

Украина никогда не преодолет имитационную стадию инновационного развития и перенесенные технологии так и не превратятся в точки роста собственных инноваций.

Список использованной литературы

1. Johnson B. Why all this fuss about codified and tacit knowledge? / B. Johnson, B. Lundvall // *Industrial and Corporate Change*. – 2002. – Vol. 11. – No. 2. – pp. 245-262
2. Polanyi M. *The tacit dimension* / M. Polanyi. – Chicago: University Of Chicago Press, 2009 (Reissue edition, originally 1966). – 128 p., с. 7
3. Morone P. *Knowledge diffusion and innovation: modelling complex Entrepreneurial behaviours* / P. Morone, R. Taylor. – Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2010. – 177 p., с. 18
4. Європейське агентство офіційних публікацій [Електронний ресурс] // Офіційний сайт Європейського агентства офіційних публікацій. – Режим доступу: www.euro.int
5. Официальный сайт Европейского комитета статистики [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/setupDownloads.do>

Т. С. Медведкін

ТРАНСФЕР ЗНАТЬ: ТЕОРІЯ І ПРАКТИКА ЄВРОПЕЙСЬКОГО СОЮЗУ

Стаття присвячена теоретико-методологічному обґрунтуванню фундаментальних досліджень в області трансферу знань і розробці ефективної національної технологічної політики з використанням досвіду європейських країн.

Ключові слова: трансфер знань, інновації, технологічний уклад, технологічна політика, трансфер технологій, глобальна економіка знань.

T. Medvedkin

KNOWLEDGE TRANSFER: EUROPEAN UNION THEORY AND PRACTICE

The article is devoted to theoretical and methodological basis of fundamental research in knowledge transfer and development of effective national technology policy, using the experience of European countries.

Key words: transfer of knowledge, innovation, technological system, technology policy, technology transfer, global knowledge economy.

УДК 336.273.3

В.А. Кравченко, Д.В. Жукова

ОЦЕНКА СУВЕРЕННЫХ РИСКОВ ПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТИ ПО ВНЕШНЕМУ ГОСУДАРСТВЕННОМУ ДОЛГУ

В статье путем применения различных способов выявления суверенных рисков был проведен анализ ситуации в сфере внешней государственной задолженности отдельных стран мира, что позволило сформулировать практические рекомендации по улучшению системы управления внешними государственными заимствованиями.

Ключевые слова: суверенные риски, показатели долгового бремени, суверенные свопы на дефолт по кредиту

Постановка проблемы. В условиях глобализации экономических процессов наблюдается тенденция наращивания операций государственного сектора на мировом рынке ссудных капиталов. Это неразрывно связано с увеличением внешней государственной задолженности, обязательства по которой потенциально могут привести к уязвимости государства с точки зрения его платежеспособности.

Проблема устойчивости внешнего государственного долга в настоящее время является актуальной как для высокоразвитых, так и для развивающихся стран. Поэтому целесообразно оценивать не столько абсолютные размеры привлекаемых из внешних источников государством заемных ресурсов, но рассматривать их с точки зрения адекватности данных процессов экономическому развитию страны. То есть возникает необходимость оценить реальные возможности правительства страны выполнять все свои долговые обязательства перед зарубежными кредиторами. Это обуславливает очевидную необходимость оценки и мониторинга суверенных рисков платежеспособности государства по обслуживанию внешнего долга и подтверждает актуальность выбранной темы исследования.

Анализ последних исследований и публикаций. Проблемам выявления и оценки суверенных рисков уделяют внимание, прежде всего, западные ученые-экономисты. Следует отметить публикации М.Дэвиса, А.Саранди, А.Афонсо, Ф.Розера. Среди отечественных ученых-экономистов вопросы рисков государственного долга рассматривали Т.Богдан, В.Федосов, А.Колот. Тем не менее, единой точки зрения относительно решения проблемы неплатежеспособности по внешним государственным обязательствам до сих пор не существует. Это обуславливает необходимость дальнейшего исследования данной проблемы.

Целью исследования является анализ суверенных рисков платежеспособности отдельных стран мира и разработка рекомендаций по оптимизации привлечения внешних государственных займов этими странами.

Результаты исследования. В общем виде под *суверенными рисками* следует понимать вероятность того, что государство в лице правительства (или агентства, поддерживаемого правительством) в случае осложнения экономической ситуации или нестабильности политической обстановки в стране откажется выполнять условия заключенных им кредитных соглашений.[1, С.60]

Следует отметить, что оценка суверенных рисков неразрывно связана с поиском ответов на 2 ключевых вопроса. Первый состоит в том, имеет ли правительство возможности выполнять свои долговые обязательства. Это вопрос платежеспособности государства, которая определяется, прежде всего, экономической ситуацией в стране. Однако важно ответить на вопрос, готово ли правительство платить по своим долгам. Показатель «готовности государства выполнять долговые обязательства» отражает риск того, что, имея реальную возможность, правительство может отказаться от своих долгов, если посчитает, что политические и социальные последствия их обслуживания и погашения будут слишком обременительны.

Оценка суверенных рисков является важным аспектом не только принятия решений иностранными и внутренними инвесторами, но и неотъемлемой частью разработки государственной экономической и фискально-бюджетной политики, а также наднационального регулирования международных валютно-финансовых отношений.

Экономической теорией и практикой разработаны различные подходы к выявлению и количественной оценке суверенных рисков платежеспособности. В то время как оценка суверенных рисков базируется преимущественно на применении математических методов и расчетных моделей, то начальная стадия анализа суверенных рисков подразумевает использования аналитических подходов,

направленных на их непосредственное выявление.

Можно выделить три основных способа выявления суверенных рисков платежеспособности по внешнему государственному долгу (Рис.1). Первый способ подразумевает расчет аналитических показателей долговой нагрузки и сравнение их с пороговыми значениями. Этот способ позволяет оценить платежеспособность государства, то есть дает возможность ответить на первый вопрос выявления суверенных рисков.

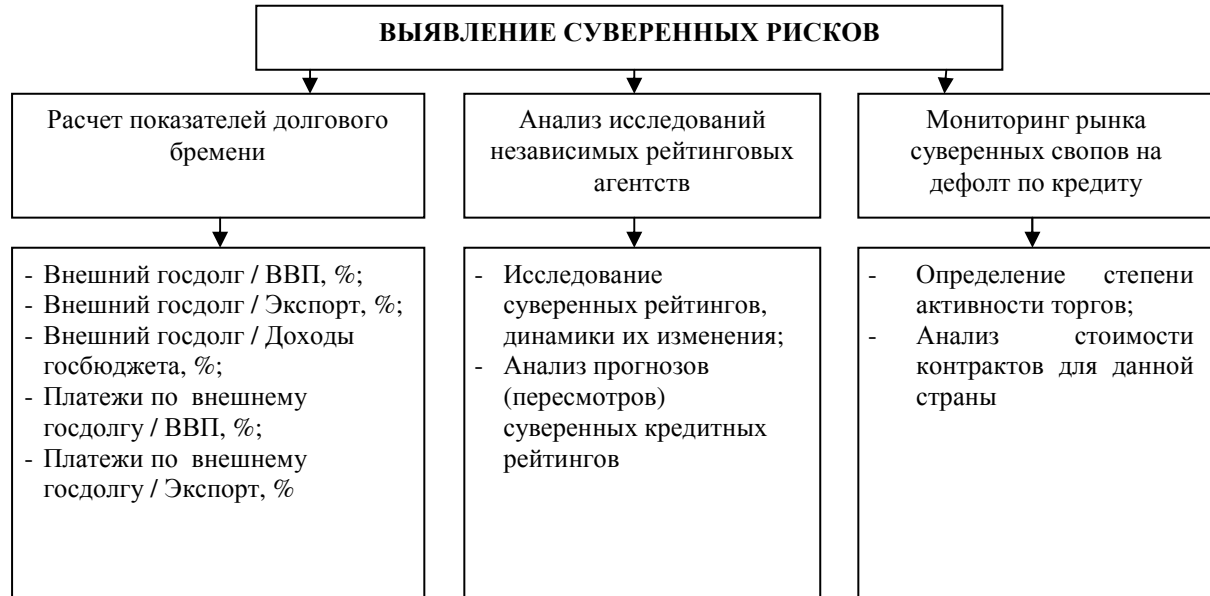


Рис. 1 Основные способы выявления суверенных рисков платежеспособности государства [Построено авторами на основании 2]

Второй способ основывается на всестороннем изучении суверенных кредитных рейтингов, присваиваемых независимыми международными рейтинговыми агентствами, что позволяет оценить оба аспекта возникновения суверенных рисков: и платежеспособность государства, и его готовность платить по всем долговым обязательствам.

Третий способ выявления суверенных рисков предполагает проведение мониторинга рынка суверенных свопов на дефолт по кредиту и позволяет определить, как непосредственно рынок и его участники оценивают суверенные риски, связанные с предоставлением займов тому или иному государству.

Наиболее распространенным среди показателей долгового бремени является уровень внешнего государственного долга по отношению к ВВП, который позволяет сравнить объем спроса государства на внешние заемные ресурсы с реальным экономическим развитием страны. Преимущество этого коэффициента заключается, в первую очередь, в том, что его расчет обеспечивает сопоставимость результатов между отдельными странами.

Поскольку долговая политика неразрывно связана с бюджетной политикой, целесообразно дополнить показатель уровня долга коэффициентом бюджетной экспансии (соотношение дефицита государственного бюджета и ВВП). С одной стороны, одной из основных целей привлечения внешних государственных займов является покрытие дефицита государственного бюджета. С другой стороны, выплаты по внешнему государственному долгу осуществляются преимущественно из бюджетных средств, оказывая непосредственное влияние на размер дефицита. Таким

образом, учет обоих этих показателей позволит оценить реальные возможности правительства по обслуживанию своих долгов.

Наглядность применения данного способа выявления суверенных рисков может быть достигнута путем использования графического метода. (Рис.2) С этой целью результаты расчета анализируемых показателей для отдельных стран можно представить в виде пузырьковой диаграммы. При этом размер шара, соответствующего каждой стране, определяется размером ее внешнего государственного долга, его положение относительно оси абсцисс - значением коэффициента бюджетной экспансии, а относительно оси ординат - уровнем внешнего государственного долга относительно ВВП.

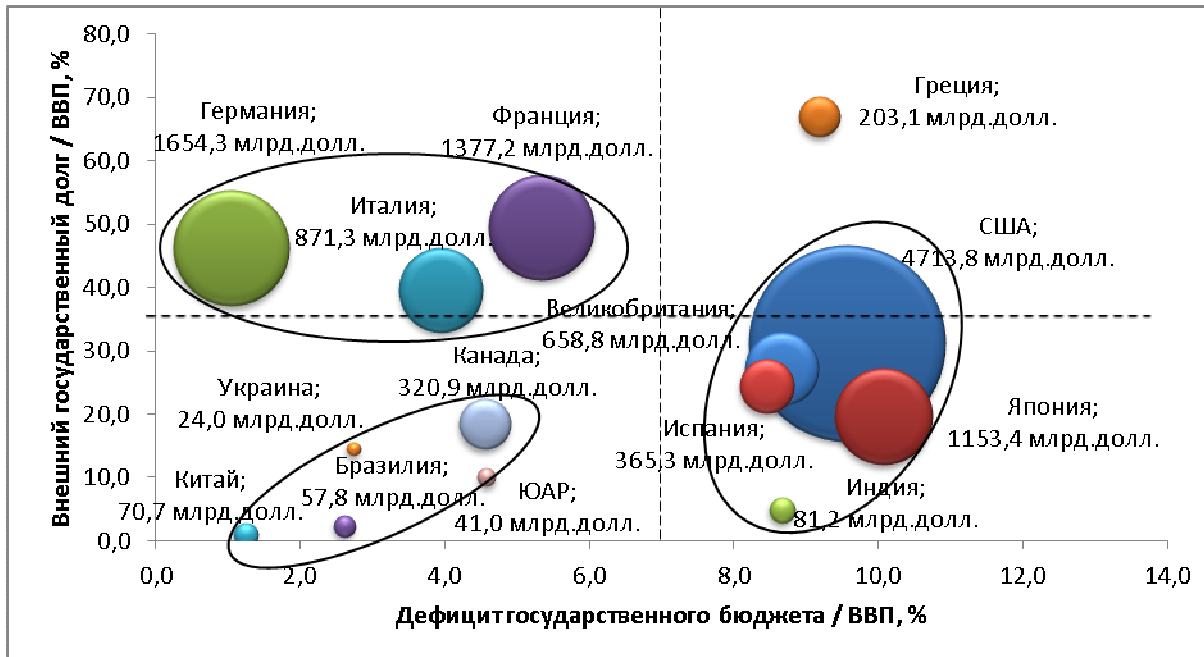


Рис. 2 Распределение отдельных стран мира на основании показателей долгового бремени, 2011 г. [Рассчитано и построено авторами на основании IMF World Economic Outlook и World Bank Quarterly External Debt Statistics]

Как видно из результатов расчетов для наиболее развитых, крупнейших развивающихся и отдельных проблемных стран еврозоны, размещение на плоскости позволяет сгруппировать их в своеобразные кластеры.

Наиболее высокие суверенные риски платежеспособности имеют страны, расположенные в верхнем правом квадранте. Среди анализируемых стран это Греция. Она характеризуется чрезмерным внешним государственным долгом и значительным дефицитом государственного бюджета, что ограничивает возможность этого государства выполнять свои долговые обязательства. Основная причина подобной ситуации - неэффективная бюджетная политика и чрезмерное превышение доходов бюджета над его расходами.

Такие страны, как Германия, Италия и Франция, несмотря на высокий уровень внешнего государственного долга и существенность его абсолютных размеров, характеризуются достаточно сильной фискально-бюджетной политикой. Это позволяет им выдерживать значительную долговую нагрузку и создает благоприятные условия для выполнения данными государствами даже столь значительных долговых обязательств.

Более многочисленная группа стран расположена в нижнем правом квадранте.

Она включает США, Великобританию, Японию, Испанию и Индию. Эти страны характеризуются умеренными уровнями внешнего государственного долга, однако проводят дефицитную бюджетную политику со значительным разрывом между бюджетными поступлениями и бюджетными расходами.

Как видно, крупнейшим заемщиком не только среди анализируемых стран, но и во всем мире являются США. Внешний государственный долг данной страны по состоянию на 31.12.2011 г. превысил 4,7 трлн. долл. США, что в 1,31 раза больше ВВП такой крупнейшей экономики, как Германия. [3, 4]

Однако огромный экономический потенциал США создает им своеобразное обеспечение для погашения существующих долговых обязательств в виде значительного ВВП и существенных валютных поступлений от экспортной деятельности, что в значительной степени снижает уровень суверенных рисков платежеспособности данного государства.

В левом нижнем квадранте расположены Бразилия, Китай, ЮАР, а также Канада и Украина. Это зона наиболее устойчивой долговой и бюджетной политики. Данные страны характеризуются незначительными объемами привлекаемых внешних государственных займов, а также умеренным бюджетным дефицитом, что определяет низкие риски невыполнения данными государствами своих обязательств.

Для оценки суверенных рисков платежеспособности по внешнему государственному долгу крайне важно определить также готовность государства выполнять свои обязательства. Осуществить это позволяет анализ суверенных кредитных рейтингов по долгосрочным обязательствам в иностранной валюте, присваиваемых независимыми рейтинговыми агентствами. Рейтинги присваиваются на основании анализа широко спектра индикаторов и отражают качество суверенных долговых ценных бумаг. Так, рейтинги от AAA до BBB соответствуют наиболее надежным обязательствам (это так называемый инвестиционный класс обязательств), рейтинги от BB до D свидетельствуют, что обязательства имеют высокую вероятность невыполнения и относятся к спекулятивному классу. Если суверенным долговым ценным бумагам присвоен рейтинг CC, C или D, то государство находится на грани дефолта либо уже его объявило.

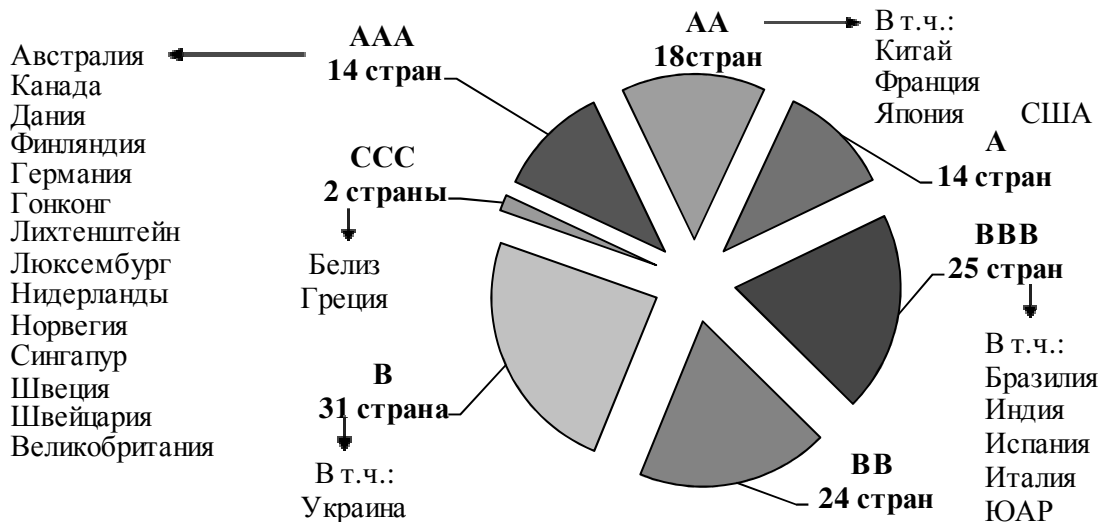


Рис. 3 Распределение стран мира в зависимости от суверенного рейтинга по обязательствам в иностранной валюте, присвоенного рейтинговыми агентствами Standard & Poor's Corporation по состоянию на 25.05.2012 г. [Рассчитано и построено авторами на основании данных официального сайта Standard & Poor's Corporation]

Применение данного способа выявления суверенных рисков можно продемонстрировать путем анализа результатов количественного распределения стран мира в зависимости от присвоенных им суверенных кредитных рейтингов одним из ведущих международных рейтинговых агентств – компанией Standard & Poor's Corporation (Рис.3).

Как видно из представленных данных, наибольшему числу суверенных долгов присвоены рейтинги В (в значительной степени спекулятивный рейтинг, характеризующий высоко-рискованные обязательства) и ВВВ (низший рейтинг инвестиционного класса, присвоение которого свидетельствует о достаточной платежеспособности заемщика). Данные группы представлены преимущественно развивающимися странами, а также несколькими развитыми странами еврозоны, суверенные кредитные рейтинги которых были понижены вследствие обострения долгового кризиса в 2010-2011 гг.

Данное рейтинговое агентство выделяет 14 стран – наиболее надежных заемщиков. Эти страны характеризуются самыми низкими суверенными рисками платежеспособности по внешним государственным обязательствам в иностранной валюте и имеют исключительно высокую способность своевременно его погашать.

В свою очередь, низшие рейтинги агентством присвоены Греции, которая, по оценкам экспертов, находится на грани суверенного дефолта. Понижение рейтинга данного государства до низшего уровня было обусловлено крайне неустойчивой долговой ситуацией, при этом толчком для последних понижений стали негативные результаты аудита экономической ситуации в Греции, проведенного Еврокомиссией и МВФ, а также их требования еще большего сокращения государственных расходов и более интенсивной политики экономии.

Последний из рассматриваемых способов анализа платежеспособности государства представляет собой выявление наиболее и наименее подверженных дефолту стран на основе расчета вероятности его наступления. Данный показатель оценивает вероятность того, что государство не сможет отвечать по всем своим внешним обязательствам. Для расчета показателя используется анализ стоимости контрактов суверенных свопов на дефолт по кредиту (CDS), которые представляют собой контракты, согласно которым покупатель регулярно выплачивает их продавцу определенную премию для того, чтобы получить гарантию и денежное возмещение в случае наступления кредитного случая в течение срока действия данного контракта. [2, С.93]

Премия, выплачиваемая продавцу суверенных CDS (цена данных контрактов), измеряется в базисных пунктах (1/100 процента или 0,0001) стоимости государственных долговых обязательств, подлежащих страхованию. При этом, чем выше цены на CDS, тем ниже оценивает рынок суверенную платежеспособность государства и тем выше вероятность наступления дефолта.

Из представленных в таблице 1 данных видно, что наименьшей платежеспособностью характеризуются такие страны как Кипр, Португалия и Пакистан.

В свою очередь, наиболее надежными суверенными заемщиками являются Норвегия, США и Швейцария.

Следует отметить, что по результатам последних оценок из числа стран, наиболее подверженных риску невыполнения государственных долговых обязательств была исключена Греция, поскольку проведенная в стране реструктуризация долга, способствовало определенной стабилизации долговой ситуации и, следовательно, снижению суверенных рисков платежеспособности.

Таблиця 1

**Страны, наиболее и наименее подверженные риску невыполнения
 государственных долговых обязательств по результатам 1 квартала 2012 года [5]**

Позиция	Страна	Интегральная вероятность наступления суверенного дефолта (CPD), %	Стоимость кредитных свопов на суверенный дефолт (CDS), б.п.
НАИМЕНЕЕ РИСКОВАННЫЕ СУВЕРЕННЫЕ ЗАЕМЩИКИ			
1.	Норвегия	2,0	22,5
2.	США	2,7	30,0
3.	Швейцария	3,6	41,1
4.	Швеция	3,8	43,6
5.	Гонконг	5,4	61,7
НАИБОЛЕЕ РИСКОВАННЫЕ СУВЕРЕННЫЕ ЗАЕМЩИКИ			
1.	Кипр	63,7	1159,1
2.	Португалия	60,5	1135,8
3.	Пакистан	46,4	829,6
4.	Аргентина	45,9	812,1
5.	Украина	45,6	855,2

Выводы. Таким образом, результаты применения различных методов оценки суверенной платежеспособности показали, что среди анализируемых стран наивысшими суверенными рисками характеризуется Греция. Несмотря на реализацию комплексных мер, направленных на преодоление последствий долгового кризиса, по-прежнему существует угроза финансовой и экономической безопасности как отдельных стран, так и еврозоны в целом. Поэтому целесообразной представляется ориентация государственной политики через проведение радикальных экономических реформ и применение финансовых инструментов для стабилизации ситуации в краткосрочном периоде, на создание специального органа в рамках еврозоны, который бы проводил единую для всех стран-участниц бюджетно-фискальную политику в долгосрочной перспективе. Необходима оптимизация всей системы управления внешними государственными заимствованиями за счет создания такой модели отношений в этой сфере, которая бы базировалась на комплексном рыночном подходе к управлению государственным долгом, непрерывном мониторинге рисков, связанных с привлечением внешних государственных займов, а также постоянном отслеживании ситуации, сложившейся на внешних финансовых рынках и во внутренней макроэкономической системе. Это позволило бы избежать нарастания проблем чрезмерной государственной задолженности и снижения суверенной платежеспособности, а также распространения «волнового эффекта» снижения доверия к государственным займам по всему миру.

Список использованной литературы

1. Michael Davies The rise of sovereign credit risk: implications for financial stability [Электронный ресурс] / Davies Michael // BIS Quarterly Review. - September 2011. – P. 59-70. - Режим доступа: www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1109g.pdf
2. The Uses and Abuses of Sovereign Credit Ratings [Электронный ресурс] /

- International Monetary Fund // Global Financial Stability Report: Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity. – 2010. – Chapter 3. – С. 85-122. - Режим доступу: www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/02/pdf/chap3.pdf 3. World Bank Quarterly External Debt Statistics [Електронний ресурс] / World Bank Databank [Сайт]. - Режим доступу: <http://databank.worldbank.org/ddp/home.do?Step=12&id=4&CNO=1068>
4. World Economic Outlook Data by Country [Електронний ресурс] // World Economic Outlook Database [Сайт] / International Monetary Fund. – September 2011. - Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pub/ft/weo/2011/02/weodata/WEOSep2011all.xls>
5. Global Sovereign Debt Credit Report [Електронний ресурс] / СМА, 1ST Quarter 2012. – 24 р. – Режим доступу: http://www.cmavision.com/images/uploads/docs/СМА_Global_Sovereign_Credit_Risk_Report_Q1_2012.pdf

В.О Кравченко., Д.В.Жукова

ОЦІНКА СУВЕРЕННИХ РИЗИКІВ ПЛАТОСПРОМОЖНОСТІ ПО ЗОВНІШНЬОМУ ДЕРЖАВНОМУ БОРГУ

В статті на основі використання різних способів виявлення суверенних ризиків було проведено аналіз ситуації в сфері зовнішньої державної заборгованості окремих країн світу, що дозволило сформулювати практичні рекомендації з покращення системи управління зовнішніми державними запозиченнями.

Ключові слова: суверенні ризики, показники боргового навантаження, суверенні свопи на дефолт за кредитом

V. Kravchenko, D. Zhukova

ASSESSMENT OF SOVEREIGN RISKS SOLVENCY ON STATE EXTERNAL DEBT

In the article by applying various methods of sovereign risks identification the analysis of external public debt situation in particular countries was carried out. This enabled us to define practical recommendations for improving management of public external borrowings.

Key words: sovereign risks, debt burden ratios, sovereign credit default swaps.

УДК 336.76(477)

Т.В. Марена

МІСЦЕ УКРАЇНИ НА СВІТОВОМУ ФОНДОВОМУ РИНКУ

У статті оцінено місце українського фондового ринку на світовому ринку цінних паперів через визначення частки капіталізації національного ринку у світовій капіталізації. Здійснено порівняння показників розвитку фондового ринку України з відповідними показниками інших країн та світового ринку в цілому. Визначено відмінності у тенденціях розвитку національного та світового ринків цінних паперів.

Ключові слова: фондовий ринок, ринкова капіталізація, ринок акцій, боргові цінні папери, фондова біржа, організована торгівля цінними паперами.

Розвиток національних та регіональних фондових ринків в сучасних умовах відбувається на фоні поглиблення процесів фінансової глобалізації. Фінансова