

Є. В. Редзюк

РОЗВИТОК РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ В УМОВАХ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ: ВИКЛИКИ ТА МОЖЛИВОСТІ

У статті визначено причини та сформовано стратегічні напрями розвитку, що стосуються повноцінного реформування вітчизняного ринку цінних паперів із урахуванням глобалізації, а також особливої макроекономічної й військово-політичної ситуації. У зв'язку із загрозливим фінансово-економічним станом України запропоновано змінити стандарти, завдання й пріоритети в роботі державних органів влади з націленістю на поліпшення макроекономічної ситуації, стабілізацію в бізнес-середовищі та фінансовому секторі, проведення реформ у державних органах влади, дерегуляцію, демонополізацію, деолігархізацію й децентралізацію. Обґрунтовано істотний вплив неконтрольованого руху спекулятивного капіталу, волатильності цін на активи та валютно-курсних коливань на інтегровані до світового ринку капіталів національні фондові біржі. Пропонується реалізувати дев'ять основоположних заходів, що сприятимуть якісним змінам у вітчизняних державному секторі й бізнес-середовищі. Ці заходи дадуть можливість, зокрема, фондовому ринку України повноцінно інтегруватись у світову інвестиційно-фінансову інфраструктуру, а отже, системно залучити у національну економіку широке коло вітчизняних та іноземних інвесторів і тим самим забезпечити значні потоки капіталу для її розвитку.

Ключові слова: ринок цінних паперів, фондовий ринок, світова економіка, глобалізація, реформа державних органів влади.

Табл. 2. Літ. 24.

Е. В. Редзюк

РАЗВИТИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ УКРАИНЫ В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛИЗАЦИИ: ВЫЗОВЫ И ВОЗМОЖНОСТИ

В статье определены причины и сформированы стратегические направления развития, касающиеся полноценного реформирования отечественного рынка ценных бумаг с учетом глобализации, а также особой макроэкономической и военно-политической ситуаций. В связи с угрожающим финансово-экономическим состоянием Украины предложено изменить стандарты, задачи и приоритеты в работе государственных органов власти с нацеленностью на улучшение макроэкономической ситуации, стабилизацию в бизнес-среде и финансовом секторе, проведение реформ в государственных органах власти, дерегуляцию, демонополизацию, деолигархизацию и децентрализацию. Обосновано существенное влияние неконтролируемого движения спекулятивного капитала, волатильности цен на активы и валютно-курсовых колебаний на интегрированные в мировой рынок капиталов национальные фондовые биржи. Предлагается реализовать девять основоположных мероприятий, которые будут способствовать качественным изменениям в отечественных государственных секторе и бизнес-среде. Эти мероприятия позволят, в частности, фондовому рынку Украины полноценно интегрироваться в мировую инвестиционно-финансовую инфраструктуру, следовательно системно привлечь в национальную экономику широкий круг отечественных и иностранных инвесторов и тем самым обеспечить значительные потоки капитала для ее развития.

Ключевые слова: рынок ценных бумаг, фондовый рынок, мировая экономика, глобализация, реформа государственных органов власти.

© Редзюк Є. В., 2016

Yevhenii Redziuk

THE DEVELOPMENT OF UKRAINE'S SECURITIES MARKET
IN THE CONTEXT OF GLOBALIZATION:
CHALLENGES AND OPPORTUNITIES

The article identifies the cause and formulates strategic areas that relate to full-fledged reform of the domestic securities market in view of globalization, as well as the distinctive features of the macroeconomic and political and military situation. Given the dangerous financial and economic situation in Ukraine, it is suggested that the standards, objectives and priorities in the work of public authorities be changed to focus on the improvement of macroeconomic situation, stabilization in the business environment and the financial sector, reforms of public authorities, and also on deregulation, demonopolization, deoligarhization and decentralization. The article explains a significant impact of uncontrolled movement of speculative capital, the volatility of asset prices, monetary and exchange rate fluctuations on national stock exchanges integrated in the global capital market. The author proposes to implement nine fundamental measures that will lead to qualitative changes in the domestic public sector and the business environment. These measures, in particular, will allow for full integration of Ukraine's economy and stock market into the global investment and financial infrastructure, systemic attraction of a wide range of domestic and foreign investors into the national economy, and, as a result, will help provide substantial capital inflows for economic development of Ukraine.

Keywords: securities market, stock market, world economy, globalization, reform of the public authorities.

JEL classification: F60, F65, G10, G15.

Глобалізованість економіки та відкритість до інвестування більшості фондових бірж світу в сучасних умовах призводять до підвищення ризиків на цих біржах і макроекономічної нестабільності як у країнах, так і в регіонах. При цьому, якщо структура господарської системи є неефективною, то неконтрольований рух спекулятивного капіталу, волатильність цін на активи, валютно-курсів коливання та кризові явища на фондовому ринку призводять до глибокої соціально-економічної кризи й депресії. Невідповідність викликам сучасного глобалізованого світу, а саме: міжнародним стандартам і підходам щодо управління фінансово-інвестиційними потоками, ігнорування стратегічних чинників, що впливають на стан населення та бізнес-середовища, спричиняє структурні зміни в економіці, функціональну недієздатність держави й загальну безпорадність у кризових умовах. За таких обставин навіть кредити від впливових міжнародних організацій (МВФ, СБ, ЄБРР) можуть надати відстрочку дефолту країни чи регіону, але системно не допоможуть. Зазначене підтверджує сучасний фінансово-економічний стан не лише країн Африки (Зімбабве, Гани, Малаві, Судану, Сомалі, Єгипту), а й окремих європейських держав (України, Молдови, Греції, Португалії). Ринок цінних паперів є чималою, інтегрованою і глобалізованою часткою фінансово-інвестиційного середовища, що активно розвивається та надає імпульси реальному сектору економіки, а тому потребує великої уваги, як із наукової, так і з практичної точок зору.

Мета статті — виявити потенційні загрози й можливості для системного розвитку вітчизняної економіки загалом і фондового ринку зокрема в умовах істотного зниження ВВП, макроекономічного дисбалансу, військових дій,

агресивної зовнішньоекономічної політики з боку РФ та сформувані оновлені пропозиції і стратегії розвитку.

Сучасні аспекти функціонування фондового ринку в глобальному просторі з урахуванням наявних і потенційних загроз, а також можливостей для системного розвитку ринку цінних паперів у світі висвітлено такими провідними зарубіжними вченими, як З. Боді, Б. Грехем, П. Крутман, Р. Мертон, Я. Міркін, Н. Рубіні, Дж. Сорос, Дж. Стігліц, В. Шарп [1—8] та ін. Серед вітчизняних учених проблеми розвитку фондового ринку України з урахуванням зазначених загроз досліджували: Т. Богдан, О. Мозговий, С. Мошенський, Е. Найман, О. Плотников, А. Федоренко [9—14] та ін. Зауважимо, що потенційні загрози для національної економіки й фондового ринку вимагають розроблення оновлених пропозицій і стратегій розвитку, які відповідатимуть українським реаліям.

Станом на кінець 2015 р. спільні зусилля міжнародних організацій і провідних економічно розвинутих країн світу, спрямовані на політичну й економічну стабілізацію, зниження напруги у військовому конфлікті в Україні, були недостатньо ефективними. Небажання конфліктувати з агресором, а також національний егоїзм окремої країни або її представника в ЄС, ООН, ОБСЄ в сучасних умовах істотно обмежують силу впливу наднаціональних утворень, призводять до упереджень і викривлень, подвійних стандартів. І це треба враховувати. З огляду на таку геополітику, наша держава повинна мобілізувати всі свої внутрішні ресурси для розв'язання надскладних військових, соціальних і фінансово-економічних завдань.

Неефективне державне управління за таких обставин та відсутність механізму мобілізації ресурсів на стратегічно важливих напрямках призводить до кризових явищ у фінансово-економічній і соціальній сферах. При цьому фондові біржі, за умови розвинутого ринку цінних паперів, стають насамперед факторами нестабільності й хаосу, прискорюють виведення капіталу з проблемної країни, таким чином дестабілізуючи стан населення, підприємств і банків, знижуючи ліквідність активів у разі, посилюючи непрогнозованість та заморожуючи інвестиції в реальний і фінансовий сектори економіки. Слід наголосити, що вітчизняний фондовий ринок не може реалізувати зазначений сценарій, оскільки є не досить розвиненим та майже не впливає на реальні фінансово-інвестиційні потоки. Так, якщо порівнювати капіталізацію фондового ринку України та обіг цінних паперів за день на вітчизняних фондових біржах, то їх обсяг у десятки разів менший, ніж у східноєвропейських країнах, та в сотні разів нижчий, ніж у розвинутих державах і тих, що розвиваються (табл. 1).

Як видно з табл. 1, фондовий ринок США виділяється серед інших країн світу як найбільш розвинутий, потужний і впливовий. Саме він великою мірою визначає кон'юнктуру світового фінансово-інвестиційного ринку, а динаміка котирувань цінних паперів на ньому помітно впливає на курси цінних паперів на інших ринках. До американського фондового ринку поступово наближається китайський, чий показники в 3—6 разів нижчі. Фондовий ринок

Таблиця 1. Ринкова капіталізація лістингових компаній найбільших економік світу, східноєвропейських держав і України за період 2005—2014 рр., млрд дол. США

Країна	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<i>Розвинуті країни світу</i>										
США	16 970	19 426	19 947	11 738	15 077	17 139	15 640	18 668	24 035	26 331
Японія	4 736	4 726	4 453	3 220	3 377	4 100	3 541	3 680	4 782	4 400
Велико-британія	3 058	3 794	3 859	1 852	2 796	3 107	2 903	3 020	4 429	4 013
Канада	1 481	1 701	2 186	1 002	1 681	2 160	1 907	2 016	2 114	2 094
Франція	1 758	2 428	2 771	1 492	1 972	1 926	1 568	1 823	2 300	2 160
Німеччина	1 221	1 638	2 106	1 108	1 298	1 430	1 184	1 486	1 936	1 739
Швейцарія	939	1 213	1 274	863	1 071	1 229	932	1 079	1 540	1 495
Іспанія	960	1 323	1 800	946	1 297	1 171	1 030	995	1 117	993
<i>Країни з ринками, що розвиваються</i>										
Китай	781	2 426	6 226	2 794	5 008	4 763	3 389	3 697	3 949	6 005
Гонконг	693	895	1 163	1 329	916	1 080	889	1 108	3 101	3 233
Індія	553	819	1 819	645	1 179	1 616	1 015	1 263	1 138	1 558
Австралія	804	1 096	1 298	676	1 258	1 455	1 198	1 386	1 366	1 289
Південна Корея	718	835	1 124	495	836	1 089	994	1 181	1 235	1 213
Бразилія	475	711	1 370	589	1 167	1 546	1 229	1 227	1 021	844
Сінгапур	257	384	539	265	481	647	598	765	744	753
Італія	798	1 027	1 073	522	317	318	431	481	447	561
Росія	549	1 057	1 503	397	861	1 004	796	825	771	386
<i>Східноєвропейські країни</i>										
Туреччина	162	163	287	118	226	307	202	315	196	220
Польща	94	149	207	90	135	190	138	178	205	169
Чехія	38	49	73	49	53	43	38	37	45	46
Угорщина	33	42	48	19	28	28	19	21	20	15
Хорватія	13	29	66	27	26	25	22	22	18	19
Румунія	21	33	45	20	30	32	22	16	25	22
Україна	25	43	112	24	17	40	26	21	14	10

Джерело: Dynamic of market capitalization countries / World Bank [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://api.worldbank.org/datafiles/CM.MKT.LCAP.CD_Indicator_MetaData_en_EXCEL.xls; Statistics. Annual Query Tool / World federation of exchange [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual-query-tool>.

України у 2—22 рази менший навіть від ринків східноєвропейських країн, які мають набагато нижчі економічний потенціал і кількість населення.

Вагому роль у депресивному сучасному стані вітчизняної фондової біржі відіграла фінансово-економічна криза 2008—2009 рр., зокрема індекс ПФТС (провідної фондової біржі на той час) зменшився у 2008 р. на 74 %. Україна посіла перше місце за рівнем падіння фондового ринку у світі. Тому переважна більшість інвесторів-нерезидентів зазнали значних втрат і назавжди пішли з нього. Згідно з офіційною статистикою, вітчизняний фондовий ринок залишило

85—90 % інвесторів, переважна більшість котрих нерезиденти. Як наслідок, за оцінкою МВФ, обчислений у доларах США ВВП України за 2009 р. скоротився на 35,6 % (зі 179,6 млрд дол. до 115,7 млрд). Окрім того, на початок жовтня 2008 р. валовий зовнішній борг нашої держави становив 105,429 млрд дол. (для порівняння: на початок 2004 р. він дорівнював 23,811 млрд дол.) [15—17].

Протягом 2010—2015 рр. істотних реформаторських кроків щодо вдосконалення економіки та фондового ринку України зроблено не було. Зате за цей час помітно збільшився державний борг та знизилась інвестиційна привабливість економіки. З 2014 р. почалася повномасштабна політична криза, за нею — агресія РФ, що взагалі дестабілізувало соціально-економічний стан нашої держави. У 2014—2015 рр. трикратна девальвація гривні, неконтрольована інфляція, порушення господарських зв'язків та призупинення вітчизняних підприємств і банківської системи, які не можуть функціонувати за облікової ставки НБУ 27—30 %, призвели до істотного зростання безробіття й державного боргу. У першому півріччі 2015 р. падіння ВВП України становило 16,3 %, а експорт товарів скоротився на 35,9 %, або 8,6 млрд дол. США, порівняно з аналогічним періодом 2014 р. Заходи з порятунку українських виробників не дали очікуваного результату: торгівля з країнами ЄС у першому півріччі 2015 р. зменшилася на 25 %. Окрім того, станом на 31 травня 2015 р. державний і гарантований державою борг становив 1,424 трлн грн, або 67,66 млрд дол., тобто в 1,8 раза більше від показника на 1 січня 2010 р. Частка заощаджень за рік скоротилася в 10 разів та в першому кварталі 2015 р. дорівнювала 0,6 %. Усі ці чинники повністю зруйнували інвестиційний клімат в Україні, призупинили бізнес-процеси, а також інвестиції як у реальний, так і у фінансовий сектор економіки [18—20].

За подібних умов у деяких країнах світу з'являються венчурні інвестори, котрі вкладають кошти у високоризикові активи (нерухомість, виробництво), оскільки вони дешеві, сподіваючись на більший прибуток у разі нормалізації ситуації. Утім, станом на друге півріччя 2015 р. в Україні з відомих причин значимих інвестиційних і корпоративних угод не укладалося; за оцінками експертів, загальний обсяг угод зі злиттів і поглинань не досяг і 100 млн дол., зменшившись у десятки разів. Для порівняння: у світі він тільки за I кв. 2015 р. перевищив 1 трлн дол. США, а зростання глобальної економіки за рік становить близько 3 % [21; 22].

На наш погляд, сьогодні Україні передусім доцільно зосередитися на поліпшенні макроекономічної ситуації, стабілізації бізнес-середовища та фінансового сектору, реформуванні державних органів влади, дерегуляції, демонополізації, деолігархізації й децентралізації. Стратегічно важливим кроком для повноцінної перебудови вітчизняного ринку цінних паперів є зміна стандартів і пріоритетів у роботі Кабінету Міністрів України (соціально-економічний блок) і Адміністрації Президента України (судова гілка влади, правоохоронна й безпекова система). Наша держава потребує перезавантаження всіх державних функцій із метою мінімізації неефективних бюджетних витрат, активізації значного

експортного потенціалу, залучення найкращого європейського і світового досвіду, кардинального переосмислення засад та ефективності роботи державної служби в міністерствах, комісіях і комітетах. За сучасних глобалізованих фінансових, торговельних і виробничих відносин необхідно створювати нові робочі місця, бізнес-центри та інноваційно-індустріальні парки — так звані “точки зростання”, які продукуватимуть конкурентоспроможні товари з націленістю на світові ринки. Тільки так можна стабілізувати фінансово-економічну й соціальну ситуації, а також системно розвивати національну економіку. Зростаючі додатні торговельний і платіжний баланси сприятимуть розв’язанню також боргових проблем із міжнародними кредиторами, що великою мірою поліпшить соціально-економічний стан та інвестиційний клімат в Україні.

Табл. 2 допомагає визначити широкий спектр соціально-економічних, адміністративних, безпекових та фінансово-інвестиційних реформ і трансформацій, котрі можуть стати міцним підґрунтям для створення в Україні конкурентоспроможного й повноцінного ринку цінних паперів. За умови успішної реалізації реформ та націленості державних установ на роботу за європейськими нормами і стандартами з’явиться база для реформування й інтеграції цього ринку до країн ЄС. Поки що потенційні й наявні загрози від світового ринку капіталу домінуватимуть і тиснутимуть на ослаблену економіку України, її істотно обмежені й виснажені резерви та ресурси. Тому насамперед потрібно “перезавантажити” державні органи влади, зорієнтувавши їх на побудову конкурентоспроможної й експортоорієнтованої економіки з прозорим, справедливим, соціально відповідальним та інвестиційно привабливим законодавством.

Експерти міжнародної фінансової корпорації “Citigroup” прогнозували для глобального боргового ринку у 2015 р. продовження минулорічної нормалізації ставок у бік підвищення, при цьому ключовими факторами прибутку інвесторів називалися звуження кредитних спредів і купонний дохід. Усе це відбувається на тлі не досить стабільного посткризового відновлення світової економіки та кризових явищ на фондовому ринку КНР, що призводить до перепливу капіталу від ринків, які розвиваються, до менш ризикових. Для України це означає зменшення навіть теоретичної можливості отримання коштів із інших джерел, окрім найбільших кредитних інституцій світу (МВФ, СБ, ЄЦБ, ЄБРР). Водночас на міжнародному рівні різні приватні й державні кредитори можуть надавати фінансові кошти надійним позичальникам із прийнятними рейтингами. Утім, українські емітенти й наша держава загалом через низькі рейтинги до таких не належать. Тому на початку 2015 р. ЄС заявив про реалізацію програми підтримки кредитування вітчизняного бізнесу європейськими фінансовими структурами (крім діючих проектів ЄБРР). Ця програма спрямована переважно на реструктуризацію раніше взятих кредитів¹, а також на зниження кредитних ставок для вітчизняних підприємств.

¹ Наприклад, у липні 2015 р. відстрочку за своїми євробондами отримала Ferrexpo Plc — через обмін на нові, з терміном погашення на три роки пізніше (на квітень 2019 р.).

Таблиця 2. Завдання та пріоритети реформування державних органів влади України

Державний орган влади, установа	Загальні завдання й пріоритети	Параметри та реформи, спрямовані на розвиток вітчизняного ринку цінних паперів
Міністерство економічного розвитку і торгівлі України, Міністерство інфраструктури України, Міністерство енергетики та вугільної промисловості України, Міністерство аграрної політики та продовольства України, Міністерство соціальної політики України	Дерегуляція щодо реєстрації підприємств і легкості переходу з однієї правової форми на іншу; прозора й чітко окреслена інвестиційна політика; створення індустріальних та інноваційних парків як інфраструктурної бази розвитку підприємств в Україні; системна націленість на поліпшення зайнятості населення та поступове підвищення рівня заробітних плат; запровадження електронної звітності й електронно-анонімних закупівель; прозоре оформлення орєндн й купівлі земельних ділянок та відносин власності в Україні тощо	Орієнтація на підвищення капіталізації українських емітентів при котируванні на вітчизняних фондових біржах; збільшення кількості IPO на фондових біржах України, а також ліквідних цінних паперів, емітентів, що торгуються, інвестицій на вітчизняних фондових біржах та якості корпоративного управління у вітчизняних компаніях; проведення конкурентної приватизації на умовах участі підприємств, що акціонуються, в післяприватизаційний період у торгах на фондовій біржі тощо
Антимонопольний комітет України	Активний, динамічний і справедливий моніторинг цін на продукцію в Україні й світі; неупереджена позиція щодо справедливої конкурентної боротьби; системна стратегія поступової відмови від монопольних утворень та зменшення значення великих підприємств чи фінансово-промислових груп у формуванні ВВП країни тощо	Конкуренція між підприємствами, котра сприятиме активному пошуку додаткових фінансово-інвестиційних ресурсів для їх розвитку, та у зв'язку з цим широке залучення з відповідним сприятливим законодавством фінансових структур, населення України, іноземних інвесторів на вітчизняний фондовий ринок
Міністерство фінансів України	Перехід від "життя в борг" (відстрочення й реструктуризація боргів) до залучення інвестицій під інноваційні проекти, проекти з розвитку інфраструктури та експорторієнтовані виробництва, вилучення статей витрат із держбюджету на сумнівні, неефективні й корупційні заходи	Формування різнострокових ОВДП для ринку цінних паперів України, які матимуть можливість купувати як юридичні, так і фізичні особи. Зазначене "поглибить" вітчизняний фінансовий ринок, надасть додаткові інструменти хеджування для інвесторів, поліпшить ліквідність ринку цінних паперів
Національний банк України	Проведення більш незалежної політики щодо стабілізації курсу гривні; відхід від "ручного" регулювання банківської системи; здійснення поділу в банках на незалежні кредитно-розрахункові та інвестиційні підрозділи; впровадження для НБУ функції метарегулятора щодо контролю фінансових потоків; розроблення чітких правил розвитку й укрупнення банківської системи із зобов'язанням виплачувати частку чистого прибутку через дивідендні виплати; поступове зниження облікової ставки НБУ до конкурентного рівня з іншими країнами-сусідами	Надання можливості нерезидентам торгувати на фондовому ринку України в доларах США та євро з формуванням окремого курсу на біржі, незалежного від курсу НБУ, а також очолити нагляд за фінансовими потоками на фондовій біржі й депозитарній системі. Для цього потрібно централізувати потоки торгів з цінних паперів та їх облік на єдиній фондовій біржі; налагодити стабільні канали зв'язку з іншими світовими та європейськими біржами й депозитарно-розрахунковими системами

Закінчення табл. 2

Державний орган влади, установа	Загальні завдання й пріоритети	Параметри та реформи, спрямовані на розвиток вітчизняного ринку цінних паперів
Міністерство закордонних справ України, Торгово-промислова палата України, Служба безпеки України, Державна служба експортного контролю України	Активізація пошуку зовнішніх ринків збуту, дослідження зовнішніх ринків і формування пропозицій для вітчизняного бізнесу, консультування щодо виходу на зовнішні ринки; створення логістичних ланцюжків для вітчизняних товаровиробників, їх реклама за кордоном; допомога в підготовці планів, документації, специфікації та стандартизації при виході на закордонні ринки	Проведення систематичних заходів, спрямованих на передствалення України за кордоном та її ринку цінних паперів як інвестиційно привабливих
Державна фіскальна служба України	Введення "з тіні" підприємств; унеможливлення відпливу капіталів без оподаткування в офшорні зони; спрощення податкової й бухгалтерської звітності; стандартизація звітності відповідно до європейських норм; зниження податкового навантаження; упровадження уніфікованих, електронних форм звітності й перевірок, перехід на електронні форми контролю за акціями; встановлення взаємних контрольних заходів із іншими країнами щодо обсягів експорту/імпорту товарів для чіткішого визначення митних платежів, а також здійснення автоматизації митного проходження товарів, встановлення єдиних тарифів на всіх митницях України	Прийняття законодавства, що унеможливить використання цінних паперів для ухилення від оподаткування або формування статутних фондів фіктивними цінними паперами; впровадження в разі стабілізації й системного зростання вітчизняної економіки другого рівня пенсійної реформи з контролем антіінфляційних заходів щодо персональних відраховувань на пенсійні рахунки; прийняття законодавства про використання інструментів вітчизняного фондового ринку при інвестуванні коштів пенсійних фондів на відповідному рівні
Судова гілка влади	Проведення повноцінної люстрації; переатестація та формування незалежної й незаангажованої судової влади, зокрема за допомогою введення пресидентного права, чітких і дуже обмежених форм покарань за відповідні правопорушення (скасування виroku у вищих інстанціях має означати як мінімум переатестацію, а то й позбавлення звання судді)	Усунення неадекватних, неправомірних і коруптивних рішень суду щодо права власності на цінні папери, активи, нерухомість тощо. Створення системи суворішого покарання в судовій системі за порушення, пов'язані з відносинами власності та з правами на активи в Україні
Правоохоронна система (Міністерство внутрішніх справ України, Служба безпеки України, Генеральна прокуратура, Державна фінансова інспекція України)	Приведення функціонування правоохоронної системи у відповідність із стандартами країн ЄС, що передбачає зміну законодавства, пріоритетів і ресурсного забезпечення	Удосконалення вітчизняного законодавства на ринку цінних паперів задля унеможливлення застосування шахрайських схем, здирництва та "оптимізації"
Укресімбанк	Активізація кредитування експортоорієнтованої продукції, надання лізингових, овердрафтових, факторингових та інших послуг, що сприяють експортерам; розроблення зручних і вигідних схем кредитування з метою розширення виробництва та інфраструктури на експорт	Акціонування банку з наданням частки акцій для торгів на вітчизняній фондовій біржі; доповнення інвестиційних зобов'язань пунктом про щорічний розподіл частки чистого прибутку через дивидендні виплати
Ощадбанк	Складання та реалізація планів кредитування малого й середнього бізнесу на конкурентних умовах з іншими країнами світу, в першу чергу тих його представників, діяльність яких сприяє зменшенню імпорту та збільшенню експорту	

Джерело: складено автором.

Крім того, чинна Програма розширеного фінансування (EFF) від МВФ передбачає емісію Україною в найближчі роки єврооблігацій ще на 900 млн євро. З урахуванням усіх несприятливих чинників (загроза мораторію на виплати по зовнішньому боргу, зниження рейтингів, системна економічна криза, конфлікт на Сході України) більшість аналітиків прогнозує повернення країни до нових запозичень не раніше 2018 р. За мірками світових ринків капіталу це не такий великий термін, тим більше з огляду на серйозність ситуації. Але й він може виявитися нереальним, якщо найближчим часом не буде якісно змінено економічну, інвестиційну, антикорупційну й соціальну політику українського уряду [23].

Зауважимо, що загалом у світі спостерігається зростання значення ринку цінних паперів у неконтрольованому русі спекулятивного капіталу та підвищенні волатильності цін на активи, швидша й більш непередбачувана реакція на зміни на суміжних ринках (валютному, товарному, кредитному тощо). У разі появи деструктивних тенденцій глобалізовані фондові ринки посилюють їх, тим самим сприяючи більш масштабній і всеохоплюючій дестабілізації світової фінансово-економічної системи. Це пов'язано з тим, що цінні папери є взаємозалежними (якщо стрімко знижується ціна на відповідну акцію, то аналогічна акція (цієї ж галузі) теж швидко дешевшає через побоювання інвесторів втратити власні кошти), за допомогою сучасних засобів зв'язку погані новини й процеси миттєво стають надбанням світового інвестиційного суспільства, наслідком чого є вихід із ризикових активів та переоцінка їхньої вартості, котра в таких випадках зменшується в рази. Як показує досвід, чим менш розвинуті економіка й фондова біржа, чим менше довіри в інвесторів до країни та її можливостей впоратися з кризовими явищами, тим більші втрати останньої від швидкого відпливу капіталу. Наслідки фінансово-економічної кризи 2008—2009 рр. для українського фондового ринку підтверджують зазначене.

Під час кризових явищ і в післякризовий депресивний період (2008—2012 рр.) порушений цикл на ринку цінних паперів “заощадження — фондовий ринок — інвестиції — нові товари й послуги, підприємства, галузі — прибуток” відновлюється дуже повільно. Міграція капіталу шляхом його припливу до місць необхідного застосування та відпливу з тих галузей виробництва, де є його залишок, припинилася, тому навіть найприбутковіші галузі перебувають у стані невизначеності й низького попиту на власну продукцію. За відсутності реформ, дерегуляції та лібералізації такий стан консервується й призводить до довгострокового депресивного інвестування в економіку країни, що якраз спостерігається в Україні, Греції, Португалії починаючи з 2012 р.

Також глобальною проблемою є спотворення конкуренції з використанням сучасними бізнес-структурами офшорів, наслідком чого є “тінізація” капіталу, його дефіцит або надлишок у певних регіонах світу, неконтрольований рух спекулятивного капіталу, що спричиняє макроекономічну нестабільність і дисбаланси на фондовому ринку. У зв'язку з цим доцільно уніфікувати й прийняти нові правила гри для бізнесу на міжнародному рівні, знизивши привабливість “офшоризації” [5].

Високі ризики, які зумовляють глобальну нестабільність і підвищення волатильності цін на активи, створюються також концентрацією капіталів та зростанням кількості транснаціональних корпорацій і банків (ТНК і ТНБ). Національне регулювання подібних структур стає майже неможливим, а дієвих інструментів на міжнародному рівні щодо зменшення їх впливу на дестабілізацію світової економіки не існує, що створює додаткові загрози для фондових бірж світу і фінансового сектору України. У зв'язку з цим проявляється інша системна тенденція щодо укрупнення та злиття фондових бірж.

Тривала концентрація капіталів і глобалізація ділової активності призводять до розвитку аналогічних процесів у сфері організації обігу цінних паперів. Інтернаціоналізація інститутів фондового ринку є логічною відповіддю на багатолітню інтернаціоналізацію корпоративного сектору. ТНК і ТНБ стають дедалі більшими, і це вже норма. Тому фондові ринки різних країн світу інтернаціоналізуються, акціонуються та об'єднуються в крупніші фондові групи. У зв'язку з цим в Україні доцільно створити єдину мультифункціональну біржу та налагодити стратегічну співпрацю (об'єднатися) з великою європейською біржею (Варшавською, Франкфуртською або Лондонською), що сприятиме появі нових технологій, засобів клірингу, підвищенню ліквідності вітчизняних цінних паперів.

Для українського фондового ринку успішна інтеграція у світовий фінансовий ринок значною мірою залежить від розуміння аналогічних процесів саме в Європі. Досвід європейських структур у регулюванні фінансових ринків може швидко, оптимально та якісно прискорити інтеграцію вітчизняного ринку цінних паперів у світовий фінансово-інвестиційний простір. За умови усвідомлення важливості розвитку фондового ринку для національної економіки, глибокого реформування, зміни ментальності в державному секторі, корпоративному управлінні, на приватному рівні, Україна могла б у середньочасній довгостроковій перспективі структурно й гармонійно увійти в європейську глобальну біржову групу.

Варто також наголосити, що волатильність цін на активи в сучасних міжнародних фінансово-інвестиційних потоках капіталу пов'язана з багатьма іншими чинниками, які непрогнозовано, а іноді й випадково впливають на сировинні ринки товарів, ціну активів, підходи до інвестування. Новою парадигмою розвитку світової економіки є її відхід від індустріально-аграрної моделі функціонування. У новій, постіндустріальній, глобалізованій економіці найбільше цінуються творчість, креативність, нестандартність мислення, про що свідчить зменшення на світових фондових майданчиках частки індустріально-сировинного сектору ("Royal Dutch Shell", "Sinopec", "China National Petroleum", "Exxon Mobil", "Rio Tinto", "BP plc", "Газпром" та ін.) і поява значної кількості комунікаційних, медійно-інформаційних фірм та компаній у сфері високих технологій ("Apple", "Google", "Samsung", "Facebook", "Twitter", "Microsoft", "LinkedIn", "Tesla", "Yelp" тощо). Простежується тенденція збільшення числа емітентів на фондових біржах, котрі входять до групи

інноваційноорієнтованих компаній, організацій у сфері високих технологій, у інформаційно-медійній, консалтинговій і фінансовій сферах. Провести системну й повноцінну оцінку подібних активів, особливо інтелектуальної складової в таких компаніях, що відіграє ключову роль, гудвілу, можливості застосування відповідних технологій у майбутньому майже неможливо. Тож, на наш погляд, волатильність активів і надалі посилюватиметься у зв'язку з розвитком постіндустріальної інноваційно-інформаційної економіки та її домінуванням у найближчій перспективі.

Валютно-курсіві коливання також активно впливають на системний розвиток вітчизняного ринку цінних паперів в умовах глобалізації. Згадаємо фінансово-економічну кризу 2008—2009 рр., коли двократне знецінення гривні (зростання її курсу до долара США з 4,5—4,6 до 8,5—9,0) призвело до швидкого падіння фондового ринку на 74 % та до виведення коштів абсолютної більшості інвесторів (85—90 %). Окрім того, це потрясіння спричинило довготривалу депресію на українському фондовому ринку. Утім, спостерігаються й інші тенденції. Так, хоч у 2015 р. валюти деяких країн, що розвиваються, включаючи Бразилію та Росію, помітно подешевшали, завдяки їх чималим валютним резервам великої загрози їхнім суверенним облігаціям немає, а багато “поганих новин” уже закладені в котирування. Тому приватні інвестиційні фонди зберігають вкладення в бразильські й російські суверенні бонди та, крім того, докуповують додаткові пакети останніх за “психологічно” низькими цінами¹.

Валютно-курсіві коливання істотно впливають на економічне поживлення у світі, а також на дохідність і зацікавленість у суверенних бондах країн, де відбувається поступова девальвація валют та котрі мають потужний економічний потенціал і вагомі золотовалютні резерви. Поступова й незначна девальвація національної валюти з орієнтацією на низькі темпи інфляції, а також на вирівнювання або поліпшення платіжного балансу країни надає імпульси для активнішого розвитку економіки. Фондовий ринок сприймає ці тенденції позитивно, його капіталізація поступово зростає, оскільки емітенти збільшуватимуть прибутки та розширюватимуть ринки збуту. Проте за різких і “шокових” валютно-курсіві коливань процеси на національній фондовій біржі можуть мати непередбачуваний, непрогнозований і катастрофічний ефект, коли більшість професійних учасників ринку й інвесторів, намагаючись зменшити позиції в істотно девальвованих активах, розпродають їх під нуль, таким чином помітно посилюючи вплив на перебіг фінансово-економічної кризи у відповідній країні світу.

Під час значної світової валютно-курсіві нестабільності міжнародні фінансові центри й крупні фондові біржі також зазнають відпливу капіталів із ризикових активів (корпоративні облігації та акції) до менш ризикових (валюти розвинутих країн світу, золото). При цьому відбувається й істотний

¹ Якщо планується інвестування на 3—5 років, то ринки, що розвиваються, стають дуже привабливими.

відплив капіталу з ринків, що розвиваються, до ринків розвинутих країн [24]. Вартість валюти впливає на основоположні економічні параметри країни, а саме: на процентну ставку, тобто вартість користування кредитними коштами; на прибутковість банківського депозиту; на дохідність за суверенними бондами, інвестиційними портфелями на ринку цінних паперів; на рівень цін і динаміку їх змін; на заробітну плату та можливість отримати роботу на ринку праці. Тому фондовий ринок тісно пов'язаний із валютним та швидко реагує на валютно-курсові коливання.

На наш погляд, якщо Україна не хоче залишитись аутсайдером у світовій економіці в сучасних глобалізаційних процесах, вона повинна проводити стратегічно виважену й прагматичну політику (міжнародну, економічну, соціальну, інноваційну та валютно-курсову). Зазначене обов'язково передбачає створення конкурентоспроможного фондового ринку, що можливо в разі:

- 1) досягнення й підтримання макроекономічної стабільності та соціальної захищеності;
- 2) забезпечення ефективної й підконтрольної суспільству діяльності державного апарату;
- 3) формування прозорої, збалансованої та антикорупційної законодавчої системи, яка гарантує справедливість, "соціальні ліфти", повагу й надає повноцінні права громадянам та інвесторам у судах і при зверненні до правоохоронних органів;
- 4) поетапного введення юридичних норм, котрі відповідають міжнародним стандартам;
- 5) створення сприятливих умов для активного впровадження інноваційно- й експортоорієнтованих дрібних і середніх фірм;
- 6) трансформації корпоративного середовища — відмови від монополій, фокусування на спеціалізації вітчизняних фінансово-промислових груп і підвищенні прибутковості;
- 7) встановлення соціально справедливої, сприятливої й адміністративно зручної фіскальної системи для бізнес-середовища;
- 8) сприяння на державному рівні системному зростанню та диференціації експорту продукції з високою часткою доданої вартості, що забезпечить довгострокову збалансованість платіжного балансу;
- 9) формування інституціонально стійкої, надійної інфраструктури, яка функціонуватиме за міжнародними стандартами.

За умови якісних змін у вітчизняному державному секторі та бізнес-середовищі запровадження перелічених заходів дасть можливість Україні й, зокрема, її фондовому ринку повноцінно інтегруватись у світову інвестиційно-фінансову інфраструктуру та системно залучити у національну економіку широке коло вітчизняних та іноземних інвесторів, що забезпечить надходження капіталу для її розвитку.

На підставі викладеного доходимо таких висновків. Наявні й потенційні загрози глобального ринку капіталів справляють певний вплив на вітчизняний

ринок цінних паперів, який починаючи з фінансово-економічної кризи 2008—2009 рр. перебуває в перманентному депресивно-кризовому стані. Політична, економічна й фінансова кризи 2014—2015 рр. тільки погіршили становище фондової біржі України, тому іноземні й вітчизняні інвестори утримуються від вкладення коштів. Отже, необхідне повноцінне реформування вітчизняного ринку цінних паперів із урахуванням особливої макроекономічної та військово-політичної ситуації в державі. Зокрема, потрібно змінити стандарти й пріоритети в роботі Кабінету Міністрів України (соціально-економічний блок) і Адміністрації Президента України (судова гілка влади, правоохоронна та безпекова система) в напрямі поліпшення макроекономічної ситуації, стабілізації бізнес-середовища й фінансового сектору, реформування державних органів влади, дерегуляції, деолігархізації, деолігархізації та децентралізації.

Список використаних джерел

1. Боди З. Финансы : учеб. пособ. / З. Боди, Р. Мертон ; пер. с англ. — М. : ИД “Вильямс”, 2009. — 592 с.
2. Грехем Б. Разумный инвестор / Б. Грехем, Дж. Цвейг ; пер. с англ. — М. : ИД “Вильямс”, 2009. — 672 с.
3. Кругман П. Основы экономикс / П. Кругман, Р. Веллс, М. Олни. — М. : Питер, 2011. — 880 с. — (Классический зарубежный учебник).
4. Миркин Я. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски / Я. Миркин [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.mirkin.ru/fin-future/>.
5. Чего не замечают рейтинговые агентства. Мнение Нуриэля Рубини / ЛІГА Бізнес-Інформ [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://finance.liga.net/economics/2015/9/1/opinion/44780.htm?utm_source=bigmir&utm_medium=blocknovosti&utm_campaign=informer.
6. Сорос Дж. Первая волна мирового финансового кризиса. Промежуточные итоги. Новая парадигма финансовых рынков / Дж. Сорос. — М. : Манн, Иванов и Фербер, 2010. — 272 с.
7. Стиглиц Дж. Доклад о реформе международной валютно-финансовой системы. Уроки глобального кризиса / Дж. Стиглиц. — М. : Междунар. отношения, 2010. — 328 с.
8. Шарп У. Инвестиции / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейли ; пер. с англ. — М. : Инфра-М, 2001. — XII, 1028 с.
9. Богдан Т. П. Глобальна фінансова криза та виклики для економічної політики в посткризовий період / Т. П. Богдан // Фінанси України. — 2010. — № 6 (175). — С. 3—14.
10. Мозговий О. М. Формування системи регулювання фондового ринку України (методологія і організація) : дис. ... д-ра екон. наук : 08.04.01 / Мозговий Олег Миколайович. — К. : КНЕУ, 1999. — 360 с.
11. Мошенский С. З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы / С. З. Мошенский. — М. : Экономика, 2010. — 240 с.
12. Найман Е. Стратегічне таргетування України 2015—2040: презентація до доповіді на конференції “Економіка України. Шлях від занепаду до процвітання” / Е. Найман // Economy & Finance [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.slideshare.net/dlubkin/20152040>.
13. Плотніков О. В. Фінансова політика в Україні під впливом світового економічного розвитку в кризових умовах / О. В. Плотніков, О. О. Сльозко, Т. О. Панфілова // Збірник наукових праць Інституту світової економіки і міжнародних відносин НАН України. — 2010. — Вип. 63. — С. 40—63.
14. Федоренко А. В. Шляхи інтеграції національного фондового ринку України в світові ринки капіталу / А. В. Федоренко // Вісник Тернопільського національного економічного університету. — 2009. — № 3. — С. 7—19.

15. Офіційний веб-сайт Міжнародного валютного фонду [Електронний ресурс]. — Режим доступу: imf.org.ua/.
16. Офіційний веб-сайт Державної служби статистики України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.
17. Офіційний веб-сайт Першої фондової торговельної системи [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.pfts.ua/.
18. Офіційний веб-сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/control/uk/index>.
19. Экспорт Украины упал на 35 %. Есть ли шанс это исправить? [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://ubr.ua/finances/macroeconomics-ukraine/eksport-ukrainy-upal-na-35-est-li-shans-eto-ispravit-339931>.
20. Старинец В. Почему “Народный Фронт” не идет на выборы? / В. Старинец // ОбозревательUA. Блоги. — 11 сент. 2015 г. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://obozrevatel.com/blogs/56321-pochemu-narodnyj-front-ne-idet-na-vyiboryi.htm>.
21. Мертвый рынок: что мешает инвесторам вкладывать деньги в Украину [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://investfunds.ua/news/mertvyj-rynok-cto-meshaet-investoram-vkladyvat-dengi-v-ukrainu-infografika-apostrof-130465/>.
22. Замедление роста в странах с формирующимся рынком, постепенное повышение темпов в странах с развитой экономикой // Перспективы развития мировой экономики : бюл. МВФ. — 2015. — 9 июля [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/weo/2015/update/02/pdf/0715r.pdf>.
23. Полевой М. В пользу богатых / М. Полевой // Investfunds [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.investfunds.ua/news/v-polzu-bogatyh-minprom-131919/>.
24. Голубев А. В. Влияние валютно-курсовой политики на экономический рост : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.01 / Голубев Артем Валерьевич. — Спб., 2005. — 201 с.

References

1. Bodie, Z., & Merton, R. (2009). *Finansy* [Finances]. Moscow: Vil'yams [in Russian].
2. Graham, B., & Zweig, J. (2009). *Razumnyj investor* [The intelligent investor]. Moscow: Vil'yams [in Russian].
3. Krugman, P., Wells, R., & Olney, M. (2011). *Osnovy ekonomiks* [Essentials of Economics]. Moscow: Piter [in Russian].
4. Mirkin, Ya. (n. d.). *Finansovoe budushhee Rossii: ekstremumy, bumy, sistemnye riski* [The financial future of Russia: the extremes, booms, systemic risks]. Retrieved from <http://www.mirkin.ru/fin-future/> [in Russian].
5. Chego ne zamechayut rejtingovye agentstva. Mnenie Nurielya Rubini [Whatever is noticed by rating agencies. Nouriel Roubini's opinion]. (2015, September 1). *LIGA BiznesInform* [LIGA BusinessInform]. Retrieved from http://finance.liga.net/economics/2015/9/1/opinion/44780.htm?utm_source=bigmir&utm_medium=blocknovostei&utm_campaign=informer [in Russian].
6. Soros, G. (2010). *Pervaya volna mirovogo finansovogo krizisa. Promezhutochnye itogi. Novaya paradigma finansovyh rynkov* [The first wave of the global financial crisis. Subtotals. New paradigm for financial markets]. Moscow: Mann, Ivanov i Ferber [in Russian].
7. Stiglitz, J. (2010). *Doklad Stiglica o reforme mezhdunarodnoj valyutno-finansovoj sistemy. Uroki global'nogo krizisa* [The Stiglitz report. Reforming the International monetary and financial systems in the wake of the global crisis]. Moscow: Mezhdunarodnye otnosheniya [in Russian].
8. Sharpe, W., Alexander, G., & Bailey, J. (2001). *Investicii* [Fundamentals of investments]. Moscow: Infra-M [in Russian].
9. Bohdan, T. P. (2010). Hlobal'na finansova kryza ta vyklyky dlya ekonomichnoyi polityky v postkryzovyj period [Global financial crisis and challenges for economic policy during the post-crisis period]. *Finansy Ukrayiny* [Finance of Ukraine], 6, 3-14 [in Ukrainian].
10. Mozgovyj, O. M. (1999). *Formuvannya systemy rehulyuvannya fondovoho rynku Ukrayiny (metodolohiya i orhanizaciya)* [Formation of regulation of the stock market of

Ukraine (methodology and organization)] (Unpublished doctoral dissertation). KNEU, Kyiv [in Ukrainian].

11. Moshenskij, S. Z. (2010). *Rynok cennykh bumag: transformacionnye processy* [Securities market: transformation processes]. Moscow: Ekonomika [in Russian].

12. Najman, E. (n. d.). *Stratehichne tarhetuvannya Ukrayiny 2015-2040* [Strategic targeting of Ukraine 2015-2040]. Retrieved from <http://www.slideshare.net/dlubkin/20152040> [in Russian].

13. Plotnikov, O. V., Slozko, O. O., & Panfilova, T. O. (2010). *Finansova polityka v Ukrayini pid vplyvom svitovoho ekonomichnoho rozvytku v kryzovykh umovakh* [Fiscal policy in Ukraine under the influence of world economic development in crisis]. *Zbirnyk naukovykh prac' Instytutu svitovoyi ekonomiky i mizhnarodnykh vidnosyn NAN Ukrayiny* [Proceedings of the Institute of World Economy and International Relations of NAS of Ukraine], 63, 40-63 [in Ukrainian].

14. Fedorenko, A. V. (2009). *Shlyakhy intehracyi nacional'noho fondovoho rynku Ukrayiny v svitovi rynky kapitalu* [The ways of integration of fund market of Ukraine in world capital markets]. *Visnyk Ternopil's'koho nacional'noho ekonomichnoho universytetu* [The herald of Ternopil National Economic University], 3, 7-19 [in Ukrainian].

15. Web-site of International Monetary Fund. *imf.org.ua*. Retrieved from imf.org.ua.

16. Web-site of State Statistic Service of Ukraine. *www.ukrstat.gov.ua*. Retrieved from <http://www.ukrstat.gov.ua>.

17. Web-site of PFTS. *www.pfts.ua*. Retrieved from www.pfts.ua.

18. Web-site of National Bank of Ukraine. *www.bank.gov.ua*. Retrieved from <http://www.bank.gov.ua/control/uk/index>.

19. Ochrimenko, A. (n. d.). *Ekспорт Ukrainy upal na 35%. Est' li shans eto ispravit'?* [Export of Ukraine fell by 35%. Is there a chance to fix it?]. Retrieved from <http://ubr.ua/finances/macro-economics-ukraine/eksport-ukrainy-upal-na-35-est-li-shans-eto-ispravit-339931> [in Russian].

20. Starinecz, V. (2015, September 11). *Pochemu "Narodnyj Front" ne idet na vybory?* [Why is the "Narodnyj Front" does not go to the polls?]. *ObozrevatelUA* [ReviewerUA]. Retrieved from <http://obozrevatel.com/blogs/56321-pochemu-narodnyj-front-ne-idet-na-vyboryi.htm> [in Russian].

21. *Mertvyj rynek: chto meshaet investoram vkladyvat' den'gi v Ukrainu* [Off-market: what does prevent investors to invest in Ukraine]. (2015, June 17). *www.investfunds.ua*. Retrieved from <http://investfunds.ua/news/mertvyj-rynek-chto-meshaet-investoram-vkladyvat-dengi-v-ukrainu-infografika-apostrof-130465/> [in Russian].

22. *Zamedlenie rosta v stranah s formiruyushhimsya rynkom, postepennoe povyshenie tempov v stranah s razvitoj ekonomikoj* [Slowing growth in emerging markets, a gradual increase in rates in the advanced economies]. (2015, July 9). *Byulleten' Mezhdunarodnogo valyutnogo fonda* [Bulletin of the International Monetary Fund]. Retrieved from <http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/weo/2015/update/02/pdf/0715r.pdf> [in Russian].

23. Polevoj, M. (2015, August 12). *V pol'zu bogatyh* [In favor of the rich]. *www.investfunds.ua*. Retrieved from <http://www.investfunds.ua/news/v-polzu-bogatyh-minprom-131919/> [in Russian].

24. Golubev, A. V. (2005). *Vliyanie valyutno-kursovoj politiki na ekonomicheskij rost* [The impact of monetary and exchange rate policy on economic growth] (Unpublished master's dissertation). Sankt-Peterburgskij universitet ekonomiki i finansov, St. Petersburg [in Russian].