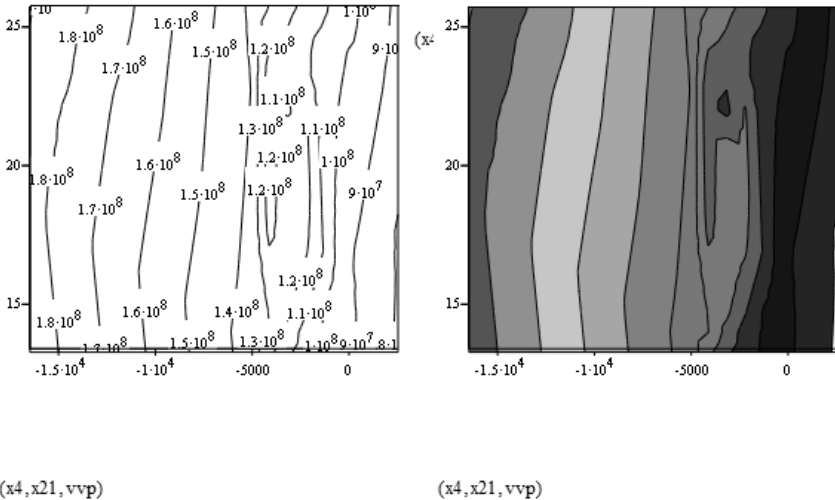
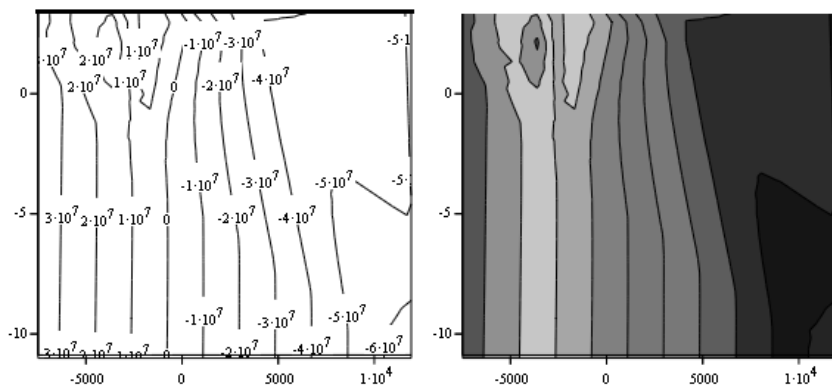


Рис. 4.50. Залежність ВВП від рахунку поточних операцій та валового нагромадження капіталу

Примітка: розраховано та побудовано автором

У той же час, нам вдалося вивити зону стабільності росту ВВП при зміні рахунку поточних операцій $dP<0> = -4000 \pm 500$ млн. дол. США, та прирості валового нагромадження капіталу $dP<5> = 3 \pm 3\%$ (див. рис. 4.51).



$$\{dP^{(0)}, dP^{(5)}, dVVP\}$$

$$\{dP^{(0)}, dP^{(5)}, dVVP\}$$

Рис. 4.51. Залежність приросту ВВП від приросту рахунку поточних операцій та приросту валового нагромадження капіталу

Примітка: розраховано та побудовано автором

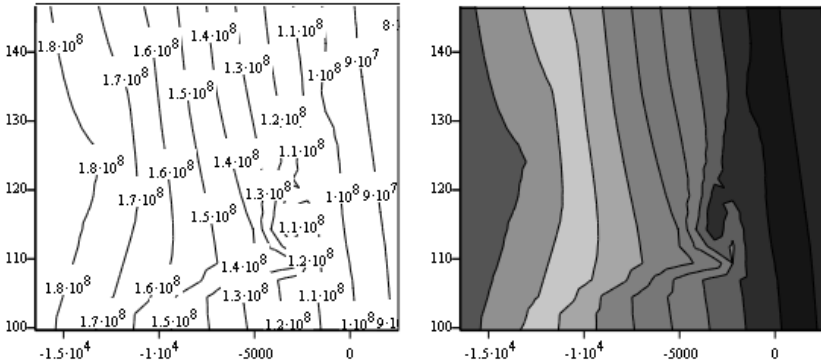
14) Рахунок поточних операцій та Індекс споживчих цін

Дослідження взаємозв'язку рахунку поточних операцій та Індексу споживчих цін не дозволив виявити ні зони росту ВВП, ні зони спаду (див. рис. 4.52, 4.53).

15) Рахунок поточних операцій та кредити МБРР та МАР

Дослідження залежності приросту ВВП від приросту рахунку поточних операцій та приросту кредитів МБРР та МАР не дозволила виявити ні зони стабільності, ні зони спаду (див. рис. 4.54).

Зведемо отримані результати у одну таблицю, що дозволить визначити оптимальні величини для стабільного росту ВВП та значення, що можуть призвести до падіння ВВП (див. табл. 4.8)

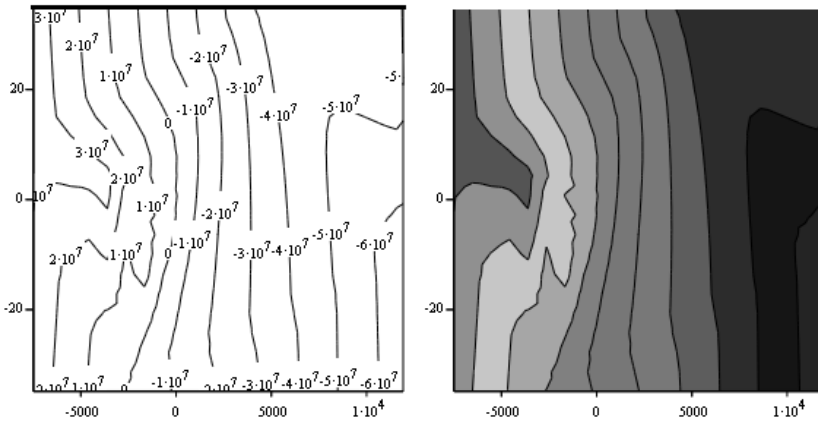


(x_4, x_{23}, vvp)

(x_4, x_{23}, vvp)

Рис. 4.52. Залежність ВВП від рахунку поточних операцій та індексу споживчих цін

Примітка: розраховано та побудовано автором



$(dP^{(0)}, dP^{(7)}, dvvp)$

$(dP^{(0)}, dP^{(7)}, dvvp)$

Рис. 4.53. Залежність приросту ВВП від приросту рахунку поточних операцій та приросту індексу споживчих цін

Примітка: розраховано та побудовано автором

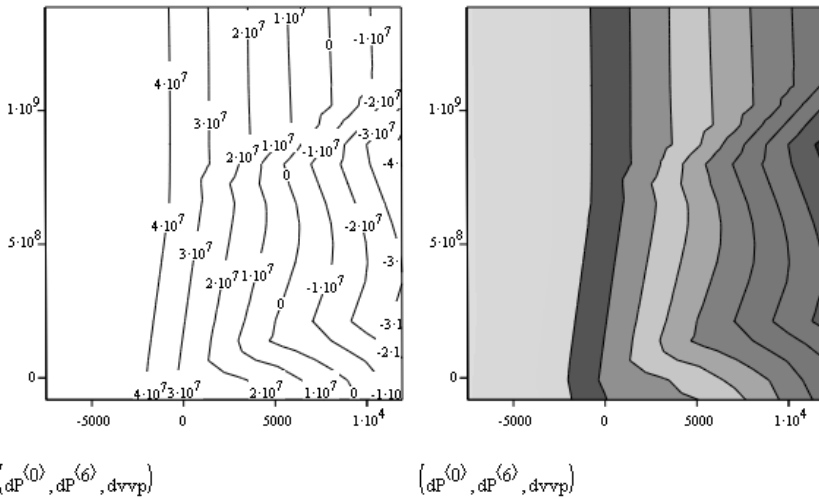


Рис. 4.54. Залежність приросту ВВП від приросту рахунку поточних операцій та приросту кредитів МБРР та МАР

Примітка: розраховано та побудовано автором

Таблиця 4.8

Узагальнені результати дослідження

Показник	Умовні позначення		Зона стабільності		Зона нестабільності	
			По абсолютних показниках	По приростах	По абсолютних показниках	По приростах
1	2	3	4	5	6	7
Рахунок поточних операцій	X4	(P<0>)	-5000 - 10000 млн. дол.	зменшуватися на -5000 од -4000 ± 500 млн. дол. США		
Золото-валютні резерви	X7	(P<1>)	15 до 25 млрд. дол. США. 2,2*10 ¹⁰ ± 10 ¹⁰ дол. США	= -10 ⁹ ± 10 ⁹ 0 ± 10 ⁹ , дол.США		-5 * 10 ⁹ ± 10 ⁹ ±5 * 10 ⁹ ± 10 ⁹

Продовження табл. 4.8

1	2	3	4	5	6	7
			$3 \cdot 10^{10} \pm 10^9$ дол. США			
Грошова маса	X13	(P<2>)	до показника 1000000 млн. грн. в межах 1000000 млн. грн. $5 \cdot 10^5$ до $9 \cdot 10^5$ $8 \cdot 10^5 \pm$ 10^5 млн. грн. $5 \cdot 10^5 \pm 10^5$ – 600000 до 900000 млн. грн. $5,8 \cdot 10^5 \pm 10^5$	зростати від 0 до 100000 од не більшим 100000 млн. грн не більше 100000. $1 \cdot 10^5 \pm 10^4$		
Обслугову- вання боргу (% від ВНД)	X14	(P<3>)	15-20% 10 ± 3 $20 \pm 3\%$	зростати не бі- льше як на 2%. 3 ± 5 $0 \pm 5\%$	16 ± 3	
Кредити, надані Україні МВФ	X16	(P<4>)	$4,7 \cdot 10^9 \pm 10^9$ дол. США $4,1 \cdot 10^9 \pm$ $0,5 \cdot 10^9$ дол. США	$5 \cdot 10^9 \pm 10^8$ дол. США		$3 \cdot 10^8 \pm$ $2 \cdot 10^8$
Валове нагрома- дження ка- піталу	X21	(P<5>)	$24 \pm 3\%$. $18 \pm 1\%$	бути більшим 0 $2 \pm 3\%$ $2 \pm 3\%$ $3 \pm 3\%$	$22 \pm 5\%$	

Продовження табл. 4.8

1	2	3	4	5	6	7
Кредити МБРР та МАР	X22	(P<6>)	$3,3 \cdot 10^9 \pm 10^9$ дол. США	$5 \cdot 10^8 \pm 3 \cdot 10^8$		$3 \cdot 10^8 \pm 2 \cdot 10^8$
Індекс споживчих цін	X23	(P<7>)	130±5 100 до 109% 125 ± 10	5 ± 10% 0 ± 5	115 ± 2 114 ± 2	5 ± 10

Як бачимо, важливий вплив на економічне зростання відіграє обмеження зростання грошової маси країни. У нашому випадку, за узагальненими даними, цей показник не має перевищувати 1000000 млн. грн.

Золотовалютні резерви країни будуть оптимальними, коли становитимуть не менше 20 млрд. дол. США.

Кредити, надані Україні МВФ, матимуть позитивний ефект, коли становитимуть 3,7–5,7 млрд. дол. США в рік. Однак, позики варто брати лише обмежений період часу, оскільки зростатиме вартість обслуговування боргу, що, знову ж таки, стримуватиме економічне зростання.

Важливими складовими антикризового механізму держави є проведення ефективної валютної політики та реформування діяльності Національного банку України, які повинні спиратися на такі імперативи:

- запровадження механізму мультитаргетування;
- розширення меж конвертованості гривні;
- спрямованість на одержання гривнею статусу міжнародної розрахункової валюти, виконання умов включення до переліку валют, що використовуються у міжнародній системі «безперервних зв'язаних розрахунків» (CLS);
- розвиток ринкових інструментів хеджування валютних ризиків;
- поширення макропруденційного нагляду на ідентифікацію й виявлення системних ризиків;
- нагляд за системоформуючими банківськими установами;

- розбудова системи ризик-орієнтованого банківського наглядку;
- активна участь України в діяльності МВФ та ін. з проблем модернізації світової фінансової системи та забезпечення світового фінансового порядку.

Тобто, вважаємо за доцільне здійснення Національним банком України так званого мультитаргетування, в основу якого покладено перехід від стану розбалансованості, великих ризиків до більш волатильного стану фінансової сфери за рахунок одночасного таргетування грошової маси, інфляції, процента, коридору валютного курсу. Валютний курс у системі мультитаргетування є змінною величиною, вплив на яку визначатиметься операціями центрального банку. Заходи щодо таргетування повинні реалізовуватися спільно Національним банком та Урядом України.

Як видно з вище проведених математичних досліджень, золотовалютні резерви є важливим інструментом антикризового механізму регулювання та забезпечення фінансової стійкості країни. Тому необхідно проводити зважене та ефективне управління золотовалютними резервами, з огляду на наслідки та майбутні трансформації світового фінансового порядку:

- стабілізувати на існуючому рівні «металевий» компонент офіційних резервів;
- поступове збільшення частки резервів в євро та юанях;
- виняткові інтервенції проводити на основі чітко прописаних прозорих правил.

Рівень державної заборгованості та рівень обслуговування боргу, як показали вище наведені результати дослідження теж є важливими факторами впливу на ВВП та фінансову стійкість держави. Тому в рамках управління ризиками державного боргу необхідно:

- здійснення ряду законодавчих, регулятивних та організаційних заходів для мінімізації фіскальних ризиків умовних зобов'язань уряду;
- працювати над збільшенням частки гривневих зобов'язань через регулярну емісію державних цінних паперів та розширення каналів їх продажу;

- випускати довгострокові облігації внутрішньої позики з плаваючими ставками, прив'язаними до темпів інфляції.

Як зазначалося у попередніх розділах роботи, Україна є абсорбентом світового фінансового порядку. Тому, відповідно до запропонованих нами трьох альтернативних сценаріїв становлення нового світового фінансового порядку: посилення глобальної координації і централізації; реінституціоналізація глобальної економіки, посилення регіоналізації та формування мультиполярного фінансового управління; дезінтеграція, повернення до протекціонізму внаслідок військово-політичних конфліктів, нами розроблено альтернативні механізми антикризового регулювання в Україні.

Так, при посиленні глобальної координації і централізації Україні слід бути готовою до уніфікації валютної політики та введення спільної грошової одиниці. Однак, першопочатково, зважаючи на останні тенденції швидкого поширення блок-чейн технологій, криптовалют, виробити законодавчу базу їх функціонування в Україні.

Крім того, варто було б запровадити Національним Банком України власної цифрової валюти. Емісія центральним банком цифрових грошей (ЦВЦБ) може надати громадськості можливість отримати доступ до безготівкової компоненти грошової бази центрального банку. Нещодавній розвиток криптовалют на основі технології розподіленого реєстру викликав дискусію про можливу емісію «цифрових грошей центрального банку». На хвилі успіху Біткоіна було запропоновано термін «федкоін» для означення цифрових грошей, емітованих державою. На відміну від біткоіна, якому в минулому була притаманна досить висока волатильність, – а це звісно є небажаною характеристикою для валюти, – центральний банк міг би гарантувати вільний обмін федкоіна на готівку за фіксованим курсом 1 : 1 і таким чином забезпечити такий же рівень цінової стабільності як і для офіційної національної валюти.

Цифрові грошові одиниці стали би третьою формою зобов'язань центрального банку поряд з готівкою і депозитними грішми (резервами). Серед останніх, доступ до готівки відкритий для усіх, тоді як доступ до резервних рахунків мають лише банки. Як-

що небанківські установи хочуть мати безготівкові гроші, єдиним варіантом для них є депозити у комерційних банках. По суті, такі часткові резервні депозити є вимогами до комерційних банків, а не до центрального банку. Запровадження федкоїну дало б можливість домогосподарствам і бізнесу зберігати неготівкові гроші центрального банку, тобто прямі вимоги до центрального банку. В своїй основі грошова база розшириться за рахунок включення до її складу третьої форми зобов'язань центрального банку в додаток до готівки і резервів (це якщо федкоїни не замінять повністю резервні депозити). На практиці, центральний банк міг би гарантувати конвертованість між федкоїном, готівкою і резервами за фіксованим курсом 1 : 1 : 1. Щоразу, коли готівка обмінювалася би на федкоїн, кількість готівки в обігу зменшуватиметься, а кількість емітованих у цифровий спосіб федкоїнів збільшуватиметься (і навпаки).

Можливість зберігати безготівкові вимоги до центрального банку – це не зовсім нова ідея, однак лише останні технологічні новації зробили цей варіант реально можливим. Б. Бродбент¹ (2016) зауважує, що навіть без технології блокчейну, центральний банк міг би, в принципі, надавати більшій кількості осіб доступ до безготівкової компоненти грошей центрального банку, і Д. Конінг (2016) приводить кілька прикладів для пояснення чому ця ситуація не є новою². З іншого боку, центральний банк біг ви випустити кривовалюту і все одно не дати можливості небанківським установам нею скористатися. Тим не менше, завдяки нещодавнім технологічним інноваціям запровадити і підтримувати на певному рівні ЦВЦБ дійсно стало легше і більш результативно, навіть якщо між широким доступом до утримування прямих вимог до центрального банку і технологією блокчейну немає прямого зв'язку.

Якщо б один з найбільших у світі центральних банків дійсно запровадить ЦВЦБ, забезпечивши при цьому безпечний інтернет-

¹ Broadbent B. Central Banks and Digital Currencies. Speech given at the London School of Economics, 2016. URL: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/speeches/default.aspx>.

² Koning J. Fedcoin: A central bank-issued Cryptocurrency, 2016. URL: <https://static1.squarespace.com/static/55f73743e4b051cfcc0b02cf/t/58c7f80c2e69cf24220d335e/1489500174018/R3+Report+Fedcoin.pdf>.

доступ до неї та зручні платіжні технології доступні для будь-кого в світі, попит на цю валюту напевно зріс би у глобальному масштабі. Така валюта стала б більш значущою на зарубіжних валютних ринках як міжнародний засіб нагромадження резервів та як альтернативна валюта для країн в стані макроекономічної нестабільності.

Однак, існують і ризики від запровадження федкоїну. Теоретично, цифрова валюта емітована центральним банком могла б замінити банківські депозити як основна форма збереження грошей домогосподарствами і бізнесом, що похитне самі основи функціонування наявної сьогодні системи часткового резервування.

Якби клієнти перевели свої депозити у федкоїн, це б мало такі короткострокові наслідки для комерційних банків, які за силою впливу можна прирівняти до банківської паніки. Адже для того, щоб вилучити гроші з банківської системи, людям навіть не довелося б вишикуватися в черги перед банкоматами. Натомість, ліквідні кошти можна було б зручно переказати з дому через систему он-лайн банкінгу з власного банківського рахунку на «федкоїновий» рахунок. Однак, вплив на балансові рахунки задіяного банку був би таким же як і у класичному випадку банківської паніки, хоча і без необхідності споглядати картину із чергою незадоволених клієнтів перед касою банку. Тому впровадження ЦВЦБ імовірно супроводжуватиметься сторонніми ефектами зростання імовірності настання таких деструктивних подій. Банкам довелося б замінити вилучену ліквідність новими засобами (ре)фінансування, наприклад шляхом продажу активів (швидше за все в умовах термінового розпродажу за зниженими цінами), залучення інших депозитів чи випуску власних облігацій (за досить несприятливих умов) чи шляхом отримання прямого кредиту від центрального банку. В кінці кінців, центральному банку доведеться забезпечити достатньо ліквідних коштів.

Ще однією прогалиною у законодавчій базі регулювання у сфері новітніх фінансових інновацій в Україні є врегулювання питань обігу альтернативних фінансових інструментів, зокрема щодо краудфандингу та краудінвестингу. Ця сфера вже врегульована у більшості розвинених країнах світу, в тому числі США, Франції, Австрії, Бельгії та ін. Однак, в Україні відсутнє законодавство, яке

б захищало права інвесторів альтернативних фінансових інструментів та врегульовувало суми випуску таких інструментів, максимальні суми купівлі індивідуальним інвестором тощо. Тому ми пропонуємо обмежити максимальну суму без проспекту емісії при краудінвестингу еквівалентну 300 000 дол. США. Також обмежити максимальну суму продажу на одного інвестора у 1000 дол. США при обсягу емісії від 100 000 до 300 000 дол. США; однак зняти всі ліміти для емісій, що не перевищують 100 000 дол. США. Операції з краудінвестингу повинні проводитися на Інтернет-платформі: веб-сайті, на якому здійснюються посередницькі операції між емітентами та інвесторами. Оператором інтернет-платформи може бути фізична або юридична особа, яка експлуатує дану Інтернет-платформу. Він має право інформувати про альтернативні фінансові інструменти між інвесторами та емітентами. Оператори інтернет-платформи повинні оприлюднювати свої останні річні фінансові звіти. Операторам Інтернет-платформи забороняється діяти як власний емітент на своїй інтернет-платформі. Бути інвестором на власній інтернет-платформі дозволяється лише у випадку, якщо це незначна інвестиція, яка призначена лише для полегшення інформаційного потоку між емітентами та інвесторами. В свою чергу, варто зобов'язати емітентів надавати спрощену документацію інвесторам, але таку, що не підлягає затвердженню регулятором цінних паперів.

За умови реінституціоналізації глобальної економіки, посилення регіоналізації та формування мультиполярного фінансового управління Україні слід активно співпрацювати з країнами-сусідами. Можливим вектором зближення стануть такі країни, як Польща, Литва, Латвія, Естонія, Румунія, Болгарія, і при умові зміни політичної влади – Білорусь. Також стратегічним вектором України залишається інтеграція в Європейський Союз, хоча ці перспективи є надто віддаленими.

При дезінтеграції, поверненні до протекціонізму внаслідок військово-політичних конфліктів слід максимальну увагу приділити кібербезпеці та протидії інформаційним війнам.

Крім того, на нашу думку, в умовах наростання глобальної фінансової нестабільності стратегічними пріоритетами розбудови ефективної системи антикризових механізмів в Україні мають бути:

- нарощування капіталізації банківської системи на основі угод злиттів і поглинань;
- сегментація банківської системи на комерційні і спеціалізовані банки;
- системне впровадження у банківську діяльність стандартів «Базель-II» та фрагментарний перехід системоформуючих банків на стандарти «Базель-III» в частині регулювання платоспроможності і ліквідності;
- усунення обмежень для іноземних інвесторів щодо виведення капіталу;
- перехід від нагляду на основі правил до нагляду та оверсайту на основі оцінки ризиків.

Важливе місце у антикризовому регулюванні повинні зайняти заходи з реформування національного фондового ринку:

- консолідація інститутів фондового ринку;
- модернізація його інфраструктури;
- запровадження міжнародних стандартів обліку прав власності на цінні папери;
- оптимізація вимог до біржового лістингу;
- формування єдиного загальнонаціонального депозитарію цінних паперів корпоративного сектору;
- активізація інформування іноземних інвесторів щодо ресурсних можливостей національного фондового ринку;
- підвищення інституційних й нормативних вимог щодо корпоративного управління та ін.

Таким чином, світова фінансова криза 2007-2010 рр. яка переросла в глибоку економічну кризу в Україні, спонукала уряд вживати швидких і масштабних рішень щодо підтримки стійкості фінансової системи країни, забезпечення ліквідності банківської системи, розвитку виробництва і економічного зростання, а також мінімізації соціальних втрат працівників. Однак, навіть на сьогоднішній час перед Україною постають нові виклики, що зумовлюють

необхідність розробки ефективної системи попередження виникнення фінансових криз, визначення пріоритетних напрямів антикризової політики на середньо- та довгострокову перспективу та ставлять амбітне завдання: з країни-абсорбента світового фінансового порядку перетворитися на країну, що цей порядок визначає.

Висновки

У монографії здійснено теоретичне узагальнення та запропоновано нове вирішення наукової проблеми щодо визначення змістовної сутності, природи й інституційного формату нового світового фінансового порядку, оцінки ефективності діючих антикризових механізмів глобальної економіки та шляхів їх удосконалення у контексті забезпечення глобальної фінансової рівноваги.

Отримані в процесі дослідження результати і їх узагальнення, дозволили сформулювати висновки і пропозиції, які мають теоретико-методологічне і практичне значення.

1. Процеси фінансової глобалізації справляють вирішальний вплив на трансформацію світового фінансового ринку через усунення бар'єрів у транскордонному русі інвестиційно-кредитного капіталу, реалізації транснаціональними корпораціями і банками диверсифікованих фінансових стратегій, їх уніфікації і стандартизації, формування системи наднаціонального регулювання сфери міжнародних фінансів. Вони закладають якісно нову парадигму розподілу світової фінансової влади у світі – нового світового фінансового порядку.

У роботі дано визначення поняттю «світовий фінансовий порядок», під яким розуміється система інституціоналізованих на міжнародному рівні правил, норм і угод упорядкування міждержавних фінансових відносин, що характеризується ієрархічно субординованою структурою країн відповідно до рівня нагромадження у них фінансового капіталу, розвитку їх національних фінансових систем і ступенем впливу на ухвалення управлінських рішень у сфері глобальних фінансів та спрямована на конвергенцію національних інтересів країн у фінансовій сфері. За своїм сутнісним змістом систе-

ма світового фінансового порядку відбиває, з одного боку, формальну паритетність і недискримінаційність держав у їх фінансовому співробітництві, а з другого – існуючий баланс між формальними нормативно-правовими і реальними фінансовими умовами міждержавного співробітництва. При цьому чинні правила й норми світового фінансового порядку відображають основоположні цінності та інтереси безпеки основних учасників світової фінансової системи.

2. Визначено, що інституційне середовище світового фінансового порядку – це сукупність фінансових інституцій, інститутів і механізмів, що забезпечують формування, розподіл, перерозподіл та використання фондів світової фінансової системи та національних систем. Використовуючи наукові розробки Д. Норта й інших учених-інституціоналістів, зроблено висновок, що функціонування інституційного фінансового середовища забезпечується інституціями (організаціями) за допомогою застосування запроваджених ними механізмів впливу на стан фінансових інститутів, які, в свою чергу, зумовлюють необхідність створення й структуру відповідних інституцій.

3. У монографії розвинуто теорію про природу сучасного світового фінансового порядку як частини неолібералізації міжнародного економічного регулювання та показано, як вписана в неї неоліберальна логіка сприяла новому циклу світової фінансової нестабільності.

Сучасний фінансовий порядок, який базується на неолібералізмі, не зміг повноцінно виконати свого завдання з забезпечення стабільності глобальної економічної та фінансової системи. Багато вчених, з думками яких ми погоджуємося, вбачають причину цього саме у використанні неолібералізму, як теоретичної основи порядку.

Регулятивна ціль неолібералізму доводить, що повторення світових фінансових криз відбувається через те, що творці установ міжнародного економічного управління недостатньо включили кейнсіанське розуміння недосконалості ринкового механізму, зокрема короткострокового, і таким чином потребують сильнішого контролю над світовими фінансовими операціями.

4. Узагальнено основні теорії і концепції, що розкривають природу і рушійні сили кризових явищ в економічних системах різного рівня, що стало відправним пунктом авторського дослідження антикризових механізмів нового світового фінансового порядку.

Світові фінансові кризи у своїх проявах показують всі недоліки існуючого регулювання фінансових ринків та світового фінансового порядку. Їх виникнення стимулює знаходити нові форми роботи фінансово-кредитних інституцій, проводити реформатування цих інституцій, знаходити нові площадки для переговорів між країнами, виставляти нові вимоги до роботи рейтингових агентств, хедж-фондів, застосовувати макропруденційний нагляд тощо.

На основі аналізу концептуальних підходів до теорії економічних криз, в сучасній економічній теорії виділено проблемні області, що представляють серйозну перешкоду на шляху стійкого розвитку, зростання економіки. Висвітлено сутність основних моделей фінансових криз з огляду на еволюцію поглядів на їх побудову, характер яких, в першу чергу, обумовлений фіксацією проявів кризових явищ в різні періоди часу, в економіках різних за розвитком та ефективністю державного управління країн.

5. Аналіз фінансової кризи в країнах Азії, дозволив виділити її особливості, зокрема, вперше системна криза виникла в країнах, які протягом тривалого часу дотримувалися стратегії зовнішньої орієнтації, успішна реалізація якої сприяла появі феномена «народжуваних ринків»; вперше системна криза виникає на тлі відносно благополучної внутрішньої макроекономічної та зовнішньоекономічної ситуації. Незважаючи на переважно ендегенний характер кризи, в ході дослідження розкрилися зовнішні фактори кризи, пов'язані з ризиками сучасного етапу інтеграції світової економіки і недоліками регулювання світової фінансової системи. Встановлено, що при наявності структурних проблем у фінансовому та корпоративному секторах економіки, які потребують тривалого періоду часу для їх вирішення, лібералізація операцій по рахунку руху капіталу повинна здійснюватися з урахуванням ризиків, пов'язаних з фактором високої мобільності міжнародного капіталу.

У монографії встановлено причини настання кризи в ЄС та переростання її в боргову кризу: порушення правил ЄС та неефективність системи збору та контролю статистичної інформації; прийня-

яття до Європейського союзу країн, що мали занадто високі розміри державної заборгованості; проблеми банківського сектору ЄС – Європейський банківський сектор став вразливим, показавши різке падіння, внаслідок світової фінансової кризи, яка розпочалася у 2007 р.; повільні та нерішучі дії органів влади ЄС, що дозволило борговій кризі з Греції поширитися на інші країни. Визначено, що і Азійська криза, і фінансова криза в ЄС були дуже потужними і здійснили значний вплив на економіки країн та світову економіку, загалом. Вони багато в чому подібні, але містять суттєві відмінності в причині їх виникнення.

6. Найвиразнішою рисою сучасної світової фінансової системи є високі темпи інновацій, як з точки зору їхньої кількості, так і з точки зору їхньої вартості. Фінансові інновації поступово переформатовують фінансовий сектор та стають одним з чинників трансформації світового фінансового порядку. У процесі аналізу впливу фінансових інновацій на фінансову систему слід звернути увагу на наступні дві проблеми – потенційні зміни у її ефективності і стабільності. Економічно стійкі фінансові інновації повинні зменшувати негативні елементи фінансової системи шляхом зниження рівня ризику, усунення інформаційного розриву, зниження трансакційних витрати і мінімізації податкових платежів. Водночас, вони повинні підсилювати позитивні складові фінансової системи шляхом підтримки її стабільності, збільшення дієвості виконання нею основних функцій, надання послуг і інструментів, які були б краще пристосовані до потреб і цілей учасників системи. Шкідливі інновації здійснюють негативний вплив на фінансову систему і економіку в цілому, тому їх треба уникати.

7. Діючі у глобальній економіці наднаціональні регулятивні інститути у сфері міжнародних фінансових відносин на сьогодні потребують системного реформування у частині наділення їх розширеними функціональними повноваженнями з метою забезпечення світової фінансової рівноваги та максимальної конвергенції національних інтересів країн у фінансовій сфері. Основними напрямками такого реформування є передача їм частини традиційних державних функцій у сфері управління фінансовими ринками та наділення їх функціями планування, координації та контролю за глобальною фінансовою діяльністю.

8. У монографії комплексно проаналізовано альтернативні сценарії становлення нового світового фінансового порядку: перший – реінституціоналізація глобальної економіки з посиленням фінансової регіоналізації та формуванням мультиполярного фінансового управління; другий – посилення глобальної координації і централізації світового фінансового менеджменту; третій – глобальна фінансова дезінтеграція з поверненням країн до фінансового протекціонізму внаслідок військово-політичних конфліктів.

Обґрунтовано еkleктичний сценарій становлення нового світового фінансового порядку з формуванням декількох великих регіональних центрів ухвалення управлінських рішень у сфері світових фінансів; розширенням функціональних повноважень діючих інститутів глобального фінансового менеджменту щодо управління ризиками світової фінансової системи; максимальним використанням країнами ресурсного потенціалу механізмів й інструментів фінансової інтеграції, закладених у континентальних і трансконтинентальних зонах про вільну торгівлю.

9. Поряд з глобалізаційними чинниками, які обумовили стрімке поширення кризової інфекції в Україні вагому роль у наростанні фінансової дестабілізації в Україні відіграли і нагромаджені упродовж першої половини 2000-х років внутрішні суперечності її національної економічної системи. В умовах наростання глобальної фінансової нестабільності стратегічними пріоритетами розбудови ефективної системи антикризових механізмів в Україні мають бути: нарощування капіталізації банківської системи на основі угод злиттів і поглинань, сегментація банківської системи на комерційні і спеціалізовані банки, системне впровадження у банківську діяльність стандартів «Базель-II» та фрагментарний перехід системоформуючих банків на стандарти «Базель-III» в частині регулювання платоспроможності і ліквідності, усунення обмежень для іноземних інвесторів щодо виведення капіталу, перехід від нагляду на основі правил до нагляду та оверсайту на основі оцінки ризиків.

У діяльності Національного банку України важливим є запровадження механізму мультитаргетування, поширення макропруденційного нагляду на ідентифікацію й виявлення системних ризиків та нагляд за системоформуючими банківськими установами, розбудова системи ризик-орієнтованого банківського нагляду.

Запропонована концепція законодавчого врегулювання використання новітніх фінансових інновацій в Україні, зокрема, щодо краудфандингу та краудінвестингу, та визначення порядку функціонування ринку криптовалют.

Список літератури

1. Аникин А.В. О типологии финансовых кризисов. Вести Московского Университета. Сер. 6. Экономика. 2001. №4 С. 48.
2. Антикризисное управление / под ред. Э. М. Короткова. М.: ИНФРА. М, 2005. 620с.
3. Антикризисное управление: учебник / Э. М. Коротков, А. А. Беляев, Д. В. Валовой [и др.]. М.: ИНФРА, 2008. 432 с.
4. Антициклічне регулювання ринкової економіки: глобалізаційна перспектива: монографія / Д. Г. Лук'яненко, А. М. Поручник, Я. М. Столярчук [та ін.]; за заг. ред. д-ра екон. наук, проф. Д. Г. Лук'яненка та д-ра екон. наук, проф. А. М. Поручника. К.: КНЕУ, 2010. С. 247.
5. Банківська система України: становлення та розвиток в умовах глобалізації економічних процесів: монографія / за ред. д.е.н., проф. О. В. Дзюблюка. Тернопіль: «Вектор», 2012. 462 с.
6. Береславська О. Чинники курсової нестабільності в Україні. Вісник НБУ. 2009. №2. С.8-14.
7. Білорус О.Г., Лук'яненко Д.Г., Поручник А.М. Методологічні проблеми дослідження інтернаціоналізації та глобалізації. Стратегії економічного розвитку в умовах глобалізації: Монографія / За ред. Д.Г. Лук'яненка. К.: КНЕУ, 2001. 432с.
8. Бірюк С.О., Дороніна І.І. Розвиток інституційних інвесторів у двох протилежних типах фінансових систем. Інвестиції: практика та досвід. 2009. № 6. С. 3-7.
9. Ближковский П. Глобальное экономическое управление: какие проблемы стоят перед Азией и Европой? URL: <http://www.intelros.ru/readroom/vek-globalizacii/g1-2013/18820-globalnoe-ekonomicheskoe-upravlenie-kakie-problemy-stoyat-pered-aziey-i-evropoy.html>.

10. Большаков А. С. Антикризисное управление: финансовый аспект: монографія. СПб.: Изд-во СПбГУП, 2005. 132 с.
11. Буковинський С.А., Унковська Т.Є., Джус М.О. До питання Стратегії монетарної політики НБУ. Економіка України. 2015. № 8. С.4-30.
12. Бункина М. К. Валютный рынок. М.: АО «ДИС», 1995. С. 7-10, 94-95.
13. Бюлетень Національного банку України. 2009. №3. С.3.
14. Величко О.Г., Прилипко С.І. Міжвідомча інформаційна мережа на фондовому ринку України як чинник його ефективного розвитку. Школа професійного бухгалтера. 2009. № 10.
15. Виробництво основних видів промислової продукції за 2003–2010 роки. Офіційний сайт Державної служби статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>.
16. Гаврилюк О.В. Глобальні ризики та інструменти їх мінімізації . Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка. Випуск 7(160), 2014. С.9-13.
17. Гаврилюк О.В. Фінансова глобалізація: парадигмальні зрушення й ризики . Фінанси України. 2013. №7. С. 7-17.
18. Гаврилюк О.В. Фінансова глобалізація: парадигмальні зрушення і реальні ризики формування світ-системи фінансово-олігархічного глобалізму. Еволюція світ-системи глобалізму (Стратегічні імперативи співрозвитку): кол. монографія /Білорус О.Г., Гаврилюк О.В., Зернецька О.В. та ін.; кер. авт. кол. і наук. ред. д.е.н., проф., академік О.Г. Білорус. К.: КНЕУ, 2014. С. 298-311.
19. Гальчинський А. Політична нооекономіка: начала оновленої парадигми економічних знань. К.: Либідь, 2013. – 472с.
20. Гвишиани Д.М. Теоретико-методологические основания системных исследований и разработка проблем глобального развития. Системные исследования: Методологические проблемы: Ежегодник, 1982. С. 7-25.
21. Геєць В. Формування і розвиток фінансової кризи 2008–2009 років в Україні. Економіка України. 2010. № 4.
22. Географічна структура експорту-імпорту товарів. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>

23. Глобальні трансформаційні імперативи сталого розвитку національної економіки : монографія / за заг. ред наук. ред. В.Є. Ретутов. Саки : ПП «Підприємство «Фенікс», 2011. 284 с.
24. Глобальное экономическое развитие: тенденции, асимметрии, регулирование : монография / Д. Лукьяненко, В. Колесов, А. Колот, Я. Столярчук [и др.] ; под науч. ред. проф. Д. Лукьяненко, А. Поручника, В. Колесова. К. КНЭУ, 2013. 466 с.
25. Гоббс Т. Левиафан, или материя, форма и власть государства церковного и гражданского. URL: https://www.civisbook.ru/files/File/Gobbs_Leviafan.pdf.
26. Гринспен А. Эпоха потрясений: проблемы и перспективы мировой финансовой системы. – Москва: Юнайтед Пресс, 2010. 518 с.
27. Державне фінансове регулювання економічних перетворень: монографія / І. Я. Чугунов та ін.; за заг. ред. А.А. Мазаракі. К.: КНТЕУ, 2015. 376 с.
28. Дзюблук О. Грошово-кредитна політика в період кризових явищ на світових фінансових ринках. Вісник НБУ. 2009. №5. С.25.
29. Длугопольський О. В. Фіскальна консолідація як реакція на світову фінансово-економічну кризу: особливості застосування правил і норм у країнах ЄС та Латинської Америки. Наукові записки. Серія «Економіка». 2013. №23. С. 26-38.
30. Економічна криза в Україні: виміри, ризики, перспективи / Жаліло Я. А., Бабанін О. С., Белінська Я. В. та ін. / за заг. ред. Я. А. Жаліла. К.: НІСД. 2009. 142 с.
31. Ефременко И. Н. Направления развития мировой финансовой архитектуры в условиях финансовой глобализации. Финансовые исследования. 2007. № 1 (14). С. 5.
32. Забезпечення фінансової стабільності в Україні в умовах посткризової економіки. К.: НІСД, 2011. 38с.
33. Индекс объема выполненных строительных работ. Офіційний сайт Державної служби статистики. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>.
34. Інституційно-правовий базис фіскальної модулі мобілізаційно-інноваційного розвитку України: монографія/за заг. ред. В.В. Токара, Є.С. Хорощаєва. К.: НАУ, 2010. 386 с.
35. Коуз Р. Фирма, рынок и право. М.: Дело ЛТД, 1993. С. 78.
36. Ковальчук Т.Т. Макроекономічні ризики: класифікаційні ознаки, способи виміру, шляхи мінімізації. К.: Знання, 2012. С. 186-187.

37. Козюк В. В. Глобалізаційні фактори фінансової доларизації. *Фінанси України*. 2010. № 12. С. 56-57.
38. Козюк В. В. Експансія кредиту в системі макрофінансових дисбалансів. *Фінанси України*. 2010. № 1. С. 54-65.
39. Козюк В. В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності: Монографія. Тернопіль: ТНЕУ, «Економічна думка», 2009. 728с.
40. Козюк В. Незалежність центральних банків після глобальної фінансової кризи: «сіра зона статус-кво». *Вісник Національного банку України*. 2015. № 2. С.16-25.
41. Козюк В. Посткризова глобальна монетарна нестабільність. *Журнал європейської економіки*. 2011. № 3, т.10. С. 229-251.
42. Козюк В. Проблеми розшарування глобального монетарного та фінансового простору . *Вісник Національного банку України*. 2007. №10. С. 32-38.
43. Колинець Л.Б. Антикризисный механизм Европейского Союза. *Известия НАН Азербайджана. Серия «Экономика»*. 2016. №5. С.176 – 182.
44. Колинець Л.Б. Аспекти реформирования мировой валютной системы. *Innovative economy: process, strategies, technologies: II International scientific conference (Kielce, Poland, January 26, 2018). Part I. Kielce. Poland: Baltija Publishing. P.22-23.*
45. Колинець Л.Б. Мировой экономический кризис: последствия для украино-болгарских экономических отношений. *Проблемы и перспективы развития сотрудничества между странами Юго-Восточной Европы в рамках Черноморского экономического сотрудничества: сборник научных трудов. (г.Албена, 18-19 сентября 2012). Свиштов-Албена, 2012. Том 1. С.129-134.*
46. Колинець Л.Б. Становление нового мирового финансового порядка. *Wschodnioeuropejskie Czasopismo Naukowe*. 2018. No. 1 (29), part 2. P. 42-46.
47. Колінець Л. Економічне зростання країн під впливом світових фінансових криз. *Mechanismus der Nachhaltigen Entwicklung des Wirtschafts Systems formation: Collective monographie. V. 1. Verlag SWG imex GmbH, Nurnberg, Deutschland, 2014. S. 98-103.*
48. Колінець Л.Б. Деякі аспекти визначення індикаторів – передвісників фінансової кризи. *Економіка України в умовах глобалізації і регіоналізації: збірник тез доповідей Міжнародної науко-*

- во-практичної Інтернет-конференції студентів та молодих вчених (м.Тернопіль, 3-4 квітня 2014р.). Тернопіль. 2014. С.179-181.
49. Колінець Л.Б. G20 – інституційні проблеми та вплив на світовий фінансовий порядок. Ефективна економіка. 2016. №5. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua>.
50. Колінець Л.Б. Антикризове регулювання економіки в умовах світових економічних криз: орієнтація на реалізацію стратегії економічного розвитку. Економічний аналіз. Збірник наукових праць кафедри економічного аналізу Тернопільського національного економічного університету. 2010. Випуск 5. С.276-279.
51. Колінець Л.Б. Антикризове управління у країнах Центральної та Східної Європи. Від Балтики до Причорномор'я: формування сучасного економічного простору: збірник тез доповідей Міжнародної наукової конференції. (м.Рига, Латвія,19 серпня 2017р.). Рига. 2017. С.34-37.
52. Колінець Л.Б. Аспекти антикризової політики Європейського Союзу. Sciences of Europe. 2017. No. 13, Vol. 4. P.32-37.
53. Колінець Л.Б. Боргова криза в ЄС: причини та тенденції. Українська наука: минуле, сучасне, майбутнє. 2013. № 18. С.68-74.
54. Колінець Л.Б. Британський фінансовий порядок – історичний етап становлення світового фінансового порядку. Економіка без кордонів: інтеграція, інновації, транскордонне співробітництво: збірник тез доповідей Міжнародної науково-практичної конференції (м. Каунас, Литва, 26 серпня 2016 року). Каунас. 2016. С.11-13.
55. Колінець Л.Б. Вимоги до антикризового регулювання економіки в умовах світових економічних криз. Ефективна економіка. 2010. №3. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua>.
56. Колінець Л.Б. Деякі аспекти забезпечення світової фінансової стабільності. Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації: збірник тез доповідей Десятої Ювілейної Міжнародної науково-практичної конференції молодих вчених (м.Тернопіль, 21-23 лютого 2013р.). Тернопіль: Економічна думка, 2013. Ч.1. С.50-51.
57. Колінець Л.Б. Емпіричні моделі світових економічних криз. Ефективна економіка. 2011. №3. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua>
58. Колінець Л.Б. Залучення прямих іноземних інвестицій в економіку України в період світової економічної кризи. Економічний

- і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації: збірник тез доповідей Шостої Міжнародної науково-теоретичної конференції молодих вчених (м.Тернопіль, 26-27 лютого 2009р.). Тернопіль: Економічна думка, 2009. Частина 2. С.456-457.
59. Колінець Л.Б. Концептуальні підходи до теорії світових фінансових криз. Причорноморські економічні студії. 2016. №9. С.26-30.
60. Колінець Л.Б. Лібералізація та дерегуляція – вплив на формування світового фінансового порядку. Actual problems of globalization: Collection of scientific articles. Midas S.A. Thessaloniki, Greece, 2016. P.58-60.
61. Колінець Л.Б. МВФ у сучасному геофінансовому просторі. Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Серія: «Економіка і менеджмент». 2017. Вип.26. С.145-154.
62. Колінець Л.Б. Моделі світових економічних криз. Формування нового світового економічного порядку: збірник тез доповідей Міжнародної наукової конференції молодих вчених (м.Тернопіль, 14-15 травня 2009р). Тернопіль, 2009. С.199-201.
63. Колінець Л.Б. Наслідки світової фінансової кризи для економіки Польщі. Актуальні проблеми міжнародних відносин: Збірник праць. 2014. Випуск 118. Ч.1. С.163-171.
64. Колінець Л.Б. Особливості антикризового регулювання в умовах світової економічної кризи. Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації: збірник тез доповідей Сьомої Міжнародної науково-теоретичної конференції молодих вчених (м.Тернопіль, 25-26 лютого 2010р.). Тернопіль: Економічна думка, 2010. Ч.1. С.59-60.
65. Колінець Л.Б. Особливості впливу світової фінансової кризи 2008-2010 років на економіку України. Економічний вісник Запорізької державної інженерної академії. 2018. Вип.1 (13). С.18-23.
66. Колінець Л.Б. Передумови трансформації світового фінансового порядку. Проблеми глобалізації та регіоналізації світової економіки: збірник тез доповідей Міжнародної науково-практичної Інтернет-конференції студентів та молодих вчених (м.Тернопіль, 14 – 15 квітня 2016 р.). Тернопіль. 2016. С.45-46.

67. Колінець Л.Б. Причини виникнення світових економічних криз: теоретичні аспекти. Аналіз криз та прийняття рішень в Україні: труди міжнародної конференції за результатами проекту за програмою ТЕМПУС. – К.: Київський міжнародний університет, 2009. С.267-368.
68. Колінець Л.Б. Проблема зовнішньої заборгованості країн світу. Економічний і соціальний розвиток України в ХХІ столітті: національна візія та виклики глобалізації: збірник тез доповідей Одинадцятої Міжнародної науково-практичної конференції молодих вчених (м.Тернопіль, 13-14 березня 2014р.). Тернопіль: Вектор, 2014. Ч.1.-С.32-33.
69. Колінець Л.Б. Роль МВФ в антикризовому управлінні. Причорноморські економічні студії. – 2018. Вип.25. С.21-25.
70. Колінець Л.Б. Сучасний стан глобальної фінансової системи. Транснаціоналізація економічних систем: тенденції та перспективи розвитку: матеріали міжнародної науково-практичної конференції (м.Миколаїв, 18 квітня 2014р.). Миколаїв: Видавничий дім «Гельветика», 2014. С.45-47.
71. Колінець Л.Б. Теоретичні аспекти антикризового регулювання економік в умовах фінансової нестабільності. Стратегії, проблеми та розвиток економічних систем в умовах макроекономічної нестабільності: матеріали ІІ Всеукраїнської науково-практичної конференції з міжнародною участю (м. Миколаїв, 31 березня 2017р.). Миколаїв: ММІРЛ ВНЗ «Університет «Україна», 2017. С.88-90.
72. Колінець Л.Б. Теоретичні концепти світового фінансового порядку. Науковий економічний журнал «Інтелект ХХІ». 2017. №2. С.18-25.
73. Колінець Л.Б. Теоретичні підходи до визначення світової економічної кризи. Економічний аналіз. Збірник наукових праць кафедри економічного аналізу Тернопільського національного економічного університету. 2011. Випуск 8. Ч.1 С.109-111.
74. Колінець Л.Б. Технології антикризового регулювання у країнах Центральної та Східної Європи. Вісник Одеського національного університету. Серія: Економіка. 2017. Том 22. Вип. 5(58). С.24-28.
75. Колінець Л.Б. Трансформація світового фінансового порядку: роль кейнсіанства та неолібералізму. Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія: Міжнародні економічні відносини та світове господарство. 2016. №8. Ч.1. С.102-105.

76. Колінець Л.Б. Фінансова криза в Азії: причини та уроки. Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія «Економічні науки». 2014. Випуск 8. Ч.5. С.17-21.
77. Колінець Л.Б. Фінансові кризи – системні детермінанти трансформації світового фінансового порядку: моногр. Тернопіль: ФОП Осадца Ю.В., 2017. 256с.
78. Колодко Г. В. Глобалізація, трансформація, кризис – что дальше? М.: Магістр, 2015. С.129-137.
79. Колосюк Н.А. Причини азиатского фінансового кризиса. Известия Восточного института. 2003. № 7. С.42-47.
80. Королюк Т.О. Загрози банківській безпеці в Україні. Молодий вчений. 2015. № 2 (17). Частина 6. С. 1155-1159. URL: <http://molodyvchenu.in.ua/ru/archive/17>.
81. Королюк Т.О. Структурні ризики державного боргу та політика попередження дефолту в Україні. Академічний огляд. 2016. № 2 (45). С.30-37.
82. Кравчук Н.Я. Дивергенція глобального розвитку: сучасна парадигма формування геофінансового простору. К.: Знання, 2012. 782 с.
83. Кравчук Н.Я. Фінансові дисбаланси світової економіки в умовах асиметрій глобального розвитку: дис. д-ра екон. наук: 08.00.02. Тернопіль: ТНЕУ, 2014. С.330.
84. Крисоватий А. І. Інституційне середовище фіскального регулювання соціально-економічних процесів. Фінанси України. 2011. № 9. С. 18-32.
85. Крисоватий А. І. Методологічний інструментарій новітньої парадигми оподаткування. Економічна теорія : наук. журнал. 2014. № 4. С. 12-39.
86. Крисоватий А. І. Турбулентність державних фінансів в епоху глобалізації. Регіональні перетворення у світовому та українському вимірах : монографія / М. Богданова, К. Борсекова, В. О. Бригадир, О. В. Булатова; за наук. ред. А. І. Крисоватого, Є. В. Савельєва. Тернопіль: ТНЕУ, 2016. С. 45-47.
87. Крисоватий А. Фіскальні межі експансії боргових фінансів в Україні. Вісник Тернопільського національного економічного університету. 2010. Вип. 2. С. 14-24.
88. Кругман П. Выход из кризиса есть. М.: Азбука-Аттикус, 2013. С. 257–258. URL: http://lib.karraba.net/wpcontent/uploads/2014/02/Vyihod_Iz_Krizisa_Est.pdf.

89. Куриляк В. Українська модернізація в системі формування нового світового економічного порядку. Журнал європейської економіки. 2012. № 1. т. 11. С. 36.
90. Лігоненко Л. О. Антикризове управління підприємством: теоретико-методологічні засади та практичний інструментарій : монографія. К.: Вид-во КНТЕУ, 2001. 580 с.
91. Лук'яненко Д. Стратегії глобального управління. Міжнародна економічна політика. 2008. № 8–9. С. 5–41.
92. Лук'яненко Д.Г. Глобальна економічна інтеграція : монографія. К.: Національний підручник, 2008. 219 с.
93. Луцишин З. «Moral hazard» зростання зовнішньої заборгованості України в умовах доларизації економіки. Міжнародна економічна політика. 2012. № 1-2 (16-17). С. 85.
94. Луцишин З. О. Валютні курси як інструмент економічних воєн в умовах фундаментальної розбалансованості світової економіки. Актуальні проблеми міжнародних відносин. 2013. Вип. 116. Ч. II. С. 20.
95. Луцишин З. О. Світова валютна система у пошуках інваріантів глобальної фінансової стабільності . Актуальні проблеми міжнародних відносин. 2014. Вип. 121(2). С. 33-43.
96. Луцишин З.О. Світова валютна система у пошуках інваріантів глобальної фінансової стабільності. Актуальні проблеми міжнародних відносин: Збірник наукових праць. К.: Київський національний університет імені Тараса Шевченка, Інститут міжнародних відносин. 2014 Випуск 121 (частина II). С.33-43.
97. Луцишин З.О. Системні детермінанти сучасних гравітаційних процесів у геоekonomічному просторі. Науковий журнал ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» «Міжнародна економічна політика» 2015. №2 (23). с.29-49.
98. Луцишин З.О. Современные проблемы финансовой глобализации: вызовы, риски, инновационные сдвиги и лидерство. Wyższa Szkoła Ekonomiczno-Humanistyczna. Бельско-Бяла, Польша, 2016 .С. 4-7, 61 – 84, 151-184.
99. Мазуренко В. Системні детермінанти та етапи розгортання світових фінансових криз. Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. 2012. №38/39. С.50-57.

100. Макар О.П. Світовий досвід управління державним боргом і перспективи його застосування в Україні. Економіка та держава. 2012. №10. С.54-57.
101. Мельник А.А. Формы и параметры распространения мировых экономических кризисов в условия глобализации кризиса. Вестник экономической интеграции. 2013. №12. С. 110-117.
102. Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков. В 5 т. / сопред. редкол. Г. Г. Фетисов, А.Г. Худокормов. – Т. IV Век глобальных трансформаций. Отв. ред. Ю.Я. Ольсевич. М.: Мысль, 2004.
103. Мозговий О. Глобальна фінансова криза: теорія і практика подолання наслідків фінансових потрясінь. Ринок цінних паперів України. 2008. №11/12. С. 31-36.
104. Мозговий О.М., Стукало Н.В. Інтегративно-індексний метод оцінювання рівня фінансової глобалізації країн світу. Міжнародна економічна політика. 2009. № 8. С. 5-26.
105. Мозговий О.М. Фінансово-інвестиційна асиметрія глобального економічного розвитку. Ринок цінних паперів України. 2006. № 11-12.
106. Мусієць Т.В., Медвідь Т.А. Регулювання та нагляд за фінансовими інноваціями в міжнародній діяльності банків. Вісник Національного банку України. 2010. № 1(28). С. 85-92.
107. Наукова записка колективу вчених Тернопільського національного економічного університету щодо подолання економічної кризи в Україні / С.І. Юрій, О.В. Дзюблюк, О.П. Кириленко, А.І. Крисоватий. Журнал європейської економіки. 2008. № 3. С. 269-271.
108. Ніколайчук С. Практичні аспекти формулювання та реалізації монетарної політики НБУ. Матеріали семінару для викладачів ВНЗ України. К.: Навчальний центр НБУ. 10 листопада 2016 рік.
109. Новий світовий економічний порядок та глобальні виклики для України: моногр. / В. Козюк, А. Крисоватий, Є. Савельєв та ін; за наук. ред. проф. А. Крисоватого і Є. Савельєва. Тернопіль : ТНЕУ, 2014. .31-218.
110. Норт Д. Понимание процесса экономических изменений. М.: Издательский дом ГУ-ВШЭ, 2010. 256с. URL: <https://vrn->

- politstudies.nethouse.ru/static/doc/0000/0000/0134/134201.dp1f8s4wfj.pdf.
111. Облікова ставка НБУ. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/banks/nbu/refinance>.
 112. Олешко А. А. Антикризове регулювання національної економіки: теорія і практика : монографія / А. А. Олешко ; Держ. податк. служба України, Нац. ун-т держ. податк. служби України. Ірпінь : Вид-во НУДПСУ, 2012. 349 с.
 113. Осипова О.А., Пухов С.Г. Экономический кризис 1997-99 гг. в Тайланде, Корее и Индонезии: причины, предпринимаемые меры и финансовая помощь. URL: http://www.dcenter.ru/news_main/Crisis-history_new1.pdf.
 114. Основні засади грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу: рішення Ради Національного банку України № 37-рд від 12 вересня 2017 р. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/vr037500-17>.
 115. Основні показники діяльності банків України на 1 січня 2009 року. Вісник НБУ. 2009. №2. С.19. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=56440>.
 116. Офіційний курс гривні щодо іноземних валют. URL: https://bank.gov.ua/files/Exchange_r.xls.
 117. Офіційний сайт Євростату. Урядова фінансова статистика URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tec00115>
 118. Палешко Я.С. Міжнародний досвід управління державною заборгованістю . Економічний простір. 2014. №92. С.34-44.
 119. Пахомов Ю. Н. Финансовый рынок как кризис американской цивилизации. Фонд стратегические культуры URL: <http://www.fondsk.ru/article.php?id=1690>.
 120. Платіжний баланс і зовнішній борг України 2008 рік. URL: <https://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=66368>.
 121. Податковий кодекс України. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2755-17>.
 122. Про внесення змін до деяких законів України щодо мінімізації впливу фінансової кризи на розвиток вітчизняної промисловості: Закон України від 18 грудня 2008р. N694-VI. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/694-17>.

123. Про додаткові заходи щодо діяльності банків: Постанова НБУ від 11.10.2008 р. № 319 URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/v0319500-08>.
124. Про запобігання впливу світової фінансової кризи на розвиток будівельної галузі та житлового будівництва: Закон України від 25 грудня 2008 р. N 800-VI. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/800-17>.
125. Про затвердження плану невідкладних заходів щодо запобігання виникненню негативних наслідків для агропромислового комплексу, зумовлених впливом світової фінансової кризи: Розпорядження КМУ від 17 грудня 2008р. № 1565-р. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/1565-2008-%D1%80>.
126. Про збільшення статутного капіталу відкритого акціонерного товариства «Державний ощадний банк України»: Постанова КМУ від 27 грудня 2008 р. № 1119. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1119-2008-%D0%BF>.
127. Про збільшення статутного капіталу відкритого акціонерного товариства «Державний експортно-імпортний банк України» та внесення змін до його статуту: Постанова КМУ від 17 грудня 2008р. № 1116. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1116-2008-%D0%BF>.
128. Про збір та облік єдиного внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування»: Закон України від 08.07.2010р. № 2464-VI. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2464-17>.
129. Про невідкладні заходи з посилення фінансово-бюджетної дисципліни та мінімізації негативного впливу світової фінансової кризи на економіку України: Рішення РНБОУ від 20.10.2008р. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/n0032525-08>.
130. Про невідкладні заходи з посилення фінансово-бюджетної дисципліни та мінімізації негативного впливу світової фінансової кризи на економіку України: Рішення РНБОУ від 20.10.2008р. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/n0032525-08>.
131. Про першочергові заходи щодо запобігання негативним наслідкам фінансової кризи та про внесення змін до деяких законодавчих актів України: Закон України від 31 жовтня 2008р. N 639-VI. URL:<http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/639-17>.

132. Про першочергові заходи щодо стабілізації ситуації, що склалася в гірничо-металургійному та хімічному комплексі: Постанова КМУ від 14 жовтня 2008 р. № 925. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/925-2008-%D0%BF>.
133. ПФТС. URL: <http://pfts.ua/trade-info/indexes/shares-indexes>.
134. Радчич С. О. Дослідження механізмів антикризової політики федеральної резервної системи США та європейського центрального банку в період 2007-2009 років: практичні імплікації для сучасної України. Аспекти публічного управління. 2017. Т. 5. № 10. С. 39-50.
135. Резнікова Н. В. Досвід антикризових заходів країн світу та механізми протидії фінансовій кризі: висновки для України. Актуальні проблеми міжнародних відносин. 2010. Вип. 93. Ч. 1. С. 57-62.
136. Рейтинг криптовалют по капитализации в реальном времени. URL: <https://prostocoin.com/marketcap>.
137. Руденко В. В. Сутність та особливості управління державним боргом у різних країнах світу. Вісник нац. університету «Львівська політехніка». 2013. №754. С. 61-67.
138. Рудый К.В. Финансовые кризисы: теория, история, политика. М.: Новое знание, 2003. 399с.
139. Савлук М.І. Банки та економіка. Криза банківської системи: причини та шляхи виходу. К.УБС НБУ, 2015. 143 с.
140. Світова криза: Безпекові наслідки та виклики для ширшої Європи. Міжнародний центр перспективних досліджен, 2009. С.32. URL: www.icps.com.ua/files/articles/55/32/2009_10_12_KSF_booUA.pdf.
141. Світова фінансова криза та її наслідки для банківської системи України. Вісник НБУ. 2009. №1. С.28-33.
142. Сегура Е. Вплив світової кризи ліквідності на Україну: робота над помилками. URL: https://www.epravda.com.ua/publications/2009/10/29/213719/view_print.
143. Сіденко В., Юрчишин В. Світові тенденції монетарної політики та її українські особливості. Політика монетарного розширення на підтримку зростання і розвитку. К.: Заповіт, 2016. С. 5-66.

144. Сохацька О. Новий порядок на світовому фінансовому ринку: післякризові проекти і реалії. Журнал європейської економіки. 2010. № 1. С. 97.
145. Сохацька О. Криптовалюти: засіб платежу чи інвестиційний інструмент? Перші наукові читання пам'яті С. І. Юрія :зб. наук. праць (м. Тернопіль, 26 листоп. 2015 р.). Тернопіль: ТНЕУ, 2015. С. 42-46.
146. Статистика зовнішнього сектору. Офіційне Інтернет-представництво Національного банку України. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art_id=65613&cat_id=44446.
147. Стігліц Дж. Глобалізація та її тягар: Пер. з англ./ Дж. Стігліц. К.: Вид-дім «КМ Академія», 2003. С. 37.
148. Стукало Н.В. Особливості глобальної фінансової кризи для країн- членів Організації Чорноморського Економічного Співробітництва. Фінанси України. 2010. № 5. С. 13-22.
149. Тіло в діло. П'ять революційних способів майнінгу криптовалют. URL: <https://nv.ua/ukr/techno/innovations/pjat-revoljutsijnikh-sposobiv-majnih-kriptovaljuta-2444253.html>.
150. Товарна структура зовнішньої торгівлі за 2008 рік URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>
151. Унковська Т.Є. Системні ризики та макропруденційна політика. Економічна теорія. 2014. № 1. С.51-60.
152. Усик В.І. Детермінанти вразливості боргової безпеки України. Стратегія економічного розвитку України. 2015. №35. С. 217-221.
153. Усоскин В. М. Антикризисная политика центральных банков в 2007–2014 годах: цели, особенности, результаты. Деньги и кредит. 2015. №6. С.20-27.
154. Фертікова Т. М. Інституційна економіка: навч. посіб. Миколаїв: Вид-во ЧДУ і. Петра Могили, 2010. С. 6.
155. Филипенко А. С. Экономическая глобализация: истоки и результаты. Москва : Экономика, 2010. 479с.
156. Франция в глобальном мире: поиск конкурентной стратегии: монографія. К.: ДАУ, 2017. С. 50.
157. Хаустова В. Е., Громько Н. К. Валютная система и мировые кризисы. Проблемы економіки. 2010. №4. С.9-12. URL: http://www.problecon.com/export_pdf/problems-of-economy-2010-4_0-pages-9_12.pdf.

158. Циганов С.А. Заходи державної підтримки кредитно-банківських систем в країнах світу під час глобальної фінансової кризи. Вісник НБУ. 2014. №1 (215). С. 12 – 19.
159. Циганов С.А. Проблеми сталого розвитку у контексті неоліберальної моделі глобалізації. Економіка України. 2013. №4. С.4-14.
160. Циганов С.А. Сучасні тенденції структурних трансформацій світового фінансового ринку в умовах глобальної нестабільності. Актуальні проблеми міжнародних відносин: Зб. наук. пр. Вип. 118. Ч.І. К.: Київ.національний ун-т ім. Т. Шевченка. ІМВ, 2013. С. –124–133.
161. Чухно А. А. Інституціоналізм: теорія методологія, значення. Економіка України. 2008. № 6. С. 5.
162. Шапуров О. О. Формування концепції антикризового управління на основі взаємодії системи латентних процесів та системи діагностики явних загроз. Інвестицій: практика та досвід. 2013. № 23. С. 35–40.
163. Юрій С. Новий світовий економічний порядок: історія, теорія, напрями формування. Журнал європейської економіки. 2009. № 4. С. 358-365.
164. Як подолати вплив міжнародної фінансової кризи: пошуки адекватної економічної політики. Аналітична доповідь. За ред. І. Бураковського та В. Мовчан. Харків: Права людини, 2009. 74 с.
165. A European Economic Recovery Plan. Brussels, 26.11.2008. URL: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication13504_en.pdf.
166. Acemoglu D. Institutions as fundamental causes of long-run growth. URL: <http://economics.mit.edu/files/4469>.
167. Acharya V., Pedersen, L., Philippon T., Richardson M. Measuring systemic risk. Review of Financial Studies. 2017. 1. P.2-47.
168. Aghion P. Bacchetta P., Banerjee A. Currency Crises and Monetary Policy in an Economy with Credit Constraints. European Economic Review. 2001. № 45(7). P. 1121-1150. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/staffp/2000/00-00/ab.pdf>.

169. Aghion P., Bacchetta P., Banerjee A. A corporate balance-sheet approach to currency crises. *Journal of Economic Theory*. 2004. P.6–30. URL: <http://economics.mit.edu/files/504>.
170. Ait-Sahalia Y., Cacho-Diaz J. A., Laeven, R. J. A. Modeling financial contagion using mutually exciting processes. National Bureau of Economic Research, Cambridge. 2010. Working Paper 15850.
171. Aizenman J., Yothin Jinjarak, Donghyun Park. Capital flows and economic growth in the era of financial integration and crisis, 1990-2010. *Open Economies Review*. 2013. 24(3). P. 371-396.
172. Akerlof G., Shiller R. *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy And Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2009.
173. Alberola E., Erce A., Serena J. M. International reserves and gross capital flow dynamics. Bank for International Settlements. BIS. 2015. Working Papers 512. URL: <https://www.bis.org/publ/work512.pdf>.
174. Alfaro L., Kalemli-Ozcan S., Volosovych V. Sovereigns, upstream capital flows, and global imbalances. *Journal of the European Economic Association*. 2014. 12(5). P. 1240-1284.
175. Alter A., Craig B., Raupach P. Centrality-based Capital Allocations and Bailout. IMF Working Paper. 2014.14 (237). P.1-40.
176. Anderloni L., Bongini P. Is Financial Innovation Still a Relevant Issue? / In: L. Anderloni, D. T. Llewellyn, R. H. Schmidt (ed.), *Financial Innovation in Retail and Corporate Banking*, Cheltenham: Edward Elgar, 2009. P.41-62.
177. Antczak M. The 1997 Currency Crisis in Thailand / The Episodes of Currency Crisis in Latin American and Asian Economies. / M. Dabrowski (ed.). CASE Report № 39. Warsaw: Center for Social and Economic Research, 2001. P. 39–54.
178. Arrighi G. *The Long Twentieth Century: Money, Power and the Origins of Our Times*. London: Verso, 1994. P. 161-167.
179. Artus P. What Prospects for the International Monetary System? *The International Monetary System, the IMF, and the G-20*, 2007. P. 3–22.
180. Ayadi R., Behr P. On the required regulatory support for credit derivatives markets. *Financial innovation in retail and wholesale*

- banking./ Anderloni, L, Llewellyn, D T and Schmidt, R (eds). Cheltenham: Edward Elgar, 2009.
181. Babb S. L., Chorev N. 'International Organizations: Loose and Tight Coupling in the Development Regime. *Studies in Comparative International Development*. 2016. 51(1.). P.81–102.
 182. Baker A. *The Group of Seven: Finance Ministries, Central Banks and Global Financial Governance*. Routledge/Warwick Studies in Globalisation, 2006. 312p.
 183. Bakker A.F.P. *International Financial Institutions*. London. Longman, 1996. P.179.
 184. Barbour V. *Capitalism in Amsterdam in the Seventeenth Century*. Michigan: Ann Arbour, 1963; Kindleberger C.P. *A Financial History of Western Europe*. Oxford: Oxford University Press., 1984/1993, 2nd Edition. P.208.
 185. Barnett M. N., Finnemore M. *Rules for the World: International Organizations in Global Politics*. Ithaca, NY: Cornell University Press, 2004.
 186. Barro R. J., Wha Lee J. A new data set of educational attainment in the world, 1950-2010. *Journal of Development Economics*. 2013. 104(C). P. 184-198.
 187. Basel Committee on Banking Supervision. *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking system*. Bank for International Settlements, December 2010 (rev. June 2011). URL: <http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>.
 188. Basel Committee on Banking Supervision. *Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*. Bank for International Settlements, December 2010. URL: <http://www.bis.org/publ/bcbs188.pdf>.
 189. Basel Committee on Banking Supervision. *Basel III: the net stable funding ratio*. Bank for International Settlements, October 2014. URL: <http://www.bis.org/bcbs/publ/d295.pdf>.
 190. Bauer C., Herz B., Karb V. Are Twin Currency and Debt Crises Special? *Journal of Financial Stability*. 2007. Vo. 3 (1) April. P. 59–84.
 191. Bayoumi T, Gagnon J, Saborowski Ch. Official financial flows, capital mobility, and global imbalances. *Journal of International Money and Finance*. 2015. 52(C). P.146-174. URL: <https://piie.com/publications/wp/wp14-8.pdf>.

192. Becerra O., Cavallo E. Scartascini Ca. The politics of financial development: The role of interest groups and government capabilities. *Journal of Banking & Finance*. 2012. 36(3). P.626-643.
193. Bello W., Guttal S. Crisis of Credibility: the Declining Power of the International Monetary Fund. *Multinational Monitor*. 2005. 26(7). P. 8–19. URL:www.thirdworldtraveler.com/IMF_WB/IMF_Crisis_Credibility.html.
194. Benoit S., Colletaz G., Hurlin C., Perignon C. A theoretical and empirical comparison of systemic risk measures. HEC Paris Research Paper. 2013. No. FIN-2014-1030.
195. Berg A., Pattillo C. Are Currency Crises Predictable? A Test. *IMF Staff Papers*. 1999. Volume 46, Number 2. P.107-138.
196. Best J. The Limits of Financial Risk Management: Or What we Didn't Learn from the Asian Crisis. *New Political Economy*. 2010. Vol.15. P.29-49.
197. Bibow J. Keynes on Central Banking and the Structure of Monetary Policy. *History of Political Economy*. 2002. Vol. 34(4). P. 749-787.
198. Bird G., Rowlands D. The IMF's role in mobilizing private capital flows: are there grounds for catalytic conversion? *Applied Economics Letters, Taylor & Francis Journals*. 2009. vol. 16(17). P. 1705-1708.
199. Bird J., Rowlands D. Do IMF Programmes Have Catalytic Effect on Other International Capital Flows? *Oxford Development Studies*. 2002. Vol.30. №3. P.229-249.
200. Bitnation is Governance 2.0. URL: <https://tse.bitnation.co>.
201. Block F. L. The Origins of International Economic Disorder: A Study of United States International Monetary Policy from World War II to the Present. University of California Press, 1978. 282p.
202. Bofinger P., Ried S. A new framework for fiscal policy consolidation in Europe. German Council of Economic Experts. Working Paper. 2010. No.3.
203. Bonpasse M. The Single Global Currency. Single Global Currency Association, 2006. P.153.
204. Bordo M., Landon-Lane J. The Global Financial Crisis of 2007-2008: Is It Unprecedented? NBER WP 16589. Cambridge. NBER. 2010. P.6.

205. Borio C., Vale B. Resolving the financial crisis: are we heeding the lessons from the Nordics? Bank for International Settlements, BIS Working Papers, No 311, June 2010.
206. Born K.E. International Banking in the 19th and 20th Centuries . Warwickshire: Berg Publishers, 1977. P. 306.
207. Boyer R. Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. *Economy and Society*. 2000. № 29.(1). P.111–145.
208. Braudel F. Civilization and Capitalism 15th–18th Century. Vol. II: The Wheels of Commerce. New York: Harper & Row, 1982 P.386.
209. Brenner R. The world economy at the turn of the millennium: toward boom or crisis? *Review of International Political Economy*. 2001. Vo 8 (1). P. 6–44.
210. Brett E.A. International Money and Capitalist Crisis: The Anatomy of Global Disintegration. London: Heinemann Educational, 1983. P.151.
211. Breuer J.B. An Exegesis on Currency and Banking Crises. *Journal of Economic Surveys*. 2004. Vol. 18. P.293-320.
212. Broadbent B. Central Banks and Digital Currencies. Speech given at the London School of Economics, 2016. URL: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/speeches/default.aspx>.
213. Broner F. A., Lorenzoni G., Schmukler S. L. Why do emerging economies borrow short term? *Journal of the European Economic Association*. 2013. 11. P.67-100.
214. Broome A. Seabrooke L. Shaping Policy Curves: Cognitive Authority in Transnational Capacity Building. *Public Administration*, 2015. P.956-972. doi:10.1111/padm.12179.
215. Bruno V., Shin H. S. Cross-border banking and global liquidity. *Review of Economic Studies* 2015. 82 (2). P.535-564.
216. Buirra A. An Analysis of IMF Conditionality. *Challenges to the World Bank and IMF: Developing Country Perspectives*. edited by A. Buirra. London: Anthem Press, 2003.P. 55–90.
217. Bulow J., Rogoff K.. Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget? *American Economic Review*. 1989. Vol. 79. No.1. P. 43-50.

218. Burnside C., Eichenbaum M., Rebelo, S. Government guarantees and selffulfilling speculative attacks. *Journal of Economic Theory*. 2004. №119. P.31–63.
219. Bush S. B. *Derivatives and Development: A Political Economy of Global Finance, Farming*. Palgrave MacMillan, 2012. 184p.
220. Bussière M., Fratzscher M. Financial Openness and Growth: Short-run Gain, Long-run Pain? *Review of International Economics*. 2008. 16 (1). P.69–95.
221. Calomiris C.W., Herring, R.J. Why and How to Design a Contingent Convertible Debt Requirement. 2011. April 19.
222. Calvo G. A. Betting against the state socially costly financial engineering.. *Journal of International Economics*. 2000. Vol. 51(1). P. 5-19.
223. Calvo G., Leiderman L., Reinhart C.M. Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation: the Role of External Factors. *IMF Staff Papers*. 1993. 40. P. 108-151.
224. Calvo G., Vegh C. Inflation Stabilization in Chronic Inflation. *Handbook of Macroeconomics*, 1999 Volume 1. Part C. P.1531-1614.
225. Calvo, G., Reinhart C. When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options. MPRA. Paper 6982. University Library of Munich. 2000.
226. Caporale G. M., Serguieva A., Wu, H. Financial contagion: evolutionary optimization of a multinational agent-based model. *Intell. Syst. Acctng Finan. Mangmnt*. 2009. 16. P.111–125.
227. Carpio G., Klingebiel D. Bank Insolvencies: Cross-country Experiences. *World Bank Policy Research Paper*. 1996. Vo. 1620.
228. Carruthers B. G., Stinchcombe A.L. The social structure of liquidity: Flexibility, markets, and states. *Theory and Society*. 1999. Vol.28 (3). P.353-382.
229. Carruthers B., Babb S. and Halliday T. Institutionalizing markets, or the market for Institutions?/ John Campbell, Ove Pederson (eds). *The Risk of Neoliberalism and Institutional Analysis*, Princeton, NJ: Princeton University Press, 2001. P.94-126.
230. Cartapanis A., Herland M. The Reconstruction of the International Financial Architecture: Keynes' Revenge? *Review of International Political Economy*. 2002. Vol. 9. No. 2 (May, 2002). P. 257-283.

231. Chang R., Velasco A. Liquidity crises in emerging markets: Theory and Policy .Federal Reserve Bank of Atlanta. Working Paper 99-15.
232. Cihak M., Demirguc-Kunt A., Feyen E., Levine. R. Benchmarking Financial Systems around the World. World Bank Policy Research Working Paper. No. 6175. Washington: World Bank. 2012.
233. City of London 2011. Summary Findings Research report Capacity Trade and Credit: Emerging Architectures for Commerce and Money. URL: http://www.cityoflondon.gov.uk/business/economic-research-and-information/research-publications/Documents/research-2011/Capacity%20Trade%20and%20Credit%20Summary%20Findings_web.pdf
234. Claessens S. Regulation and Structural Change in Financial Systems, 2016 ECB Forum on Central Banking. (Sintra, June 2016). 2016. URL: <https://www.ethz.ch/content/dam/ethz/special-interest/gess/law-n-economics/professor-of-law-hertig-dam/documents/W&L%20Series/Stijn%20Claessens%20Sintra%20paper%20on%20financial%20sector%20regulation%20and%20structural%20changes%20%20July%2010.pdf>.
235. Clarke S. Capitalist crisis and the rise of monetarism. London: The Merlin Press, 1987. URL: <https://homepages.warwick.ac.uk/~syrbe/pubs/SR1987.pdf>.
236. Cohen B. D. Toward a Leaderless Currency System. The Future of the Dollar, 2009. P.142–163.
237. Cole H.L., KehoemT.J. A Self-Fulfilling Model of Mexico's 1994-1995 Debt Crisis. Journal of International Economics. 1996. Vol. 41, № 3-4. P. 309–330.
238. Communication for the Spring European Council. Driving European recovery. URL: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52009DC0114&from=EN>.
239. Communication From the Commission. The recapitalisation of financial institutions in the current financial crisis: limitation of aid to the minimum necessary and safeguards against undue distortions of competition . URL: http://ec.europa.eu/competition/state_aid/legislation/recapitalisation_communication.pdf.
240. Cooper R. N. Is there a Need for Reform? Speech given at a Federal Reserve Bank of Boston conference, May 1984. Federal Reserve Bank of Boston, 1984.P.37.

241. Cooper R. N. Understanding Global Imbalances. The International Monetary System, the IMF, and the G-20, 2007. P.187–201.
242. Cooper R.N. The Economics of Interdependence: Economic Policy in the Atlantic Community. New York: Columbia University Press, 1968. P. 132.
243. Costigliola F. Anglo-American financial rivalry in the 1920s. *Journal of Economic History*. 1977. Vo 37. P.35.
244. Cottrell P.L. The Bank of England in its international setting / R. Roberts and D. Kynaston (eds) *The Bank of England: Money, Power and Influence 1694–1994*. Oxford: Clarendon Press, 1995. P.100.
245. Cox R.W. *Production, Power and World Order: Social Forces and the Making of History*. New York: Columbia University Press, 1987. 463p.
246. Cutler T., Wayne B. Social insecurity and the retreat from social democracy: occupational welfare in the long boom and financialization. *Review of International Political Economy*. 2001. Vo 8 (1). P.100-111.
247. Darrell D. *Financial Regulatory Reform After the Crisis: An Assessment*. Stanford University. Post-conference version. ECB Forum on Central Banking. (Sintra, June 2016). 2016.
248. Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy. URL: <http://www.oecd.org/g20/summits/washington-dc/declarationofthesummitonfinancialmarketsandtheworldconomy.htm>.
249. Demiris N., Kypraios T., Smith L. V. On the epidemic of financial crises. *Journal of the Royal Statistical Society. Series A*.2014. 177. Part 3. P. 697–723.
250. Diamond D., Dybvig P. Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity. *Journal of Political Economy*. 1983. P.401-419.
251. Diamond Douglas W., Dybvig Philip H. Bank runs, deposit insurance, and liquidity. *Journal of Political Economy*. 1983. 91(3). June. P. 401–419.
252. Diamond Douglas W., Rajan G. Raghuram. *Liquidity Shortages and Banking Crises*. URL: <http://www.umich.edu/~websvcs/projects/mitsui-new/workshopdocs/rajan-liq.pdf>.
253. Digitizing Europe. Why northern european frontrunners must drive digitization of the EU economy / Emanuelle Alm, Niclas

- Colliander, Filiep Deforche et al; The Boston Consulting Group. Stockholm: BCG, 2016. 37p.
254. Draft United Nations Code of Conduct on Transnational Corporations URL: <http://investmentpolicyhub.unctad.org>.
255. Dreher A., Nunnenkamp P., Thiele R. Are «New» Donors Different? Comparing the Allocation of Bilateral Aid between nonDAC and DAC Donor Countries. *World Development*. 2011. 39(11). P.1950–68.
256. Dreher A., Walter S. Does the IMF Help or Hurt? The Effect of IMF Programmes on the Likelihood and Outcome of Currency Crises. *World Development*. 2010. No.38 (1). P. 1–18.
257. Dungey, M. and Martin, V. L. Unravelling financial market linkages during crises. *J. Appl. Econometr.* 22. 2007. P.89–119.
258. Eaton J., Gersovitz M. Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis. *The Review of Economic Studies*. 1981. Vol.48:2. P. 289-309.
259. ECB Annual Report 2015. URL: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2015en.pdf?51b9735eed394d1acf8eef58bb0452e>.
260. Edison H. J. Do Indicators of Financial Crises Work? An Evaluation of an Early Warning System. *International Journal of Finance and Economics*. 2003. Vol. 8. P. 11-53. URL: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/ijfe.197/abstract;jsessionid=A5C0F76E99FC437A64E35410D09A6870.f03t03>.
261. Edwards A., Harris L., Piwowar M. Corporate Bond Transaction Costs and Transparency, *Journal of Finance*. 2007. Volume 62. P. 1421-1451.
262. Edwards S. Real Exchange Rates, Devaluation and Adjustment: Exchange Rate Policy in Developing Countries. Cambridge. Massachusetts: MIT Press, 1989. 384p.
263. Eichengreen B. Global Monetary Order. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbforumcentralbanking201606.en.pdf>. – P. 21-64.
264. Eichengreen B. Rose A., Wyplosz Ch. Contagious Currency Crises. NBER Working Paper. 1997. № 5681.
265. Eichengreen B., Gupta P., Mody A.. Sudden stops and IMF-supported programs. In *Financial Markets Volatility and Performance in Emerging Market*. NBER Chapters, National Bureau of Economic Research, Inc, 2008. P. 219–266.

266. Eichengreen B., Rose A., Wyplosz Ch. Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks. *Economic Policy*. 1995. October. P.251-296. URL: <http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/ERW3EP.pdf>.
267. Emerging markets: Fintech for the unbanked. URL: <https://www.euromoney.com/article/b12kq9hsy3vyjw/emerging-markets-fintech-for-the-unbanked>.
268. Estrada G., D. Park, A. Ramayandi. Financial Development and Economic Growth in Developing Asia. ADB Economics Working Paper Series. 2010. No. 233. Manila: Asian Development Bank.
269. Ethan B. Kapstein *Governing the Global Economy: International Finance and the State*. Harvard University Press, 1994. 224p.
270. European Central Bank. Annual report for 2014. URL: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2014en.pdf>.
271. European Commission: European Economy 6/2010: Monitoring tax revenues and tax reforms in EU member states. URL: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2010/pdf/ee-2010-6_en.pdf.
272. Evans P. The Eclipse of the State? *World Politics*. 1997. №50(1). P. 62-87.
273. Fabozzi F., Modigliani, F. *Capital Markets. Institutions and Instruments*. Upper Saddle River: Pearson Education International, 2003.
274. Farkas B. Perspectives of Convergence in the European Economic Performance and Institutional Systems. *Nemzetközi Konferencia, Miskolci Egyetem Gazdaságtudományi Kar, Miskolc-Lillafüred. II. kötet, 2009. P. 103 – 109.*
275. Farmer J.D., Foley D. A Model Approach. *Nature*. 2009. Vol. 460. P. 685-686.
276. Farmer J.D., Foley D. The economy needs agent-based modelling. *Nature*. 2009. Vol. 460. P. 685-686.
277. Fintech a boon for the unbanked but a nightmare for regulators. URL: <http://www.scmp.com/business/article/1918084/fintech-boon-unbanked-nightmare-regulators>.
278. Fischer S. On The Need for an International Lender of Last Resort. *Journal of Economic Perspectives*. 1999. No 13 (4). P. 85–104.
279. Fisher I. The Debt Deflation Theory of Great Depressions. *Econometrica*. 1933. Vol 1. P. 337-357.

280. Flood R., Marion N. Perspectives on the recent currency crisis literature. *International Journal of Finance and Economics*. 1999. V.4. P.1–26.
281. Frame W. S., White L. J. Technological Change, Financial Innovation, and Diffusion in Banking. Working Paper. 2009-2010. Atlanta: Federal Reserve Bank of Atlanta, 2009.
282. Frankel J., Rose A. Currency Crises in Emerging Markets: An Empirical Treatment. *International Finance Discussion Paper*. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve, January 1996. No. 534. 28p.
283. Frieden J. *Banking on the World: The Politics of International Finance*. London: Hutchinson Review, 1987. P.85.
284. Friedman M. The International Adjustment Mechanism. URL: <https://www.bostonfed.org/-/media/Documents/conference/2/conf2c.pdf?la=en>.
285. Friedman T. What the World Needs Now. *New York Times*. 1999. 28th March.
286. Friedrich C., Schnabel I., Zettelmeyer J. Financial integration and growth – why is Emerging Europe different? *Journal of International Economics*. 2013. 89(2). P.522-538.
287. From Crisis to Stability: How to Make the European Stability Mechanism Transparent and Accountable. URL: https://transparency.eu/wp-content/uploads/2017/03/ESM_Report_DIGITAL-version.pdf.
288. Furceri D., Zdzienicka A. Financial integration and fiscal policy. *Open Economies Review*. 2012. 23(5). P.805-822.
289. Gallagher, K. P., Ocampo J. A. IMF's New View on Capital Controls. *Economic and Political Weekly*. 2013.XLVIII(12). P.10–13.
290. GDP at market prices. URL: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?page=1>.
291. General government deficit/surplus. Eurostat. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00127&plugin=1>.
292. General government gross debt. Eurostat. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tsdde410>.

293. Gerlach, S. and Smets, F. Contagious speculative attacks. *Eur. J. Polit. Econ.*, 1995. P.11, 5–63.
294. Germain R.D. *The International Organization of Credit: States and Global Finance in the World-Economy*. Cambridge: Cambridge University Press, 1997. P. 39–44, 88-90, 98-99.
295. Get Ready for the Phoenix. *The Economist*. 1988. January, 9.
296. Gilman N. *The New International Economic Order: A Reintroduction*. URL: <http://humanityjournal.org/wp-content/uploads/2015/03/HUM-6.1-final-text-GILMAN.pdf>.
297. Girton L. and Roper D. A Monetary Model of Exchange Market Pressure Applied to Postwar Canadian Experience. *American Economic Review*. 1977. No.76. P. 537-548.
298. Glasserman P., Young H. P. How likely is contagion in financial networks? *Journal of Banking & Finance*. 2015. 50. P.383-399.
299. Glick R., Hutchison M. Banking and currency crises: how common are twins? *Pacific Basin Working Paper Series*. 1999. № PB99-07.
300. Goldsmith R.W. *Premodern Financial Systems: A Historical Comparative Study*. Cambridge: Cambridge University Press, 1987. P. 218.
301. Goodhart Ch., Avgouleas E. A Critical Evaluation of Bail-in as a Bank Recapitalisation Mechanism. *CEPR Discussion Paper*. 2014. No. 10065, P. 1-28.
302. Gordon D. The global economy: new edifice or crumbling foundations? *New Left Review*. 1988. Vo. 168. P. 24–65.
303. Grabel I. The Rebranding of Capital Controls in an Era of Productive Incoherence. *Review of International Political Economy*. 2014.22(1). P.7–43.
304. Grant S. G. International financial regulation through the G20: the proprietary trading case study, 2015. URL: <https://www.law.georgetown.edu/academics/law-journals/gjil/recent/upload/zsx00414001217.PDF>.
305. Griesgraber J.M., Gunter B.G. *Development: New paradigms and principles for the twenty-first century*. Vol. II.. London: Pluto, 1996. P.78.
306. Griffith-Jones S. A BRICS Development Bank: a Dream Coming True? *UNCTAD Discussion Papers*. 2014. 215p.

307. Griffith-Jones St., Helleiner E., Woods N. The Financial Stability Board: An Effective Fourth Pillar of Global Economic Governance? CIGI Special Report. 2010. URL: <http://www.cigionline.org/publications/2010/6/financial-stability-boardeffective-fourth-pillar-global-economic-governance>.
308. Haas R. N. The Case for Messy Multilateralism. Financial Times. 2010. January 5.
309. Haldane A. Finance Version 2.0? Joint Bank of England/London Business School Conference on «Is there an industrial revolution in financial services?» 7 March 2016.
310. Haldane A. Private Sector Involvement in Financial Crises: Analytics and Public Policy Approaches. Bank of England Financial Stability Review. 1999. November. P.184–202.
311. Hamilton W. Institution. Encyclopedia of the Social Sciences. N.-Y, 1932.- V. VIII. 84 p.
312. Hawley J.P. Dollars and Borders: US Government Attempts to Restrict Capital Flows, 1960–1980. New York: M.E. Sharpe, 1987. 200p.
313. Hayek F.A. Droit, legislation et liberte. Regels et ordes, vol.1. Presse Universitaires de France, Paris, 1973.
314. Hell S. The Response of the United Nations to the Global Financial Crisis. FES Fact Sheet. 2008. December. New York: Friedrich Ebert Stiftung. URL:library.fes.de/pdf-files/iez/global/05953.pdf.
315. Helleiner E. States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s . Ithaca, NY: Cornell University Press, 1994. 262p.
316. Helleiner E. The Financial Stability Board and International Standards. CIGI. 2010. *G20 Paper no.1*. URL: <http://www.cigionline.org/publications/2010/6/financial-stability-board-andinternational-standards>.
317. Hendershott T., Madhavan A. Click or Call? Auction versus Search in the Over-the-Counter Market. Journal of Finance. 2015. Volume 70., P. 419-447.
318. Hobsbawm E. Age of Extremes: The Short Twentieth Century, 1914–1991. London: Penguin Books, 1994. P.97.

319. Hodgson G. M. The Eclipse of the Uncertainty Concept in Mainstream Economics. *Journal of Economic Issues*. 2011, vol. 45, no. 1. P. 159-175.
320. Hout W. The Anti-Politics of Development: Donor Agencies and the Political Economy of Governance. *Third World Quarterly* 2012. 33(3). P.405–22.
321. IMF annual report 2017. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2017/eng/pdfs/IMF-AR17-English.pdf>.
322. IMF Credit Outstanding for all members as of December 31, 2017. URL: <http://www.imf.org/external/np/fin/tad/extcred2.aspx?date1key=2017-12-31&reportdate=2017-12-31>
323. IMF World Economic Outlook database. 2014. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/weodata/index.aspx>.
324. International Monetary Fund (IMF) External Relations. IMF Aims at building stronger post-crisis global economy and international monetary system, Press Release. Washington: International Monetary Fund, 2009. December 3.
325. International Monetary Fund. Annual Report. Find Solutions Together. 2016. URL: http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2016/eng/pdf/ar16_eng.pdf.
326. Ismi D. Impoverishing a Continent: The World Bank and the IMF in Africa. 2004. URL: <http://www.halifaxinitiative.org/updir/ImpoverishingAContinent.pdf>.
327. Jackson P. Capital requirements and bank behaviour: the impact of the Basel Accord. Working Papers of the Basle Committee on Banking Supervision. 1999. No.1. P. 1-59.
328. Jeanne O. Why do Emerging Economies Borrow in Foreign Currency? IMF Working Papers. 2003. No. 03/177.
329. Jeanne O., M. Noland, A. Subramanian, J. Williamson. Financial Globalization and Long-Run Growth: Is Asia Different? In *Asian Capital Market Development and Integration*. Asian Development Bank and Korea Capital Market Institute. Delhi: Oxford University Press. 2014.
330. Jeanne O., Wyplosz, C. The International Lender of Last Resort. How Large Is Large Enough? *Managing Currency Crises in Emerging Markets*, Nber Chapters, National Bureau of Economic Research. Inc, 2003. P.89–124.

331. Jeanne O., Zettelmeyer, J. International Bailouts, Moral Hazard and Conditionality. *Economic Policy*. 2001. 16 (33). P.407–432.
332. Johnson S. Testimony before the Join Committee of the US Congress Hearing, «Too Big to fail or too big to save? Examining the system threats of large financial institutions» Simon Johnson. 2009, 21 April. URL: <https://piie.com/commentary/testimonies/too-big-fail-or-too-big-save-examining-systemic-threats-large-financial>.
333. Johnson S., Boone P., Breach A., Friedman E. Corporate Governance in the Asian Financial Crisis. NBER Working Paper. 1999. November 15.
334. Jones B. Making Multilateralism Work: How the G-20 Can Help the United Nations. Policy Analysis Brief. March. Muscatine: The Stanley Foundation. 2010.
335. Jones D. Emerging problems with the Basel Capital Accord: Regulatory capital arbitrage and related issues. *Journal of Banking & Finance*. 2000. Volume 24. Issues 1–2. P. 35-58.
336. Jorra M. The Effect of IMF Lending on the Probability of Sovereign Debt Crises. *Journal of International Money and Finance*. 2012. 31 (4). P. 709–725.
337. Joyce J. Financial Globalization and Banking Crises in Emerging Markets. *Open Economies Review*. 2011. 22 (5). P. 875–895.
338. Kaminsky G. L. Currency and Banking Crises: The Early Warnings of Distress. IMF Working Paper. 1999. WP/99/178. December.
339. Kaminsky G., Lizando S. Reinhart Carmen M. Leading Indicators of Currency Crises. International Monetary Fund, unpublished, 1997.
340. Kaminsky G., Reinhart C. M. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. *American Economic Review*. 1999. Vol 89, No.3. P.473-500.
341. Kaminsky Graciela L. Currency and Banking Crises: The Early Warnings of Distress. IMF Working Paper. 1999. -WP/99/178. December.
342. Kentikelenis A. E., Seabrooke L. The Politics of World Polity: Script-Writing in International Organizations. *American Sociological Review*. 2017. 82(5). P.1065–92.

343. Kentikelenis A. E., Stubbs T. H., King L. P. IMF Conditionality and Development Policy Space, 1985–2014. Review of International Political Economy. 2016. 23(4). P. 543–82.
344. Keohane R., Nye J. P. Jr. Power and Interdependence: World Politics in Transition. Boston: Little Brown, 3rd Edition, 2001.
345. Kern A., Dhumale R., Eatwell J. Global Governance of Financial Systems. New York: Oxford University Press, 2006. 328p.
346. Keynes J. M. A Tract on Monetary Reform. London: Macmillan and Co., Limited, 1923. P. 65.
347. Keynes J. The Objective of International Price Stability. The Economics Journal. 1943. Vol.53(3). P. 185-187.
348. Kindleberger C.P. The World in Depression 1929–39. London: Allen Lane, 1973. P. 108-145; Hobsbawm E. Age of Extremes: The Short Twentieth Century, 1914–1991. London: Penguin Books, 1994. P. 91- 94.
349. Kindleberger Charles P., speaking at a Federal Reserve conference. The International Adjustment Mechanism. Federal Reserve Bank of Boston. Conference Series 2, 1969. P.105.
350. King M. The End of Alchemy: Money, Banking and the Future of the Global Economy. London: Little Brown, 2016.
351. Kirshner J. Keynes, Capital Mobility and the Crisis of Embedded Liberalism. Review of International Political Economy. 1999. Vol. 6. No. 3. P. 313-337.
352. Kirshner O. The Bretton Woods – GATT system. Retrospect and prospect after fifty years. Armonk.NY: Shape, 1996. P.193.
353. Kletzer K. M., Wright B. D. Sovereign Debt as Intertemporal Barter. American Economic Review, American Economic Association. 2000. vol. 90(3). P. 621-639.
354. Kolinets L. Global financial crisis: impact on Central and Eastern Europe. Place-based Approach to Regional Policy. Polish, Slovakian and Ukrainian Youth Perspective. Selection of Proceeding, ed. Sokolowicz M., kociuba D. Lodz, Poland, 2015. P.159-181.
355. Koning J. Fedcoin: A central bank-issued Cryptocurrency, 2016. URL: <https://static1.squarespace.com/static/55f73743e4b051cfcc0b02cf/t/58c7f80c2e69cf24220d335e/1489500174018/R3+Report+Fedcoin.pdf>.

356. Korobeinikov A. Financial Crisis: An Attempt of Mathematical Modeling . Applied Mathematics Letters. 2009. Vol. 22. P. 1882-1886.
357. Kose A., Prasad E., Rogoff K. Shang- Jin Wei. Financial Globalization: A Re- appraisal. IMF Staff Papers. 2009.vol. 56(1). P.8–62.
358. Kose A., Prasad E., Terrones M. E. Does openness to international financial flows raise productivity growth? Journal of International Money and Finance. 2009.28(4). P.554-580.
359. Kose M. A., Prasad E., Rogoff K., Wei S.-J.. Financial Globalization: A Reappraisal. IMF Staff Papers. 2009. 56 (1). P.8–62.
360. Krippner G. R. The Making of US Monetary Policy: Central Bank Transparency and the Neoliberal Dilemma. Theory and Society. 2007. Vol. 36(6). P. 477-513.
361. Krisovatuy A. Fiskalparadigma für die Effizienz der Umverteilungsprozesse während der Rezessionsphase. World Economy. Problems and Processes. Berlin. 2010. № 24. P. 226-234.
362. Krugman P. A Model of Balance-of-Payments Crises. Journal of Money, Credit and Banking. 1979. Vol.11.
363. Krugman P. Balance Sheets, The Transfer Problem, and Financial Crises. Mimeo. 1999.
364. Krysovaty A. Paradigm of the Development of Banking Infrastructure of Ukraine / A. Drobyazko, A. Krysovaty, V. Fedosov. Journal of Global Economy Review. 2015. Vol. 1, № 4. P. 4-14.
365. Laeven L. Banking Crises: A Review. Annual Review of Financial Economics, Annual Reviews. 2011. vol. 3(1). P. 17-40.
366. Laeven L., Valencia F. Systemic Banking Crises: A New Database . IMF Working Paper. 2008. WP/08/224. 77p.
367. Lang M. The Early Warnings of Balance-of Payments problems: Kaminsky and Reinhart Revisited by Michael Lang, 2013. August. URL: <http://www.frankfurt-school.de/clicnetclm/fileDownload.do?goid=000000531345AB4>.
368. LaRouche L. The Theory of the New Economic Order. URL: <https://pdfs.semanticscholar.org/06aa/e8010886716125dfef36d37029783f8557f2.pdf>.
369. Liu S., Lindholm C.K. Assessing Early Warning Signals of Currency Crises: A Fuzzy Clustering Approach. Intelligent

- Systems in Accounting. Finance and Management. 2006. Vol. 14. P.179-202.
370. Llewellyn D. Financial Innovation and the Economics of Banking and the Financial System. / In: L. Anderloni, D. T. Llewellyn, R. H. Schmidt. Financial Innovation in Retail and Corporate Banking. Cheltenham: Edward Elgar, 2009. P.1-40.
371. Lund S. Financial Globalization: Retreat or Reset? McKinsey Global Institute, March 2013. P. 2.; Sam Ro. Here's what the \$294 trillion market of global financial assets looks like. Business Insider, February 11, 2015. URL: <http://www.businessinsider.com/global-financial-assets-2015-2#ixzz3g59m5Fic>.
372. Lütz S., Kranke M. The European rescue of the Washington Consensus? EU and IMF lending to central and eastern European countries. Review of International Political Economy. 2013. P.1–29.
373. Maier C.S. In Search of Stability: Explorations in Historical Political. Cambridge: Cambridge University Press, 1987. P. 187 – 224.
374. Maman D., Rosenhek Z. The contested institutionalization of policy paradigm shifts: The adoption of inflation targeting in Israel. URL: https://www.researchgate.net/publication/31214656_The_contested_institutionalization_of_policy_paradigm_shifts_The_adoption_of_inflation_targeting_in_Israel.
375. May R. M., Arinaminpathy N. Systemic risk: the dynamics of model banking systems. J. R. Soc. Interfc., 2010. 7. P.823–838.
376. Mazower M. Governing the World: the History of an Idea. London: Allen Lane, 2012.
377. McKinnon, R., Pill, H. Credible liberalizations and international capital flows: The over borrowing syndrome. crises. Financial Deregulation and Integration in East Asia. Chicago: University of Chicago Press, 1996. URL: <https://core.ac.uk/download/files/153/6483606.pdf>.
378. Measuring the Information Society Report 2016. Geneva: International Telecommunication Union, 2016. 274 p. URL: <http://www.itu.int/en/ITU-D/Statistics/Documents/publications/misr2016/MISR2016-w4.pdf>.
379. Mendelsohn M.S. Money on the Move: The Modern International Capital Market. New York: McGraw-Hill Book Company, 1980. P. 53, 211.

380. Mendicino C., Nikolov K., Suarez J. Equity Versus Bail-in Debt in Banking: An Agency Perspective. Working Paper. 2016, April.
381. Mendoza Enrique G. Sudden Stops, Financial Crises, and Leverage. American Economic Review. URL: <http://www.sas.upenn.edu/~egme/pp/CompletePaperRevforDistribution.pdf>.
382. Michalopoulos S., Leaven L., Levine R. Financial Innovation and Endogenous Growth. National Bureau of Economic Research. Working Paper 15356. 2009. September. P. 1-33.
383. Milesi-Ferretti G. Ma., Tille Cdric. The Great Retrenchment: International Capital Flows During the Global Financial Crisis .Economic Policy. 2011. Vol. 26. No. 66. P. 285-342.
384. Miller M., Zhang L. Sovereign Liquidity Crises: The Strategic Case for a Payment Standstill. Economic Journal. 2000. No 110 (460). P. 335–362.
385. Mishkin F. Over the Cliff: From the Suprime to the Modern Financial Crisis. NBER Working Paper. 2010. No.16609.
386. Mishkin F. Over the Cliff: From the Suprime to the Modern Financial Crisis. NBER Working Paper. Cambridge. 2010. No.16609.
387. Mishkin S. F. Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective. NBER WORKING PAPER SERIES. Working Paper 5600, 1996. 49p. URL: <https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/w5600.pdf>.
388. Mizen P. The credit crunch of 2007–2008: a discussion of the background, market reactions and policy responses. Federal Reserve Bank of St Louis. Review. 2008.September.
389. Morrison A D. Credit derivatives, disintermediation and investment decisions. The Journal of Business. 2005. 78. P. 621–648.
390. Mulder Ch. The Role of Corporate, Legal and Macroeconomic Balance Sheet Indicators in Crisis Detection and Prevention. Working Paper. Wash. D.C.: IMF. 2002. № 02/59. 26 p.
391. Mulleneux A. W. The Financial Instability Hypothesis (FIN). Business Cycles and Financial Crises. New York etc.: Harvester Wheatsheaf, 1990. P. 87.
392. Mundell R. A Decade Later: Asia New Responsibilities in the International Monetary System. Presentation given in Seoul., South Korea, 2007. May, 2-3.

393. Mundell R. The case for a world currency. *Journal of Policy Modeling*. 2012. No34. P.568–578.
394. North D. C. *Institution, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge University Press, New York, 1990. 152 p.
395. O'Connor J. *The Fiscal Crisis of the State*. New York: St Martins Press, 1973. 304p.
396. Obstfeld M. The logic of Currency Crises. NBER Working Paper. №4640. 1994;
397. Obstfeld M., Taylor A. *Globalization and Capital Markets*. Mimeo. 2002. March.
398. OECD Oslo Manual. Guidelines for Collecting and Interpreting Innovation Data. 3rd ed. Eurostat. 2005.
399. OECD Strategic Response to the Financial and Economic Crisis. URL: <https://www.oecd.org/economy/42061463.pdf>.
400. Overbeek H., van der Pijl, K. Restructuring capital and restructuring hegemony: neo-liberalism and the unmaking of the post-war order' / in H. Overbeek (ed.) *Restructuring Hegemony in the Global Political Economy: The Rise of Transnational Neo-liberalism in the 1980s*, London and New York: Routledge,1993. 308p.
401. P2PFA Member data. URL: <https://p2pfa.org.uk/wp-content/uploads/2018/01/2018.01.26-Q4-2017-quarterly-data-1.xlsx>.
402. Pantalone C. C., Welch, J. B. *Innovative Financing. How New Financial Strategies Have Reshaped American Business*. Financial Executive. 1987. Nr 4. P.33-35.
403. Parks T., Cole W. *Political Settlements: Implications for International Development Policy and Practice*. Occasional Paper. 2010. No. 2. Asia Foundation, San Francisco.
404. Paulson H. M. *On the Brink: Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System*. New York: Business Plus. 2010.
405. Pavlic B., Hamelink C. *The New International Economic Order: Links Between Economics and Communications*. URL: <http://unesdoc.unesco.org/images/0006/000657/065765eo.pdf>.
406. Peck J., Tickell A. *Neoliberalizing Space Antipode*. 2002. Vo. 34(3). P. 380-404.
407. Pettis M. *The Volatility Machine: Emerging Economies And The Threat of Collapse*. Oxford University Press, 2001. P. 70.

408. Philippon T. The FinTech Opportunity. Paper prepared for the 2016 Annual Conference of the BIS. July 2016.
409. Pistor K. A Legal Theory of Finance. Columbia Public Law Research Paper, 2013, No 13-348.
410. Polanyi K. The Great Transformation. New York: Farrar & Rinehart, 1944. URL: http://inctpped.ie.ufrj.br/spiderweb/pdf_4/Great_Transformation.pdf.
411. Pollin R. Tools for New Economy. Boston Review. 2009. January/February. URL: http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/other_publication_types/magazine___journal_articles/Boston_Review_Jan09.PDF.
412. Porter T. Risk models and transnational governance in the global financial crisis: the cases of Basel II and credit rating agencies / Global finance in crisis: the politics of international regulatory change. Abingdon, Oxon [u.a.]: Routledge, 2010. P. 56-73.
413. Porter T. States, Markets and Regimes in Global Finance. Palgrave, 1993. P.62.
414. Presbitero A. F., Zazzaro A.. IMF Lending In Times of Crisis: Political Influences and Crisis Prevention. World Development. 2012. No.40 (10). P. 1944–1969.
415. Quinn D. P., Schindler M., Toyoda A. M. Assessing Measures of Financial Openness and Integration. IMF Economic Review. 2011. 59(3). P.488–522.
416. Rachman G. America is losing the free world. Financial Times. 2010. January 4.
417. Radelet S.; Sachs Jeffrey D. The East Asian financial crisis: Diagnosis, remedies. Brookings Papers on Economic Activity. 1998. №1. 90p. URL: <http://earth.columbia.edu/sitefiles/file/about/director/documents/BPEA19981withRadelet-TheEastAsianFinancialCrisis.pdf>.
418. Raj A. G20 Achievements 'historic', Harper says. Edmonton Sun. 2009. September 26.
419. Raskin M., D. Yermack. Digital Currencies, Decentralized Ledgers, and the Future of Central Banking. NBER Working Paper. 22238, 2016.
420. Real GDP growth rate. Eurostat. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tec00115>.

421. Reglin K. The New Global Economic Order – Multilateral Institutions and the New Regionalism. URL: <https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/20141110-kr-india-speech-1.pdf>.
422. Reinhart C. M., Rogoff K. S. This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly. Princeton Press, 2009. 496p.
423. Reinhart C., Kirkegaard J., Sbrancia B. Financial repression redux. IMF Finance and Development. 2011. Vol. 48. No. 1.
424. Riley J.C. International Government Finance and the Amsterdam Capital Market, 1740–1815. Cambridge: Cambridge University Press, 1980. P.28.
425. Robbins L. Money, Trade and International Relations. Palgrave Macmillan, 1971. P. 218.
426. Roberts Kenneth M. Neoliberalism and the Transformation of Populism in Latin America. World Politics. 1995. 48. P82–116.
427. Roberts R. The city of London as a financial centre in the era of the depression, the Second World War, and post-war official controls / A. Gorst, L. Johnman and W. Scott Lucas (eds) Contemporary British History 1931–1961. Politics and the Limits of Policy. London: Pinter, 1991. P.63-65.
428. Rodrik D. The Social Cost of Foreign Exchange Reserves. International Economic Journal. 2006. 20 (3). P. 253–266.
429. Rogoff K. International Institutions for Reducing Global Financial Instability. Journal of Economic Perspectives. 1999. No 13 (4). P. 21–42.
430. Rose Andrew K., Spiegel Mark M. Cross-Country Causes and Consequences of the Crisis: An Update. Federal Reserve Bank of San Francisco. Working paper series. Working Paper. 2011-02. URL: <http://www.frbsf.org/economic-research/files/wp11-02bk.pdf>.
431. Ruggie J.G International regimes, transactions, and change: embedded liberalism in the postwar economic order. International Organisation . 1982. 36/ 2. P. 390-392.
432. Sachs J., Tornell A., Velasco A. Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons From 1995. NBER Working Paper. № 5576, 1996.
433. Sasin M. The Malaysian Currency Crisis, 1997–1998. The Episodes of Currency Crisis in Latin American and Asian Economies; M. Dabrowski (ed.). CASE Report. –Warsaw: Center for Social and Economic Research, 2001. № 39. P. 55–76.

434. Saxena S. Ch. Exchange Rate Dynamics in Indonesia: 1980–1998. *Journal Of Asian Economics*. 2002. Vol. 13, № 4. P. 545–563.
435. Sbracia M. The role of the banking system in the international transmission of shocks. *Bank of Italy*. 2001. 28 p.
436. Schindler M. Measuring Financial Integration: A New Data Set. *IMF Staff Papers*. 2009. No. 56 (1). P. 222–38.
437. Schwab K. The Fourth Industrial Revolution. *Foreign Affairs*. 2015 URL: <https://www.foreignaffairs.com/articles/2015-12-12/fourth-industrial-revolution>.
438. Shiller R. *Irrational Exuberance*. New York: Doubleday, 2005. 336p.
439. Siebert H. The Concept of a World Economic Order. URL: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.547.41&rep=rep1&type=pdf>.
440. Slater S. US reform plan hurts global effort –Barclays CEO. *Reuters*. 2010. February 9.
441. Smets J. Fintech and Central Banks. Speech given at the Colloquium on Fintech and the Future of Retail Banking, December 2016. URL: <https://www.financialforum.be/sites/financialforum.be/files/media/1695-1-jansmets.pdf>.
442. Soros G. *Le defi de l argent*. Paris, 1996. P. 142.
443. Soros G. *The Crises of Global Capitalism, Open Society Endangered*. New York, 1998.
444. State In A Box – Identity Services Architecture. URL: <http://guptaoption.com/4.SIAB-ISA.php>.
445. Steil B. *The Battle of Bretton Woods: John Maynard Keynes, Harry Dexter White, and the Making of a New World Order*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2013. 464p.
446. Steil B. The End of National Currency. *Foreign Affairs*. May/June 2007. P.95.
447. Stiglitz, J. E. *Globalization and Its Discontents*. New York: W. W. Norton & Company, 2002.
448. Strange S. *Casino Capitalism*. Oxford: Blackwell, 1986. P. 38-40, 47-50.
449. Strange S. *International Economic Relations of the Western World 1959–1971, Vol. 2: International Monetary Relations.*, London: Oxford University Press, 1976. P. 5-6, 176-179.

450. Subacci P., Pickford S. International economic governance: last chance for G20. Chatham House, 2015. URL: <https://www.chathamhouse.org/sites/files/chathamhouse/publications/research/20151113InternationalEconomicGovernanceG20SubacchiPickford.pdf>.
451. Summits G20. URL: <http://www.oecd.org/g20/summits/>.
452. Szamosszeg A., Kyle C. An analysis of state-owned enterprises and state capitalism in China. U.S.-China Economic and Security Review Commission. Washington, DC: Capital Trade, Inc., 2011. P.11.
453. Tapscott D. Blockchain Revolution: How the Technology Behind Bitcoin Is Changing Money, Business and the World. NY: Penguin Random House, 2016. 348 p.
454. Tarullo D. Banking on Basel: The Future of International Financial Regulation. Paperback, 2008. 310p.
455. Tax reforms in EU Member States 2012. URL: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2012/pdf/ee-2012-6_en.pdf.
456. The Federal Reserve's Response to Crisis. FRS, 2010. URL: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_crisisresponse.htm.
457. The Mystery Of Capital: Why Capitalism Triumphs In The West And Fails Everywhere Else, Black Swan, 2001, P. 172.
458. The Single Global Currency. Single Global Currency Association, 2006. P.155.
459. The World Factbook. URL: <https://www.cia.gov/library/Publications/the-world-factbook/geos/xx.html>.
460. Thurner S., Farmer J.D., Geanakoplos J. Leverage Causes Fat Tails and Clustered Volatility . Quantitative Finance Paper. 2009. 0908.1555. 19p. URL: <http://lanl.arxiv.org/pdf/0908.1555v2>.
461. Total IMF Credit Outstanding for all members from 1984 – 2017. URL: <http://www.imf.org/external/np/fin/tad/extcred1.aspx>.
462. Triffin R. Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility. New Haven, CT: Yale University Press, 1960. 195p. URL: <http://vivmedia.eu/download/gold+and+the+dollar+crisis+the+future+of+convertibility>.

463. Turner A. The financial crisis and the future of regulation, The Economist's Inaugural City Lecture. Financial Services Authority website. 2009. January.
464. Ueda K, Weder Di Mauro B. Quantifying the Value of the Subsidy for systemically Important Financial Institutions. IMF Working Paper. 2011. 12/128.
465. Ukraine: History of Lending Arrangements as of December 31, 2017. URL: <http://www.imf.org/external/np/fin/tad/extarr2.aspx?memberKey1=993&date1key=2017-08-31>.
466. Ukraine: Projected Payments to the IMF. URL: <http://www.imf.org/external/np/fin/tad/extforth.aspx?memberkey1=993&date1key=2017-12-31&category=forth&year=2018&trxtype=repchg&overforth=f&schedule=exp&extend=y>
467. Ukraine: Transactions with the Fund URL: http://www.imf.org/external/np/fin/tad/extrans1.aspx?memberKey1=993&endDate=2009-12-31&finposition_flag=YES
468. Underhill G. R. D. Keeping Governments out of Politics: Transnational Securities Markets, Regulatory Cooperation, and Political Legitimacy. *Review of International Studies*. 1995. Vol. 21. No. 3. P. 251-278.
469. Underhill G. R. D., Zhang X. Setting the rules: private power, political underpinnings, and legitimacy in global monetary and financial governance. *International Affairs*. 2008. Vol. 84 (3). P. 535-554.
470. United Kingdom: History of Lending Arrangements as of November 30, 2017. URL: <http://www.imf.org/external/np/fin/tad/extarr2.aspx?memberkey1=1010&date1Key=2017-11-30>.
471. Van der Pijl K. Ruling classes, hegemony, and the state system. *International Journal of Political Economy*. 1989. Vo 19 (3). P. 7-35.
472. Van Der Veer K. J. M., De Jong E. IMF-Supported Programmes: Stimulating Capital to Non-Defaulting Countries. *The World Economy*. 2013. 36 (4). P. 375-395.
473. Vaubel R. Principal-agent problems in international organizations, *The Review of International Organizations*. 2006. 1(2). P.125-138.

474. Velde F. Money and payments in the digital age: innovations and challenges. In: Banque de France: Financial Stability Review. Financial Stability in the Digital Era. April 2016.
475. Veron N. The G20 financial reform agenda after five years. Bruegel policy contribution, ISSUE 2014. URL: http://www.un.org/en/development/desa/policy/news_events/2015_April_FinancialReform.pdf.
476. Villeroy de Galhau F. Constructing the possible trinity of innovation, stability and regulation for digital finance. In: Banque de France: Financial Stability Review. Financial Stability in the Digital Era. April 2016.
477. Vimilsiri P. Role of Foreign Investors in the Thai Currency Crisis of 1997. Visiting Researchers Series. Institute of Southeast Asian Studies. 2001. № 4. 44 p.
478. Vines D. From Asian Miracle to Asian Crisis: Why Vulnerability, Why Collapse? University of Oxford, Australian National University, and CEPR, 1999. 34 p.
479. Vlaar P. Currency Crisis Models for Emerging Markets .Paper. De Netherlandesche Bank, 2000. № 45. .31 p.
480. Vogel S.K. Freer Markets, More Rules: Regulatory Reform in Advanced Industrial Countries. Ithaca, NY: Cornell University Press, 1996. P.39-41.
481. Volcker P., Gyohten Toyoo. Changing Fortunes: The World's Money and the Threat to American Leadership. Times Books, 1992. P.9.
482. Wachtel H.M. The Money Mandarins: The Making of a Supranational Economic Order. London: M.E. Sharpe, 1990. 272p.
483. Wallace H. An institutional anatomy and five policy modes. Policy-making in the European Union / H. Wallace, M. Pollack and A. Young (eds.). 6th edition. Oxford: Oxford University Press, 2010. P.69-104.
484. Wallerstein I.I. The Modern World-System, Part II: Mercantilism and the Consolidation of the European World Economy, 1600–175. New York: Academic, 1980. P.44.

485. Walter A. World Power and World Money: The Role of Hegemony and International Monetary Order. Revised Edition, Hertfordshire: Harvester Wheatsheaf, 1993. P.209-210.
486. Widmaier W. W. Constructing monetary crises: New Keynesian understandings and monetary cooperation in the 1990s. Review of International Studies. 2003. Volume 29, Issue 1. P. 61-77.
487. William Easterly. An Identity Crises? Testing IMF Financial Programming. Center for Global Development. Working Paper. 2002. August. No. 9.
488. Wolfson M. H., Epstein G. A. The Handbook of the Political Economy of Financial Crises. Oxford University Press, 2013. 784p.
489. Wong K.-Y. Housing Market Bubbles and the Currency Crisis: The Case of Thailand. Japanese Economic Review. 2001. Vol. 52, № 4. P. 382-404.
490. Woo W. Th. The Unorthodox Origins of the Asian Currency Crisis. ASEAN Economic Bulletin. 2000. Vol. 17, № 2. P. 120-134.
491. World Bank. Analysis and summary tables. Vol. 1 of Global development finance: 1998. Global Development Finance; A World Bank book Global Development Finance. Washington DC. World Bank. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/1998/03/727045/global-development-finance-1998-vol-1-2-analysis-summary-tables>.
492. World Bank. Crowdfunding's Potential for the Developing World. infoDev, Finance and Private Sector Development Department. Washington, DC. 2013. URL: https://www.infodev.org/infodev-files/wb_crowdfundingreport-v12.pdf.
493. World Development Indicators URL: <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators#>
494. World Economic Outlook (April 2017). URL: <http://www.imf.org/external/datamapper/PPPGDP@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD>.
495. World Economic Outlook. IMF, October 1998, Washington URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo1098/pdf/1098ch2.pdf>.
496. Wyatt-Walter A. Regionalism, Globalization, and World Economic Order. URL: <http://docenti.unimc.it/u1.chelatidirar/>

-
- teaching/2015/14864/files/reading-materials-on-regionalism/3_Regionalism-Globalization%20World%20Economic%20Order.pdf.
497. Yeyati E.L. Global Moral Hazard, Capital Account Liberalization and the «Overlending» Syndrome. IMF Working Paper. № 100. 1999.
498. Zettelmeyer J. Can Official Crisis Lending Be Counterproductive In The Short Run? Economic Notes. 2000. 29 (1).
499. Zimmermann F., Smith K. More Actors, More Money, More Ideas for International Development Co-operation. Journal of International Development. 2011.23(5). P.722–38.

Додатки

Додаток А.

Таблиця 1

Результати розрахунків
коефіцієнти трьохвимірного зв'язку

<i>vvv</i>	<i>a</i>	<i>b</i>	<i>f0</i>	<i>f1</i>	<i>f2</i>	<i>f3</i>	<i>f4</i>	<i>f5</i>
1	2	3	4	5	6	7	8	9
(1)	x13	x4	$7,09 \cdot 10^7$	158,81	$-5,04 \cdot 10^3$	$-7,90 \cdot 10^{-4}$	$-1,37 \cdot 10^{-4}$	-0,058
(1)	x13	x7	$-7,77 \cdot 10^6$	500,43	$1,58 \cdot 10^{-3}$	$2,04 \cdot 10^{-9}$	$-4,04 \cdot 10^{-4}$	~0
(1)	x13	x22	1	157,80	0,063	$9,32 \cdot 10^{-8}$	$-2,53 \cdot 10^{-4}$	~0
(1)	x13	x14	$1,57 \cdot 10^7$	430,91	$9,74 \cdot 10^5$	27,75	$-6,07 \cdot 10^{-4}$	$-6,55 \cdot 10^5$
(1)	x13	x21	$-2,95 \cdot 10^8$	738,42	$1,62 \cdot 10^7$	-8,78	$-3,94 \cdot 10^{-4}$	$-1,71 \cdot 10^5$
(1)	x13	x23	$5,60 \cdot 10^8$	$1,40 \cdot 10^3$	$-1,51 \cdot 10^7$	-9,51	$-2,47 \cdot 10^{-4}$	$9,26 \cdot 10^4$
(1)	x13	x16	1	512,72	$-1,23 \cdot 10^{-3}$	$-2,92 \cdot 10^{-9}$	$-3,72 \cdot 10^{-4}$	~0
(1)	x4	x7	$1,33 \cdot 10^8$	$-4,29 \cdot 10^3$	$-4,72 \cdot 10^{-3}$	$4,81 \cdot 10^{-8}$	0,14	~0
(1)	x4	x22	$1,36 \cdot 10^7$	$-1,07 \cdot 10^4$	0,055	$1,26 \cdot 10^{-6}$	-0,145	~0
(1)	x4	x14	$9,88 \cdot 10^7$	$-7,50 \cdot 10^3$	$5,39 \cdot 10^5$	66,35	-0,065	$-2,25 \cdot 10^4$
(1)	x4	x21	$1,62 \cdot 10^8$	$-7,26 \cdot 10^3$	$-7,09 \cdot 10^6$	25,37	-0,086	$1,86 \cdot 10^5$
(1)	x4	x23	$7,06 \cdot 10^8$	$1,0 \cdot 10^4$	$-9,16 \cdot 10^6$	-144,57	-0,062	$3,37 \cdot 10^4$
(1)	x4	x16	$9,88 \cdot 10^7$	$-6,80 \cdot 10^3$	$1,05 \cdot 10^{-3}$	$-1,94 \cdot 10^{-7}$	-0,098	~0
(1)	x7	x22	1	$-4,84 \cdot 10^{-3}$	0,10	~0	~0	~0
(1)	x7	x14	$-2,23 \cdot 10^8$	0,01	$2,90 \cdot 10^7$	$-4,70 \cdot 10^{-4}$	~0	$-5,30 \cdot 10^5$

Продовження табл. 1

1	2	3	4	5	6	7	8	9
(1)	x7	x21	$4,75 \cdot 10^7$	-0,01	$2,12 \cdot 10^7$	$1,89 \cdot 10^{-3}$	~0	$-1,64 \cdot 10^6$
(1)	x7	x23	$4,26 \cdot 10^9$	-0,06	$-5,90 \cdot 10^7$	$4,48 \cdot 10^{-4}$	~0	$2,02 \cdot 10^5$
(1)	x7	x16	1	$8,48 \cdot 10^{-3}$	0,033	~0	~0	~0
(1)	x22	x14	1	0,086	1	$1,19 \cdot 10^{-3}$	~0	$-1,34 \cdot 10^5$
(1)	x22	x21	$-8,90 \cdot 10^8$	0,358	$2,78 \cdot 10^7$	$-3,00 \cdot 10^{-3}$	~0	$-2,56 \cdot 10^5$
(1)	x22	x23	$2 \cdot 10^9$	0,517	$-4,76 \cdot 10^7$	$-4,02 \cdot 10^{-3}$	~0	$2,66 \cdot 10^5$
(1)	x22	x16	$-1,99 \cdot 10^8$	0,192	$-3,62 \cdot 10^{-3}$	~0	~0	~0
(1)	x14	x21	$3,01 \cdot 10^8$	$9,18 \cdot 10^6$	$-3,31 \cdot 10^7$	$2,91 \cdot 10^5$	$-3,28 \cdot 10^5$	$8,42 \cdot 10^5$
(1)	x14	x23	$4,26 \cdot 10^9$	-0,06	$-5,90 \cdot 10^7$	$4,48 \cdot 10^{-4}$	~0	$2,02 \cdot 10^5$
(1)	x14	x16	$1,18 \cdot 10^8$	$-3,81 \cdot 10^6$	0,025	$-2,74 \cdot 10^{-3}$	$3,53 \cdot 10^5$	~0
(1)	x21	x23	$3,71 \cdot 10^9$	$-8,10 \cdot 10^7$	$-4,58 \cdot 10^7$	$5,19 \cdot 10^5$	$5,67 \cdot 10^5$	$1,41 \cdot 10^5$
(1)	x21	x16	$7,01 \cdot 10^8$	$-4,33 \cdot 10^7$	-0,077	$2,86 \cdot 10^{-3}$	$8,09 \cdot 10^5$	~0
(1)	x16	x23	$1,64 \cdot 10^9$	-0,025	$-2,30 \cdot 10^7$	$1,44 \cdot 10^{-3}$	~0	$8,31 \cdot 10^4$

Додаток Б.

Таблиця 1

**Результати розрахунків
коефіцієнти трьохвимірного зв'язку
для визначення їх впливу на приріст ВВП**

<i>dvvp</i>	<i>a</i>	<i>b</i>	<i>g0</i>	<i>g1</i>	<i>g2</i>	<i>g3</i>	<i>g4</i>	<i>g5</i>
1	2	3	4	5	6	7	8	9
(2)	dP<0>	dP<1>	-10 ⁷	-6,20*10 ³	5,0*10 ⁻⁴	-1,74*10 ⁻⁷	8,45*10 ⁻⁴	~0
(2)	dP<0>	dP<2>	-5,83*10 ⁶	-7,71*10 ³	-368,25	0,038	0,221	3,78*10 ⁻³
(2)	dP<0>	dP<3>	9,46*10 ⁶	-3,90*10 ³	-4,28*10 ⁵	-39,09	-0,105	-9,41*10 ⁴
(2)	dP<0>	dP<4>	-2,87*10 ⁶	-5,59*10 ³	1,01*10 ⁻³	1,15*10 ⁻⁷	0,028	~0
(2)	dP<0>	dP<5>	1,76*10 ⁷	-4,23*10 ³	-9,66*10 ⁵	-1,49*10 ³	-0,559	-1,31*10 ⁶
(2)	dP<0>	dP<6>	8,30*10 ⁶	-2,37*10 ³	-0,141	-6,92*10 ⁻⁶	0,03	~0
(2)	dP<0>	dP<7>	5,28*10 ⁶	-4,62*10 ³	1,02*10 ⁴	31,37	-0,054	-2,04*10 ⁴
(2)	dP<1>	dP<2>	-8,12*10 ⁷	-0,016	1,98*10 ³	1,65*10 ⁻⁷	~0	-7,46*10 ⁻³
(2)	dP<1>	dP<3>	3,66*10 ⁷	2,74*10 ⁻³	-2,49*10 ⁶	2,79*10 ⁻⁴	~0	-2,77*10 ⁵
(2)	dP<1>	dP<4>	1	1,38*10 ⁻³	-1,74*10 ⁻³	~0	~0	~0
(2)	dP<1>	dP<5>	1,92*10 ⁷	9,01*10 ⁻⁴	-1,03*10 ⁵	-1,65*10 ⁻³	~0	4,20*10 ⁴
(2)	dP<1>	dP<6>	2,29*10 ⁷	2,05*10 ⁻³	-0,078	~0	~0	4,01*10 ⁻¹¹
(2)	dP<1>	dP<7>	2,53*10 ⁷	3,06*10 ⁻³	2,23*10 ⁵	-1,52*10 ⁻⁴	~0	-3,36*10 ⁴
(2)	dP<2>	dP<3>	-1,03*10 ⁸	2,03*10 ³	8,24*10 ⁶	-125,74	-721*10 ⁻³	-1,23*10 ⁵

Продовження табл. 1

1	2	3	4	5	6	7	8	9
(2)	dP<2>	dP<4>	-1,97*10 ⁷	346,0	-0,018	1,80*10 ⁻⁷	5,61*10 ⁻⁶	~0
(2)	dP<2>	dP<5>	-7,65*10 ⁶	-200,55	-4,20*10 ⁵	50,407	3,82*10 ⁻³	-7,33*10 ⁵
(2)	dP<2>	dP<6>	2,48*10 ⁷	-230,81	-0,325	2,15*10 ⁻⁶	1,52*10 ⁻³	~0
(2)	dP<2>	dP<7>	-7,15*10 ⁷	1,77*10 ³	-5,32*10 ⁶	63,65	-8,28*10 ⁻³	-2,33*10 ⁴
(2)	dP<3>	dP<4>	1,5*10 ⁷	6,15*10 ⁵	-2,87*10 ⁻⁴	1,58*10 ⁻³	-5,62*10 ⁵	~0
(2)	dP<3>	dP<5>	2,33*10 ⁷	1,11*10 ⁶	3,95*10 ⁶	-6,93*10 ⁵	-2,34*10 ⁵	-8,92*10 ⁵
(2)	dP<3>	dP<6>	2,54*10 ⁷	-7,0*10 ⁶	0,027	0,011	-4,67*10 ⁵	~0
(2)	dP<3>	dP<7>	2,90*10 ⁷	-1,32*10 ⁵	-4,05*10 ⁵	4,43*10 ⁵	-5,47*10 ⁵	-1,27*10 ⁵
(2)	dP<4>	dP<5>	1,28*10 ⁷	-6,94*10 ⁻³	-1,34*10 ⁶	1,97*10 ⁻³	~0	-4,62*10 ⁵
(2)	dP<4>	dP<6>	1,13*10 ⁷	3,17*10 ⁻³	-0,119	~0	~0	~0
(2)	dP<4>	dP<7>	2,27*10 ⁷	-9,94*10 ⁻³	2,09*10 ⁶	1,56*10 ⁻³	~0	-1,69*10 ⁵
(2)	dP<5>	dP<6>	2,35*10 ⁷	4,82*10 ⁶	0,192	-0,024	-1,21*10 ⁶	~0
(2)	dP<5>	dP<7>	2,02*10 ⁷	4,94*10 ⁶	-8,80*10 ⁵	1,36*10 ⁵	-4,23*10 ⁵	-3,48*10 ⁴
(2)	dP<6>	dP<7>	2,35*10 ⁷	-0,073	2,73*10 ⁶	-5,28*10 ⁻³	~0	3,73*10 ⁴

Наукове видання

Колінець Леся Богданівна

НОВИЙ СВІТОВИЙ ФІНАНСОВИЙ ПОРЯДОК

Монографія

Дизайн обкладинки *Марії Одобецької*

Підписано до друку 16.04.2018 р.
Формат 60х90/8. Гарнітура Times.
Папір офсетний. Друк на дублюванні.
Умовн.-друк. арк. 21,04. Обл.-вид. арк. 24,76.
Зам № М031-18. Тираж 300 прим.

Видавець і виготовлювач:
Тернопільський національний економічний університет
вул. Львівська, 11, м. Тернопіль 46004

*Свідоцтво про внесення суб'єкта видавничої справи
до Державного реєстру видавців ДК № 3467 від 23.04.2009 р.*

Видавничо-поліграфічний центр «Економічна думка ТНЕУ»
вул. Бережанська, 2, м. Тернопіль 46004
тел. (0352) 47-58-72
E-mail: edition@tneu.edu.ua