МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ІДЕНТИФІКАЦІЇ ТА ОЦІНКИ ВПЛИВУ ГЛОБАЛЬНИХ ФІНАНСОВИХ ТРАНСФОРМАЦІЙ НА СТАН ВАЛЮТНО-ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ УКРАЇНИ

1.1. Фінансові трансформації після глобальної кризи 2007–2009 рр. і новітні тенденції розвитку глобальних фінансів: ризики і перспективи для України

Однією з ознак фінансової глобалізації та однією з найприкметніших рис світової фінансової системи останніх десятиріч стало посилення взаємозв'язків і взаємозалежності фінансових ринків окремих країн, виникнення глобального фінансового ринку і вдосконалення світової фінансової архітектури. Після глобальної кризи 2008–2009 рр. у рамках світової фінансової системи почали відбуватися кардинальні зрушення, динамічні та структурні зміни, що чинитимуть багатовекторний вплив (як стимулюючий, так і гальмівний) на розвиток національних економік. Серед глобальних фінансових трансформацій у посткризовий період найбільш вагомими були: формування багатополярної валютної системи і поширення регіональних валют, міжнародна експансія провідних фондових бірж і виникнення нових осередків «фінансової могутності» у Східній Азії, підвищення волатильності цін на ринкові активи і розвиток нових форм віртуалізації світового фінансового ринку, посилення залежності країн – експортерів сировини від курсових коливань на світових ринках і зростання ролі МФО у подоланні проблем посткризового розвитку, накопичення проблем боргового навантаження у розвинених країнах і зменшення вразливості економік країн із ринками, що формуються, до відпливу іноземного капіталу, посилення геоекономічного впливу Китаю та використання нових фінансових механізмів транснаціоналізації економічної діяльності.

У 2015–2016 рр. почали проявлятися новітні тенденції розвитку глобальних фінансів, які прямо та опосередковано впливатимуть на траєкторію розвитку національної економіки і вимагатимуть адаптивних змін національної фінансової політики. Новітні тенденції розвитку глобальних фінансів пов'язані зі слабкою динамікою економічного зростання у розвинених

країнах і зниженням темпів зростання країн із ринками, що формуються, уповільненням розвитку і перебалансуванням економіки Китаю, збереженням низхідної динаміки цін на сировинні товари та посиленням їхньої волатильності, підвищенням відсоткових ставок у США і зменшенням доступності зовнішнього фінансування для країн із ринками, що формуються, скороченням припливу іноземного капіталу на ринки цих країн, загостренням геополітичних проблем та їх негативним впливом на схильність інвесторів до прийняття ризиків.

Глобальні фінансові трансформації у посткризовий період

1. **Підвищення волатильності на фондових ринках світу, посилення взаємозв'язків між валютним і фондовим сегментами глобального ринку, збереження високої залежності ринків, що формуються, від грошово-кредитної політики провідних центробанків**. У посткризовий період концентрація на фондових ринках значного обсягу ліквідних коштів, спрямування масштабних ресурсів до різних сфер економічної діяльності, підвищення якості обслуговування фінансовими інститутами, можливість зваженого хеджування ризиків і диференційованого вибору фінансових послуг надавали позитивні імпульси для відновлення економік різних країн.

Водночас підвищення волатильності на фондових ринках світу внаслідок аномального збільшення обсягів спекулятивного і віртуального капіталу, надмірного розростання приватних і державних боргів, неадекватного регулювання діяльності фінансових установ національними урядами і наддержавними структурами підривали основи для економічного зростання та періодично дестабілізовували національні та регіональні фондові ринки. Якщо у 2005–2006 рр. середньоквартальне значення індексу волатильності VIX[2] перебувало на рівні близько 12% і підлягало незначним коливанням, то упродовж 2011–2015 рр. значення індексу VIX змінювалося від 16 до 29% (вище значення вказує на більшу волатильність і менший «апетит до ризиків» інвесторів). Бурхливе зростання й активізація міжнародного руху спекулятивного капіталу, який не обмежений національними кордонами та законодавством, підвищували вразливість еконо-

[2] Індекс VIX (Chicago Board Options Exchange Volatility Index) обчислюється Чиказькою біржою і відображає ринкові очікування волатильності фондового ринку у наступні 30 днів, що втілюються у доходності опціонів цінних паперів, які входять до індексу SáP-500. Індекс VIX є загальноприйнятим індикатором «апетиту до ризиків» міжнародних інвесторів.

мік до негативного впливу зовнішніх факторів, обмежували можливості центральних банків з регулювання грошово-кредитної системи та утримання бажаної величини обмінного курсу.

На сучасному етапі розвитку глобальної економіки посилилися взаємопроникнення і дифузія фінансово-інвестиційних ринків, зокрема, тісною стала залежність між валютним і фондовим сегментами світового фінансового ринку. Так, коефіцієнт парної кореляції між показниками середньоденного обороту світового валютного ринку та капіталізацією фондового ринку становить 0,84. Обмінний курс національної валюти впливає на основоположні економічні параметри країни, а саме: на відсоткову ставку, тобто на вартість залучення позичкового капіталу та доходність банківських депозитів; на ринкову доходність суверенних облігацій та інших інструментів фондового ринку. Тому фондовий ринок суттєво взаємопов'язаний з валютним ринком. Крім того, фондовий ринок швидко реагує на зміни у державному курсовому регулюванні, яке значною мірою впливає на ліквідність, рівень інфляції, обсяг інвестицій, вартість грошей.

У міжнародному контексті бажання іноземців купувати активи резидентів США, Швейцарії тощо активізує фондові ринки зазначених країн і, як наслідок, сприяє зміцненню їх національних валют. З іншого боку, несподівана зміна переваг портфельних інвесторів та їх відмова від активів певних країн зазвичай викликає падіння обмінних курсів у цих країнах. Саме відплив іноземного капіталу з ринків, що формуються, у 2013–2015 рр. став одним із чинників повсюдного знецінення їх валют.

Одним із вагомих чинників, що провокує масовий відплив капіталу і розпродаж активів на ринках, що формуються, є підвищення відсоткових ставок Федеральною резервною системою (ФРС) США. Зокрема, у травні 2013 р., коли голова ФРС озвучив наміри згорнути програму «кількісного пом'якшення», ціни на боргові папери країн, що розвиваються, знизилися у середньому на 10%, згодом мав місце каскад девальвацій у цих країнах (від індійської рупії до турецької ліри). З іншого боку, низький рівень відсоткових ставок ФРС США як показник низької вартості ресурсів для учасників фінансового ринку є індикатором вищої глобальної ліквідності, що позитивно впливає на приплив іноземного капіталу на ринки, що формуються, та сприяє зростанню вартості їх фінансових активів.

2. Міжнародна експансія провідних фондових бірж світу і виникнення нових осередків «фінансової могутності» у Східній Азії. Логічним наслідком глобалізації економічної діяльності та транснаціоналізації бізнесу

стала інтернаціоналізація інститутів фондового ринку. Більшість провідних фондових бірж активізували власні зусилля щодо експансії на закордонні ринки, відкриття філій, представництв, розповсюдження у світовій мережі інтернет-пропозицій. Таким чином фондові біржі трансформувались з національних у міжнародні учасники перерозподілу капіталу.

Швидкий розвиток інформаційно-мобільних технологій у фінансовій сфері, концентрація капіталу та інтелектуальних ресурсів на цьому напрямі значно прискорили глобальну фінансову інтеграцію і піднесли роль фінансового сектора в глобальній економіці. На початку XXI ст. виникла світова фінансова мережа, яка пов'язала основні фінансові центри (Нью-Йорк, Лондон, Токіо, Цюріх, Франкфурт, Амстердам, Париж, Гонконг, Сингапур), до яких згодом приєднались нові фінансові центри (Шанхай, Шеньчжень, Сан-Паулу, Варшава).

Як домінуючі тенденції розвитку фондових бірж світу слід відзначити і посилення конкуренції за іноземного інвестора, об'єднання і поглинання інших бірж, зростання їх капіталізації і прискорення обігу цінних паперів. Так, провідні фондові біржі світу почали акціонуватись і об’єднуватися з біржами інших країн. У 2008 р. біржа Nasdaq придбала сім скандинавських і балтійських бірж. Материнська компанія Лондонської біржі досягла угоди про придбання TMX Group (однієї з бірж Торонто).

Посиленими темпами відбувалася інтеграція фондових ринків країн Європи, результатом якої стала міждержавна консолідація інфраструктури фондового ринку. У ЄС до 2018 р. планується закінчити розробку нормативної бази для формування Союзу ринку капіталу (англ. – Capital Market Union), в рамках якого діятимуть уніфіковані правила обігу і торгівлі цінними паперами, а також застосовуватимуться єдині правила і стандарти державного регулювання.

У посткризовий період інтенсифікувався процес глобальних переміщень фінансової могутності та формування нових фінансових центрів у Гонконзі і Китаї, відбулося зростання світової ваги азійських бірж Токіо, Сеулу і Шеньчженю. Загалом упродовж 1995–2012 рр. сукупна капіталізація фондових ринків країн, які розвиваються, збільшилася з менш ніж 2 трлн дол. США до 13 трлн дол. США. Для порівняння: за той же час сукупна капіталізація фондових ринків розвинених країн збільшилася тільки удвічі.

У 2012 р. у топ-10 фінансових центрів світу потрапили міста чотирьох азійських країн: на III та IV сходинках традиційно розташувались Гонконг і Сингапур, V місце обіймав Токіо, на VII місце перемістився Сеул. Частка

капіталізації фондового ринку Китаю в капіталізації світового ринку в 2008 р. становила 4,38%, у 2010 р. – 7,27%, у 2011–2012 рр. вона досягла 9,8%, а у 2013 р. дещо знизилася до 8,8%.

Зростання масштабів і питомої ваги фондових ринків країн, що розвиваються, з часом зумовить більшу диверсифікацію джерел залучення фінансового капіталу у світовому масштабі, перегрупування світових фінансових потоків з урахуванням азійського вектора, а також зростаючу орієнтацію урядів і корпоративних позичальників на фінансові центри Гонконгу, Сингапуру, Китаю.

3. Поглиблення процесу віртуалізації світового фінансового ринку та розвиток нових форм віртуалізації. На світовому фондовому ринку віртуалізація проявилась як становлення глобальної інтегрованої цифрової (віртуальної) інфраструктури фондового ринку; консолідація капіталу бірж на основі інформаційно-комунікаційних платформ; розвиток електронних комунікаційних мереж для поширення альтернативних торговельних систем позабіржової торгівлі. У банківському секторі проникнення інформаційно-комунікаційних технологій мало такі особливості: розвиток послуг із дистанційного обслуговування клієнтів банків; розширення сфери обігу електронних грошей; становлення розгалужених і диверсифікованих електронних платіжних систем; обслуговування банками електронних платежів клієнтів; інтеграція електронних платежів із міжнародними платіжними системами, активне впровадження технологій інтернет-еквайрингу і оформлення кредитів на основі інтернет-банкінгу.

Широке використання віртуальних фінансових операцій генерувало такі позитивні ефекти для фінансових установ і глобального фінансового ринку в цілому, як: автоматизація робочих процесів і зниження операційних витрат постачальників фінансових послуг, зниження трансакційних витрат для клієнтів, становлення гнучкого режиму проведення фінансових операцій, що сприяє підвищенню ефективності надання фінансових послуг, а також зростання швидкості обертання грошей і розширення сфери безготівкових розрахунків, посилення інтеграційних зв’язків у рамках глобального фінансового простору. Водночас з віртуалізацією фінансових операцій було пов’язане виникнення таких проблем і ризиків: коливання цін на фінансові активи, нестабільність фінансового сектора, загрози для безпечного функціонування платіжних систем.

4. Формування траєкторії розвитку світової валютної системи як полівалютної, за якої функції міжнародних розрахунків, накопичення

та міри вартості виконують кілька національних і регіональних валют (долар США, євро, юань, регіональні валюти країн Африки та Латинської Америки). Незважаючи на те, що долар зберігає домінуючі позиції в рамках світової валютної системи, в довгостроковому періоді дедалі реалістичнішим є сценарій «виштовхування» долара з «валютного Олімпу» і заміни його монополії на «валютну олігополію». Крім того, зростає значення і розширюється сфера обігу регіональних валют (євро, південноафриканського ранда, центральноамериканського песо).

Процеси регіональної валютної інтеграції ведуть до поступового поділу світового валютного простору на регіональні валютні блоки; поширюється тенденція до використання національних валют країн, що розвиваються, і колективних валют у межах регіональних утворень. З огляду на те, що частка країн із низьким і середнім рівнями доходів у світовому ВВП уже перевищила 50% (за паритетом купівельної спроможності валют), зростатиме регіональне значення та потенціал інтернаціоналізації таких валют, як китайський юань, індійська рупія, південноафриканський ранд, бразильський реал тощо.

Тенденція до більш активного використання євро як валюти міжнародних розрахунків і світової резервної валюти стримується ймовірністю виникнення чергового витка боргової кризи, а також вадами Європейської валютної системи, які були винесені на поверхню в ході глобальної та європейської боргової кризи: неможливістю здійснення девальвації національних валют для підвищення конкурентоспроможності країн зі слабкою економікою, недостатністю суспільної підтримки для переходу на євро в окремих країнах ЄС, невиконанням критеріїв конвергенції новими членами ЄС, великими суверенними боргами у периферійних країнах, розбіжностями в банківській та фіскальній системах країн ЄС, які не можуть бути враховані при проведенні єдиної валютної політики.

В епоху тектонічних зсувів світової валютної системи та поширення «валютних війн» як засобу утримання національної конкурентоспроможності деяких змін зазнали національні режими валютного регулювання – як у розвинених країнах, так і у країнах, що розвиваються. Йдеться, зокрема, про посилення втручання центральних банків розвинених країн у процеси на валютних ринках шляхом проведення валютних інтервенцій з метою запобігання надмірного зміцнення курсів національних валют; модифікацію валютних режимів країн, що розвиваються, у напрямі підвищення гнучкості курсу та прогресуюче використання проміжних режимів обмінного курсу;

триваюче накопичення офіційних валютних резервів та утримання обмінних курсів на заниженому рівні у динамічно зростаючих країнах Азії.

5. Зростання ролі міжнародних фінансових організацій (МФО) у подоланні проблем посткризового розвитку світу та запровадження ними комплексу інновацій, спрямованих на підвищення ефективності власної діяльності. Під час глобальної кризи та у посткризовий період проявилася критично важлива роль МФО як інститутів глобальної фінансової архітектури, що активно залучені до екстреного фінансування та антикризової політики у світі, фінансового забезпечення реформ у системно важливих для світової економіки сферах.

Для реагування на нові виклики посткризового розвитку та підвищення ефективності власної діяльності у практику МФО було запроваджено такі інновації: а) перехід від двостороннього нагляду до багатостороннього; б) вдосконалення методик і процедур раннього попередження фінансових криз; в) проведення оцінок вразливості зовнішнього сектора країн-членів; г) підготовка доповідей про світову фінансову стабільність і «ефекти зараження» на міжнародних ринках; д) посилення впливу МФО на результати реформ у країнах-членах; е) підвищення якості управління ризиками кредитного портфеля МФО; є) зміна стратегічних напрямів діяльності МБРР: націленість на боротьбу з бідністю і посилення системи соціального захисту, сприяння підвищенню екологічної безпеки і протидія змінам клімату, налагодження співробітництва з партнерами для мобілізації більшого обсягу ресурсів, формування механізмів раннього попередження кризових ситуацій; ж) модернізація умов кредитування Міжнародним валютним фондом і підвищення гнучкості традиційного інструменту «стенд-бай»; з) подвоєння лімітів доступу позичальників до ресурсів Фонду, введення нових строків кредитування. В цілому у рамках міжнародної фінансової архітектури більш значущими стали регіональні МФО – Європейський стабілізаційний механізм, Європейський інвестиційний банк, Міжамериканський банк розвитку, Азійський банк розвитку.

6. Посилення залежності країн-експортерів сировини від коливань курсу долара США до світових валют і зниження темпів зростання сировинних економік в умовах ревальвації долара. У період «фінансіалізації» сировинних ринків почав спостерігатися високий ступінь кореляції між цінами на сировинні товари і обмінними курсами валют, які широко використовуються для carry-trade спекуляцій (див. детально підрозділ 1.2). Коефіцієнти парної кореляції індексу цін на мінерали, руди і метали з об-

мінним курсом американського долара до СПЗ і до євро (для періоду 2000–2014 рр.) становлять 0,86 і 0,84 відповідно; коефіцієнти кореляції агрегованого індексу цін на всі види сировини з курсом долара до зазначених валют становлять 0,86 і 0,82.

Таким чином, одним із факторів зниження світових цін на сировину в 2011–2015 рр. стало зміцнення курсової позиції долара до основних світових валют. Ревальвація долара США мала також вагомі вторинні ефекти, серед яких – вплив на темпи економічного зростання країн із ринками, що формуються. П.Друк, Н.Магуд і Р.Маріскал показали, що у періоди підвищення вартості американського долара гальмується реальне зростання ВВП у країнах із ринками, що формуються. Аналогічно, зниження вартості долара пов'язане з більш динамічним економічним зростанням в цих країнах[3]. Така закономірність справджується для всіх регіональних груп: країн Латинської Америки, Східної Азії, Близького Сходу і Північної Африки, Східної та Центральної Європи. Цей ефект особливо відчутний у країнах – нетто-експортерах сировини. Менш тісний взаємозв'язок між темпами економічного зростання і курсовою динамікою долара спостерігається у Східній Азії, Центральній Америці і Мексиці.

Головним каналом трансмісії цього явища є ефект доходу, який походить від впливу обмінного курсу долара США на рівень світових цін на сировинні ресурси. З підвищенням вартості долара до основних світових валют ціни на сировину в доларах мають тенденцію до зниження. У свою чергу, нижчі ціни на сировину знижують попит на внутрішньому ринку країн – експортерів сировини внаслідок зниження реальних доходів (у доларах). Це спрацьовує таким чином: здешевлення сировини у доларах знижує доларову купівельну спроможність експортерів сировини та зменшує (доларовий) реальний дохід країни. Збідніння економіки негативно позначається на попиті на внутрішньому ринку і пригнічує економічну активність. Іншими словами, погіршення умов зовнішньої торгівлі означає зниження купівельної спроможності економіки щодо придбання імпорту, що, надалі стає причиною падіння внутрішнього попиту і обсягів виробництва у малій відкритій економіці.

Однак зовнішній шок у вигляді погіршення умов торгівлі збільшує попит на зовнішньому ринку на товари вітчизняного виробництва, тобто веде до збільшення експорту. На тлі зростання попиту на товари, вироблені всере-

[3] Druck, Pablo, Magud, Nicolas E. and Mariscal, Rodrigo. (2015). Collateral Damage: Dollar Strength and Emerging Markets' Growth. *IMF Working Paper,* July.

дині країни, а також на товари, які не є об'єктом зовнішньої торгівлі, має місце т.зв. ефект «переключення витрат». Унаслідок реалізації цього ефекту може відбуватися покращення торговельного балансу. З іншого боку, як ми вже зазначали, внутрішній попит зменшується внаслідок дії ефекту доходу. Якщо останній ефект є достатньо вагомим, то попит на внутрішньому ринку та реальний ВВП зменшуються, незважаючи на поліпшення торговельного балансу.

П.Друк, Н.Магуд і Р.Маріскал на основі даних за 1970–2014 рр. довели, що ефект доходу зберігає свою дію навіть за умов прояву ефекту «переключення витрат», який виникає при девальвації валют країн із ринками, що формуються, відносно долара США. Тобто фактично ефект доходу при ревальвації курсу долара спрацьовує щодо зниження внутрішнього попиту у цих країнах, послаблюючи потенційний ефект від девальвації національних валют. Автори дослідження також показали, що негативні ефекти зміцнення долара США є більш відчутними при гнучкіших режимах обмінних курсів. Більш гнучкий режим уможливлює масштабнішу короткотермінову адаптацію до шоку скорочення доходів. Значна девальвація обмінного курсу (порівняно з фіксацією курсу чи утриманням його в межах «коридору») спричиняє ефект порівняно більшого скорочення доходу, впливаючи таким чином на внутрішній попит значнішою мірою, аніж за наявності більш жорстких механізмів підтримання обмінних курсів валют.

7. Досягнення рекордного в історичному ракурсі рівня державного боргу у розвинених країнах і накопичення ризиків макрофінансової нестабільності у світовому масштабі. За даними МВФ, рівень загального боргу в розвинених країнах збільшився з 77,3% ВВП у кінці 2007 р. до 99,3% у кінці 2009 р., і надалі продовжував зростати: на кінець 2015 р. відношення боргу до ВВП становило 112,5%. Надмірний рівень боргового навантаження у розвинених країнах справляє багатосторонній негативний вплив на стан міжнародних фінансів: посилення ступеня економічної непевності та тиску на рівень світових відсоткових ставок; зменшення банківського кредитування корпоративного сектора та уповільнення темпів інвестиційної діяльності; підвищення ризиків ліквідності / платоспроможності урядів і погіршення перспектив боргової стійкості та макрофінансової стабільності; підвищення волатильності світового фінансового ринку і зростання вартості зовнішнього фінансування для країн із ринками, що формуються.

Одним із наслідків існування проблеми надмірного боргового навантаження стало вироблення світовою спільнотою стандартів і «найкращої

практики» фіскальних консолідацій у площині бажаних (допустимих) обсягів коригування, періоду дії та оптимальних фіскальних інструментів консолідації. Зокрема, було визначено набір інструментів фіскальної консолідації, чий негативний вплив на економічне зростання у короткостроковому періоді мінімальний і має позитивні економічні ефекти у довгостроковому періоді: скорочення державних субсидій підприємствам і зростання податків на власність, зменшення реального розміру пенсій і соціальних допомог (крім допомог дітям), підвищення екологічних податків. Було також ідентифіковано інструменти консолідації, що мають найбільш вагомі негативні наслідки в економічному плані: скорочення видатків на освіту, зменшення державних інвестицій, підвищення внесків на соціальне страхування і податків на корпоративні прибутки. Відповідно до «найкращої» світової практики, фіскальні консолідації бажано розпочинати у період економічного зростання, проводити поступово (упродовж кількох років) та уникати різкого скорочення видатків бюджету чи підвищення податків, які б генерували первинний циклічно скоригований баланс загального уряду обсягом понад 3,5% річного ВВП.

8. Посилення дії «ефектів зараження» у рамках світової фінансової системи та виникнення осередків нестабільності у розвинених країнах. У практиці функціонування міжнародних ринків з очевидністю почали проявлятися «ефекти зараження» (англ. – contagion effects), коли реальні і фінансові шоки стали з легкістю поширюватися від однієї країни до іншої. І хоча цей феномен заявив про себе ще в кінці XX ст., однак до глобальної кризи 2008–2009 рр. вважалося, що до дії «ефектів зараження» є вразливими лише країни з ринками, що формуються. Остання глобальна криза виникла у розвинених країнах із масштабними та інтегрованими фінансовими системами і принципово відрізнялася від циклів «бум-спад», які традиційно зосереджувалися у країнах із ринками, що формуються. Виявилося, що ринки розвинених країн також можуть потерпати від «хронічних хвороб» незрілих ринків – несиметричності інформації та пов'язаної з нею паніки і «стадної» поведінки інвесторів, недосконалості фінансового регулювання та неспроможності державних органів ідентифікувати і нівелювати дію системних ризиків.

У ході глобальної фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр. і при виникненні кризових сплесків регіонального масштабу після 2009 р. поширення кризових імпульсів на ринки інших країн відбувалося за такими основними каналами: *фондового ринку* (глобальний «апетит до ризиків», динаміка фондових індексів S&P500, DAX тощо, волатильність світових фондових індексів); *банківського сектора* (глобальна ліквідність, відсоткові ставки

державних облігацій розвинених країн, ставки LIBOR, міжнародні ставки за кредитами і депозитами); *торговельним* (зміна цін на експортовані та імпортовані товари, зміна світового попиту на експортовану продукцію тощо); *валютним* (динаміка валютних курсів торговельних партнерів, зміна реального обмінного курсу національної валюти, валютні кризи у країнах зі схожими умовами); *макроекономічним* (темпи інфляції та рівень безробіття у країнах-сусідах і партнерах).

Друга хвиля фінансово-економічної кризи «накрила» країни ЄС у 2010 р.; частково вона була викликана невирішеністю фундаментальних проблем боргових економік у 2008–2009 рр. Тягар приватних боргів було перенесено на суверенні баланси, внаслідок чого рівень державного боргу упродовж 2008–2014 рр. збільшився на 29% ВВП у 28 країнах ЄС і на 27,2% ВВП у країнах єврозони. Факторами, що обумовили виникнення та посилення гостроти боргової кризи в ЄС, стали також великі макроекономічні дисбаланси на периферії єврозони, розгортання кризи недовіри серед учасників фінансового ринку, формування «петлі зворотних зв'язків» між фінансовим станом банків і урядів, слабкість системи державного регулювання фінансових посередників і низький ступінь координації фіскальної політики у межах Європейського валютного союзу.

9.Накопичення проблем у банківському секторі розвинених країн і повільне відновлення кредитування реальної економіки після глобальної кризи. Запровадження нових стандартів банківського нагляду після глобальної кризи 2008–2009 рр., поширене використання політики нульових відсоткових ставок центральними банками провідних країн, виникнення фінансових інновацій, які підривають діючі бізнес-моделі глобальних банків, накопичення «поганих активів» на банківських балансах, а також взяття на озброєння органами ЄС стратегії рятування банків за рахунок їх кредиторів – так званої стратегії «bail-in», замість традиційних методів «bail-out», породжують масу проблем і викликів для глобальних банків. Так, серед країн ЄС лише у Німеччині і Франції частка «поганих активів» у складі загального кредитного портфеля банків становить близько 4%, в багатьох країнах ЄС вона досягає 10%, а в Італії – перевищує 15%[4]. Серед нових

[4] Kastrop, S. Macroeconomic Policies in Europe: Quo Vadis? Lecture in Joint Vienna Institute (February, 12, 2016).

членів ЄС частка «поганих активів» становить 11,7% в Угорщині; 16,3 – у Хорватії; 12,3 – у Румунії; 16,8% у Болгарії[5].

Значна кількість центральних банків розвинених країн стала практикувати політику від'ємних відсоткових ставок за депозитами банків у центральному банку. Внаслідок цього на початку 2016 р. негативна доходність дворічних облігацій державної позики спостерігалася у Швеції, Чехії, Німеччині, Нідерландах, Франції, Бельгії, Данії, Австрії та Японії. Така політика мала на меті заохотити банки кредитувати реальну економіку. Однак у дійсності вона ще більше знизила прибутковість банківської діяльності (оскільки банки не бажали переносити від'ємні відсоткові ставки на своїх вкладників) і загострила їх фінансові труднощі.

Унаслідок кволого кредитування банками підприємницького сектора, за оцінками Дослідницького департаменту ОЕСР, на початку 2013 р. рівень інвестиційної діяльності в 15 країнах ЄС становив лише 82% від рівня І кв. 2008 року, а до кінця 2015 р. цей показник підвищився до 87%[6]. Серед країн «ядра» ЄС лише Німеччині вдалося перевищити рівень інвестиційної діяльності початку 2008 р.

10. Зростання геоекономічної ролі Китаю та виникнення для країн із низьким і середнім рівнем доходів нових можливостей фінансово-економічного співробітництва з КНР. З 2001 р. у Китаї офіційно стала впроваджуватися стратегія «глобалізації», основними складовими якої є активізація вкладення китайських інвестицій за кордоном; інтенсифікація співпраці з іншими країнами у сфері розробки і добування природних ресурсів на їх території; розвиток зовнішньої торгівлі товарами і послугами; розширення практики контрактної співпраці в рамках технологічних проектів; стимулювання китайського експорту машинобудівної продукції; розвиток закордонної співпраці у галузі науки, технологій та розвитку талантів; збільшення експорту китайської робочої сили.

Ключовими рисами зовнішньоекономічної стратегії Китаю стали: а) інтернаціоналізація державної політики; б) визначення та деталізація принципів економічної та технологічної співпраці Китаю на міжнародному рівні; в) формування галузевих пріоритетів для закордонних інвестицій, серед яких – електроенергетика, металургія, нафтохімія, залізничні колії, транспорт, електронні комунікації, видобувні галузі; г) всебічне стимулювання закор-

[5] International Monetary Fund (October 2015). Global Financial Stability Report. Retrieved from http://www.imf.org/External/ Pubs/FT/GFSR/2015/02/index.htm

[6] Kastrop S. Macroeconomic Policies in Europe: Quo Vadis?

донних інвестицій китайських компаній шляхом кредитної підтримки великих інвестиційних проектів, створення спеціалізованих фінансових установ, страхування закордонних інвестицій, надання податкових пільг інвесторам, послаблення валютного контролю, надання інформаційно-консультаційних послуг із питань інвестування за кордон, реалізація освітніх програм та професійна підготовка кадрів.

Основними формами, методами та інструментами міжнародної співпраці Китаю стали вільні економічні зони, іноземні та закордонні інвестиції, міжнародна допомога, надання зв'язаних кредитів, упровадження спільних економічних проектів і проектів розвитку інфраструктури. Вагомим вектором стратегії «глобалізації» Китаю стала транснаціоналізація його енергетичної політики та започаткування ним міжнародних інфраструктурних проектів. Через будівництво нових транскордонних транспортних коридорів та впровадження закордонних енергетичних проектів Китай створював умови для безпечних та економічно вигідних поставок китайських товарів на зарубіжні ринки, зміцнюючи таким чином свої позиції як експортера, а також вирішував проблеми постачання енергоресурсів для суб'єктів національної економіки. Успішність інфраструктурних та енергетичних проектів Китаю зумовлювалася передусім ефективністю державно-приватного партнерства: державні органи, окремі компанії та банківські установи спільно діяли заради закріплення на зарубіжних ринках. Незважаючи на те, що китайські компанії та банківські установи є, в основному, державними, запровадження ними сучасних принципів корпоративного управління дозволяло досягати високих результатів.

11. Зменшення вразливості економік країн із ринками, що формуються, до відпливу іноземного капіталу і підвищення їх стійкості до фінансових і боргових криз. Такі трансформації були пов'язані зі збільшенням валютних резервів як буферних запасів підтримки міжнародної ліквідності, підвищенням гнучкості обмінних курсів і зменшенням частки боргів у іноземних валютах. Так, обсяг міжнародних резервів країн з низьким і середнім рівнями доходів збільшився з 1,67 млрд дол. США у кінці 2005 р. до 4,17 млрд дол. США у 2009 р. та до 6,12 млрд дол. США у 2014 р. [7].

Дослідження МВФ визначає кілька факторів забезпечення стійкості економік з ринками, що формуються, до відпливу капіталів. По-перше, зараз такі економіки глибше інтегровані у світові ринки капіталів і мають більше

[7] International Debt Statistics 2016. World Bank Group. P. 19.

зарубіжних активів, включаючи резерви в іноземних валютах. Це дає їм більшу свободу дій в управлінні фінансовими потоками у випадку скорочення надходження іноземного капіталу. По-друге, з часом покращилася економічна політика багатьох країн із ринками, що формуються. Кращі стратегії управління державним боргом та макропруденційна політика спричинили зміни валютної структури державного та приватного боргу економік цих країн. Як результат, вони стали менш вразливими до різкого зниження вартості національних валют, через що збільшувалося навантаження зовнішніх боргів і зростав ризик дефолту.

По-третє, іншою важливою зміною став перехід до більш гнучких режимів валютного курсоутворення, що допоміг пом'якшити наслідки глобального скорочення обсягів зовнішнього фінансування. Через падіння вартості валют у кінцевому рахунку виведення капіталів стало менш вигідним і допомогло залученню нових капіталів, здешевивши вітчизняні активи для іноземних інвесторів. Загалом зовнішні фактори «виштовхування» потоків капіталу – глобальне зростання, схильність інвесторів до прийняття ризиків, а також різниця відсоткових ставок – наразі мають менший вплив на економіки тих країн із ринками, що формуються, у яких наявні більш гнучкі режими валютного курсу[8].

Загалом проведення урядами країн із ринками, що формуються, раціональної фінансової політики у формі збалансованої бюджетно-податкової політики, яка дозволила зменшити обсяг державного боргу; запровадження макропруденційної політики, що мала своїм результатом зменшення масштабів неспівпадань валют активів і зобов'язань; гнучкого режиму обмінних курсів, який дозволяв амортизувати зовнішні шоки; а також накопичення офіційних золотовалютних резервів та їх використання у несприятливі часи – надавало можливість пом'якшувати ефекти відпливу іноземного капіталу.

Новітні тенденції розвитку глобальних фінансів у 2015–2016 рр.

У зазначений період країни з ринками, що формуються, опинилися у досить складній ситуації, яка характеризувалася уповільненням темпів економічного зростання, підвищенням відсоткових ставок на світових ринках, зменшенням надходження іноземного капіталу і масовими девальваціями національних валют. Така комбінація несприятливих факторів обумовлює утримання фінансово-економічних ризиків для країн із ринками, що формуються, на доволі високому рівні.

---

[8] International Monetary Fund (April 2016). World Economic Outlook. Retrieved from http:// www.imf.org/ external/pubs/ft/weo/2016/01/pdf/text.pdf

1. Слабка динаміка економічного зростання у розвинених країнах і зниження темпів зростання країн з ринками, що формуються, що негативно відбивається на динаміці експорту. Темпи економічного зростання розвинених країн залишаються дуже слабкими і підвищилися лише до 1,9% у 2015 р., порівняно з 1,8% у 2014 р. і 1,2% у 2013 р. Показники економічного зростання країн з низьким і середнім рівнями доходів, яким був властивий високий динамізм після глобальної кризи 2008–2009 рр., нині зменшуються п'ять років поспіль. Так, якщо середній темп приросту реального ВВП цієї групи країн становив 7,4% у 2010 р. і 6,3% у 2011 р., то у 2015 р. було досягнуто лише 4% приросту ВВП[9].

Багато країн із ринками, що формуються, не провели структурних реформ, необхідних для підвищення продуктивності і збільшення обсягів пропозиції, а тому потрапили у «пастку» середніх доходів. Крім того, ряд циклічних факторів загострили економічні проблеми цих країн – закінчення періоду високих цін на сировинні товари, підвищення з грудня 2015 р. відсоткових ставок ФРС США, масові девальвації національних валют, які збільшили тягар доларових боргів.

Реальний ВВП країн СНД у 2015 році у середньому зменшився на 2,8%, у тому числі: ВВП України скоротився на 9,9%, Білорусі – на 3,9%, Росії – на 3,7%. Багато країн регіону зазнали негативних «ефектів зараження» від спаду в Росії, а масові девальвації валют у регіоні збільшили ризики, пов'язані з невідповідністю валют активів і пасивів на балансах корпорацій та урядів.

Слабке зростання зовнішнього попиту погіршує можливості для нарощування експорту, що має особливо болісні наслідки для країн із високим ступенем відкритості економіки. Найбільш потужними каналами впливу на динаміку експорту у світовому масштабі слід визнати такі:

- *з боку Китаю*: експортери сировини та відкриті економіки зазнають суттєвого впливу від падіння попиту на імпорт у Китаї;
- *з боку Росії*: країни Центральної і Східної Європи постраждали від уповільнення економічної активності в Росії;
- *з боку країн зони євро*: слабкіше за очікуване зростання у єврозоні може негативно позначитися на країнах, які тісно інтегрувалися в європейські глобальні мережі створення вартості. Темпи зростання

[9] Там само.

реального ВВП єврозони становили 0,9% у 2014 р., 1,5% у 2015 р. і очікуються на рівні 1,8% у 2016 р.

2. Підвищення відсоткових ставок у США і зменшення доступності зовнішнього фінансування для країн із ринками, що формуються. Відхід ФРС США від політики низьких відсоткових ставок породжує значні проблеми із фінансуванням для країн із ринками, що формуються. У 2017 р. у США очікується більш жорстка монетарна політика, втілюючи яку, ФРС підніматиме відсоткові ставки. Монетарне «стиснення» у США спричиняє зменшення припливу іноземного капіталу на ринки, що формуються (принаймні тимчасово), а також посилює нестабільність таких потоків. Цей феномен відображає погіршення балансу між ризиками і доходністю інвестицій на ринках, що формуються, за оцінками міжнародних інвесторів, тоді як доходи від вкладень капіталу у найбільш розвинені економіки зростають. За висновками багатьох експертів, приплив іноземного капіталу на ринки, що формуються, ймовірно, буде більш волатильним в умовах підвищення відсоткових ставок, а обсяги чистого припливу капіталу зменшуватимуться.

Серед країн з низьким і середнім рівнями доходів країни Центральної і Східної Європи відзначаються особливо високим ступенем залежності від зовнішнього фінансування. За оцінками експертів ЄБРР, країни цього регіону у 2016–2017 рр. наражаються на дію таких ризиків[10]:

- *посилення монетарної політики швидше, ніж очікувалося, та тривала ревальвація долара відносно ключових валют* підштовхуватиме інвесторів до переоцінки перспектив ринків, що формуються; підвищення курсу американського долара та вища вартість позик у доларах посилюватимуть тиск на баланси корпорацій та урядів у країнах зі значними обсягами зовнішніх боргів – у Росії, Туреччині, Угорщині та Україні;
- *«зараження» від поновлення розпродажу активів із ринків, що формуються, а також від нестабільності на цих ринках,* унаслідок погіршення найважливіших економічних параметрів, може призвести до відпливу капіталів та дефіциту ліквідності;
- *чергове погіршення фінансової ситуації в країнах зони євро* (викликане, наприклад, недієздатністю програми фінансової допомоги Греції) продовжує залишатися фактором ризику, який ще більше поглиблюватиме фінансові проблеми країн Центральної і Східної Європи.

[10] Transition Report 2015–2016. European Bank for Reconstruction and Development. Retrieved from tr-ebrd.com

Греція перебуває у перманентній стадії погоджень і переговорів із офіційними кредиторами; при цьому тягар державного боргу Греції є надмірним, а ризики виходу Греції з єврозони – доволі високими.

До цього слід додати, що у разі проведення США більш жорсткої монетарної політики, позики на зовнішніх ринках можуть різко подорожчати. Також може суттєво зрости і відплив капіталів із ринків, що формуються, включаючи країни Центральної та Східної Європи.

Фактором, який пом'якшує вплив більш жорсткої грошово-кредитної політики у США на вартість зовнішнього фінансування для європейських країн із ринками, що формуються, є започаткування програми «кількісного пом'якшення» в єврозоні. Зіткнувшись зі зниженням темпів інфляції та перспективою низьких темпів економічного зростання, ЄЦБ оголосив із січня 2015 р. програму «кількісного пом'якшення», що передбачає щомісячний викуп фінансових активів (боргових цінних паперів урядів країн єврозони) на суму близько 60 млрд євро. Очевидно, що монетарні умови в країнах єврозони та країнах, які тісно пов'язані з єврозоною, пом'якшилися в результаті реалізації зазначеної програми, а країни Центральної та Східної Європи скористалися можливістю залучення додаткових обсягів капіталу із «зрілих» ринків країн ЄС.

3. Зменшення припливу іноземного капіталу на ринки, що формуються (крім країн – нових членів ЄС). Чистий приплив іноземного капіталу на ринки, що формуються, суттєво уповільнився починаючи з 2010 р. і значно зменшився за обсягами у 2015 р. Уповільнення в основному було пов'язане з погіршенням перспектив економічного зростання і пожорсткішанням монетарної політики у США.

За даними МВФ, у 45 країнах із ринками, що формуються, обсяги чистого припливу капіталу у період IV кв. 2014 – III кв. 2015, порівняно з 2010 р., зменшилися на 1,123 трлн дол. США. Цей показник зменшується до 448 млрд дол. США при виключенні з вибірки країн Китаю та Росії. У прив'язці до їхньої економічної активності сукупне зменшення чистого припливу капіталу становило 4,9% ВВП країн, включених МВФ до вибірки. Ця величина відображає зміну чистого припливу іноземного капіталу, обсягом 3,7% ВВП у 2010 р. на його відплив, обсягом 1,2% ВВП у рік з IV кв. 2014 до III кв. 2015 р.[11].

Зменшення чистого припливу іноземного капіталу стало результатом як скорочення валового надходження капіталу, так і збільшення відпливу капі-

[11] International Monetary Fund (April 2016). World Economic Outlook.Retrieved from http:// www.imf.org/ external/pubs/ft/weo/2016/01/pdf/text.pdf

талу для усіх чотирьох видів активів, які формують фінансовий рахунок платіжного балансу: прямих іноземних інвестицій, портфельних інвестицій, портфельних інвестицій у пайові цінні папери та боргові цінні, а також інших інвестицій (включаючи банківські потоки). При цьому відплив капіталів у 2015 р. припинився. Прямі іноземні інвестиції та інші інвестиції – дві найбільші складові валового припливу капіталів – засвідчили найбільший спад порівняно з піковими значеннями, які мали місце до глобальної фінансової кризи. Портфельні інвестиції у боргові цінні папери сягнули пікової позначки у 2010–2012 рр., після чого пішли на спад. Нарешті, обсяги портфельних пайових інвестицій протягом 2000–2015 рр. залишалися вельми незначними для більшості країн із вибірки МВФ.

За оцінками МВФ, значною мірою скорочення чистого припливу капіталу могло бути викликане стурбованістю інвесторів щодо послаблення перспектив економічного зростання країн із ринками, що формуються порівняно з економічно розвиненими країнами. Такі інвестори зменшили «апетит до ризиків», а останнім часом далися взнаки і перспективи пожорсткішання фінансових умов у ряді економічно розвинених країн[12].

Падіння експорту і зменшення припливу капіталу на ринки, що формуються, призвели до тиску на обмінні курси національних валют країн з ринками, що формуються, зумовили їх знецінення. Так, за рік – з вересня 2014 р. до вересня 2015 р. – російський рубль і українська гривня девальвували на 44%, білоруський рубль – на 35%, молдавський лей – на 26%, грузинський ларі, турецька ліра і азербайджанський манат – на 25%. Національні валюти Таджикистану, Туркменістану, Сербії та Румунії знецінилися на 17–21%[13]. Після девальвацій вартість обслуговування зовнішніх боргів у багатьох країнах із ринками, що формуються, підвищилася, що ще більше загострило проблеми, пов'язані із зменшенням припливу іноземного капіталу та падінням цін на сировинні товари.

4. Загострення геополітичних проблем та їх негативний вплив на схильність інвесторів до прийняття ризиків. Зростання геополітичної непевності довкола подій в Росії та Україні, а також на Близькому Сході може продовжити спад у країнах СНД та зменшити «апетити до ризиків» інвесторів в інших країнах. Геополітична напруженість також позначається на Туреччині та Південно-Східному Середземномор'ї, а глобальна та регіональна загроза

[12] Там само.

[13] Transition Report 2015–2016. European Bank for Reconstruction and Development. Retrieved from tr-ebrd.com

терористичних проявів з боку Ісламської держави зростає як у Іраку, так і в Сирії. Геополітична напруженість спричиняє послаблення експортних можливостей та упевненості гравців на фінансових ринках.

Опосередкованим наслідком геополітичних проблем виступає нинішня міграційна криза в Європі, викликана зростанням припливу біженців. Вона здатна збільшити навантаження на державні бюджети європейських країн, порушити торгові обміни внаслідок посилення цими країнами безпеки своїх кордонів, а також викликати політичну напруженість та суперечності всередині Європейського Союзу. За висновками багатьох експертів міграційна криза підриває єдність країн ЄС і може призвести до розпаду Шенгенської угоди. Вихід Великої Британії з ЄС, який наразі відбувається, став небезпечним прецедентом для інших членів ЄС, який, крім того, зменшив економічний потенціал об'єднання. У сусідів ЄС на Близькому Сході й в Україні тривають збройні конфлікти, а Росія стає все більш агресивною на кордонах ЄС, що породжує прямі загрози його безпеці у військово-політичному плані. Отже, ціла низка економічних, соціальних і політичних факторів суттєво підвищує ризики дезінтеграції Європи, що, серед іншого, впливатиме і на євроінтеграційний курс України.

5. Уповільнення зростання економіки Китаю і перенесення акценту внутрішньої політики з інвестицій на споживання; нарощування виробництв із високою доданою вартістю і збільшення закордонних інвестицій. Потягом останніх років в Китаї спостерігається уповільнення темпів економічного зростання, що має як циклічний, так і структурний характер. Структурне уповільнення впливає одночасно і на експорт, і на імпорт Китаю, а циклічне уповільнення обумовлює скорочення попиту, що виливається у зменшення імпорту і майже не впливає на експорт. Зменшення приросту обсягів виробництва в Китаї, безумовно, впливає на рівень глобального попиту та призводить до скорочення китайського імпорту товарів і послуг. Враховуючи те, що Китай на сьогодні є основним торговим партнером як для розвинених країн, так і для країн, що розвиваються, скорочення обсягів китайського імпорту призводить до зменшення обсягів експортного виторгу в різних групах країн.

Наслідки від уповільнення економічного розвитку Китаю поширюються, значною мірою, на країни Європи та Центральної Азії (ЄЦА). У структурі експорту країн ЄЦА до Китаю суттєва частка припадає на природні ресурси (вугілля, вироби з вугілля, нафту, паливо, природний газ та мінерали) – їх частка зросла з 1% у 1996 р. до 12% у 2014 р. Казахстан – важливий торговий партнер

Китаю – за 2000–2014 рр. втричі збільшив експорт сировинної продукції в цю країну. На відміну від регіону ЄЦА країни ЄС експортують в Китай переважно високотехнологічну продукцію. Так, Німеччина у 2000–2014 рр. збільшила експорт зазначеної продукції до Китаю в шість разів. Структурні зміни в Китаї, зумовлені збільшенням кількості кваліфікованої робочої сили і зростанням виробництва високотехнологічної продукції, створюватимуть умови для зменшення експорту цієї продукції з Німеччини в Китай.

Девальвації національних валют країн ЄЦА, що мали місце у 2014–2016 рр., створюють можливості для збільшення експорту низькотехнологічної продукції до Китаю та на ринки інших країн, де позиції Китаю традиційно були міцними. Крім того, виробники країн, які девальвували національні валюти, мають змогу збільшити збут товарів на внутрішньому ринку за рахунок витіснення китайських товарів. Однак це не означає, що такі країни автоматично збільшуватимуть експорт до Китаю чи на ринки третіх країн. Країни із більш диверсифікованою структурою експорту матимуть більше шансів збільшити експорт власної продукції, тоді як країни, що спеціалізуються на експорті сировинних товарів, для досягнення позитивного впливу девальвації на розвиток експорту повинні збільшувати інвестиції у виробництво товарів зі значним вмістом доданої вартості.

Вплив трансформаційних змін в економіці Китаю буде різним відносно різних сегментів світового ринку сировинних товарів. Зокрема, вплив на рівень цін на нафту та нафтопродукти буде малопомітним, оскільки частка Китаю на світовому ринку нафти незначна. Більш суттєвим є вплив економічних процесів у Китаї на світовий ринок металів і виробів із них. На Китай припадає майже половина світової виплавки сталі (1,6 млрд т). За оцінками експертів, у китайській металургії налічується, щонайменше, 300 млн т надлишкових сталеливарних потужностей. У 2014 р. в КНР було виведено з експлуатації 31,1 млн т цих потужностей. На початку червня 2016 р. ціни на сталеву продукцію внутрішнього виробництва в Китаї помітно знизились, що призвело до падіння цін на сталь і в інших регіонах світу. Причинами падіння цін на сталь у Китаї, крім надлишку виробничих потужностей, стали також зниження ділової активності у будівництві та накопичення обсягів нереалізованої металопродукції невеликими китайськими компаніями.

Суттєве збільшення обсягу «вихідних» прямих інвестицій Китаю має під собою об’єктивні підстави. Починаючи з 2003 р. частка внутрішнього нагромадження основного капіталу в Китаї становила близько 40% ВВП і забезпечувала зростання ВВП на рівні до 12% щороку. Після світової фінансової

кризи частка внутрішнього нагромадження підвищилася до 45% ВВП, однак темпи економічного зростання знизились. Зважаючи на звуження можливостей для ефективного використання основного капіталу всередині країни, створювалися об'єктивні умови для вивозу капіталу за межі Китаю.

У 2015 р. обсяг прямих закордонних інвестицій Китаю досяг величини 167 млрд дол. США, що становить 70% від обсягу «вхідних» прямих іноземних інвестицій. Протягом останніх років у рамках програми інтернаціоналізації китайські компанії активно виходили на зарубіжні ринки для створення зовнішнього попиту на власну продукцію. Якщо раніше китайські компанії отримували технології та можливість виходу на зовнішні ринки завдяки іноземним інвестиціям, то зараз китайські компанії досягають власних цілей за рахунок закордонних інвестицій.

Важливою складовою перебалансування економіки Китаю є збільшення кількості висококваліфікованої робочої сили. За останні роки рівень освіченості населення в Китаї значно збільшився, що дозволило збільшити і кількість кваліфікованих робочих місць у секторах високих технологій. Зростання кількості кваліфікованої робочої сили в Китаї впливає на місце країни в міжнародному поділі праці. Китай починає створювати конкуренцію на ринках сучасних технологій, на яких раніше панували західні країни. Водночас підвищення рівня кваліфікації робочої сили в Китаї створюватиме попит на низькокваліфіковане виробництво в інших країнах світу, в тому числі й в Україні. В таких умовах підприємствам з регіону ЄЦА стане легше конкурувати з китайськими компаніями на ринках продукції з низьким вмістом доданої вартості.

Що стосується України, то, враховуючи негнучкість сектора малих і середніх підприємств, нові можливості щодо збільшення виробництва в низькокваліфікованих галузях, на наш погляд, автоматично не зумовлять помітне збільшення обсягів виробництва в Україні. Для використання нових можливостей, що виникатимуть в процесі перебалансування китайської економки, українські компанії мають активніше вивчати нові ринкові ніші, готувати відповідні кадри та запроваджувати гнучкі методи управління для своєчасного реагування на нові ринкові можливості.

Як вже зазначалося, одним із напрямів політики перебалансування економіки Китаю є збільшення обсягів закордонних інвестицій. Уряд Китаю заохочуватиме в першу чергу приватні інвестиції, забезпечуючи підтримку через державні банки розвитку. Україна потенційно представляє інтерес для китайської сторони через унікальне географічне розташування. Китай

розглядає Україну як транзитну територію, через яку може проходити проект розбудови «Великого шовкового шляху» в форматі «Економічного поясу шовкового шляху», а також «Морського шовкового шляху XXI ст.». Китайська сторона заявляла про готовність фінансувати інфраструктурні проекти в рамках зазначених ініціатив, проте українська сторона доволі пасивно реагує на висунуті КНР пропозиції. Протягом останніх років між Україною та Китаєм було підписано кілька кредитних договорів щодо співпраці в транспортній, енергетичній галузях та розвитку інфраструктури. Більшість з цих проектів так і не була реалізована (див. підрозділ 6.2).

Ризики і перспективи для України в нових умовах

Щодо перспектив на майбутнє, то, за висновком Н.Рубіні, світова економіка зазнає впливу суттєвих факторів ризику і входить у стадію «анемічного» економічного зростання, що супроводжуватиметься посиленням непевності і здешевленням ризикових активів – цінних паперів, сировинних товарів і кредитних ресурсів[14]. На дію зазначених глобальних чинників накладаються несприятливі процеси і явища всередині України: відсутність почуття впевненості в інвесторів та споживачів, впровадження жорсткішої фіскальної та монетарної політики в ході здійснюваного у країні макроекономічного коригування та програми реформ, зростання тарифів в енергетичній сфері, банкрутство банків і макроекономічна дестабілізація.

Обмінний курс долара США перебуває на стадії зміцнення, яка розпочалася всередині 2014 р. П.Друк, Н.Магуд і Р.Маріскал оцінюють імовірність високого обмінного курсу долара у коротко- та середньостроковій перспективі на рівні, вищому ніж у 80%. Це узгоджується із циклами підвищення курсу долара США, які спостерігаються вже 68 років. За таких умов очікуються низькі ціни на сировинні товари. Сукупність зазначених факторів свідчить про високу вірогідність сценарію послаблення внутрішнього попиту та уповільнення реального зростання ВВП у країнах із ринками, що формуються, порівняно з іншими групами країн.

Окрім цього, у контексті зростання відсоткових ставок у США, внаслідок згортання надзвичайно м'якої монетарної політики минулих років, курс долара США, очевидно, буде високим. Приплив іноземного капіталу на ринки, що формуються, буде, у кращому випадку, скромним (якщо не відбудеться реверсу потоків капіталу), а ціни на сировинні товари перебуватимуть на

[14] Roubini, N. (2016). 2008 Revisited? *Project Syndicate*, March 2.

низькому рівні. Таким чином, у найближчі 2–3 роки зовнішнє оточення для економіки України залишатиметься несприятливим.

Ураховуючи високий ступінь відкритості економіки і фінансової системи України, структуру експорту і хронічний дефіцит платіжного балансу, слабкість фінансового сектора і перманенту втечу капіталу, ***найбільш очевидними факторами впливу глобальних фінансів на українську економіку*** є такі:

- *значення обмінного курсу долара США до світових валют і рівень світових цін на сировинні товари;*
- *стан глобальної ліквідності (рівень відсоткових ставок провідних центробанків) і ступінь глобального «апетиту до ризиків»,*
- *рівень спредів для країн із ринками, що формуються, і траєкторія обмінних курсів у країн – торговельних партнерів України,*
- *стан банківського сектора та успіх програм фіскальної консолідації у країнах єврозони.*

Трансмісія зовнішніх фінансових шоків до фінансової системи України зазвичай відбувається за макроекономічним каналом, торговельним каналом, валютним каналом, каналом фондового ринку і банківським каналом. У таких умовах факторами / рушійними силами поширення кризових імпульсів в економіці України виступають: рецесія в країнах – торговельних партнерах, зниження світових цін на товари українського експорту, девальвація національних валют торговельних партнерів, звуження глобальної ліквідності, зменшення глобального «апетиту до ризиків» (підвищення індексу волатильності VIX), зростання фінансових спредів для країн із ринками, що формуються.

Ідентифікація фінансових трансформацій у світовому масштабі та «сфер проникнення» глобальних явищ до національної валютно-фінансової системи дозволяють окреслити поточні виклики і можливі напрями розвитку економіки України під впливом глобальних зрушень в 2016–2017 рр.:

1) ***утримання загалом низького рівня цін на сировинні товари*** (з можливими короткостроковими коливаннями як вгору, так і вниз), який негативно впливатиме на обсяги експортної виручки, породжуватиме труднощі з платіжним балансом, визначатиме утримання заниженого обмінного курсу гривні на тривалому часовому проміжку і обумовлюватиме необхідність радикального підвищення національної конкурентоспроможності та проведення політики стимулювання експорту;

2) ***поступове підвищення відсоткових ставок ФРС США і зменшення пропозиції позичкових коштів для країн з ринками, що формуються***, в таких умовах не варто очікувати швидкого відновлення припливу іноземного капіталу з приватних джерел до економіки України, тим паче після проведення реструктуризації зовнішнього державного боргу в 2015 р.; з огляду на це продовження співробітництва України з МФО у середньостроковому періоді є безальтернативним;

3) ***уповільнення темпів зростання і перебалансування економіки Китаю*** консервуватиме світовий попит на сировину, визначатиме утримання цін на сировинні товари на низькому рівні і перешкоджатиме вартісному зростанню українського експорту (на глобальних ринках металопродукції частка Китаю як імпортера перевищує 50%). Водночас ***переорієнтація Китаю на інтернаціоналізацію національного бізнесу й активне вкладення прямих інвестицій за кордон*** для України створює можливості стати реципієнтом китайських інвестицій та долучитися до міжнародних інфраструктурних проектів, ініційованих Китаєм;

4) ***ризики продовження збройного конфлікту на Сході України, збереження напруженості на Близькому Сході і продовження міграційної кризи у ЄС*** погіршуватимуть очікування інвесторів і створюватимуть перешкоди для активізації зовнішньої торгівлі у світовому масштабі; тому Україна знову ж таки має розвивати співробітництво з офіційними кредиторами і донорами з метою залучення зовнішнього офіційного фінансування, а також шукати альтернативні можливості для експорту на ринки динамічно зростаючих країн Південно-Східної Азії та Латинської Америки, навіть в умовах дії Угоди про асоціацію між Україною та Європейським Союзом.

[15] До групи сировинних товарів (англ.: commodities), для якої ЮНКТАД розраховує цінові індекси, включаються продовольчі товари (пшениця, рис, кукурудза, цукор, банани, перець, рибопродукти, яловичина, свинина, соєві продукти), тропічні напої,