

# ФІНАНСИ

*Домрачев В.М., к.ф.-м.н., доцент,  
Академія фінансового управління МФУ,  
Кабанов В.Г., к.е.н., доцент, Університет «Крок»,  
Баранов Д.В., Національний банк України*

## **КРИЗА В ЄВРОЗОНІ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ЄВРОІНТЕГРАЦІЇ УКРАЇНИ**

*В рамках даної статті розглянуто фактори привабливості економіки України. Автори намагались абстрагуватися від суб'єктивних оцінок політичної площини інтеграції до європейського співтовариства, акцентуючи увагу на економічній оцінці готовності економіки України до входження до зони євро.*

**Ключові слова:** *євроінтеграція, зона євро, криза, економіка, торговельні партнери, фактори ризику, інвестиційна привабливість економіки, державний борг, державний бюджет.*

*Рис. 5, Табл. 1, Літ. 10*

*Домрачев В.М., к.ф.-м.н., доцент,  
Академія фінансового управління МФУ,  
Кабанов В.Г., к.э.н., доцент, Университет «Крок»,  
Баранов Д.В., Национальный банк Украины*

## **КРИЗИС В ЕВРОЗОНЕ И ПЕРСПЕКТИВЫ ЕВРОИНТЕГРАЦИИ УКРАИНЫ**

*В рамках данной статьи рассмотрены факторы привлекательности экономики Украины. Авторы пытались абстрагироваться от субъективных оценок политической сферы интеграции в европейское сообщество, акцентируя внимание на экономической оценке готовности экономики Украины к вхождению в зону евро.*

**Ключевые слова:** *евроинтеграция, зона евро, кризис, экономика, торговые партнеры, факторы риска, инвестиционная привлекательность экономики, государственный долг, государственный бюджет.*

*Domrachev V., Ph.D., Associate Professor,  
Academy of Financial Management,  
Kabanov V.G., Ph.D., Associate Professor, University "Krok",  
Baranov D.V., National Bank of Ukraine*

## CRISIS IN THE EUROZONE AND UKRAINE INTEGRATION PROSPECTS

*Complex the factors attractiveness of economy of Ukraine are considered, grounded mechanisms of improvement of attractiveness of economy of Ukraine for external investors.*

**Keywords:** *European integration, the euro zone, crisis, economy, trading partners, risk factors, investment attractiveness of the economy, national debt, the national budget.*

**Постановка проблеми.** На сучасному етапі розвитку економіки України, який характеризується зростанням кризових явищ у ЄС [1–8], є актуальним порівняти стан української економіки та економік країн основних торговельних партнерів (ОТП), порівняти ризики та рівень інвестиційної привабливості економіки України. Виникає необхідність виявлення сучасних головних факторів ризику економіки України та доцільність інтеграції до європейського співтовариства. Адже деякі країни кандидати до приєднання до Зони євро на поточний час заморозили рішення щодо вступу до Зони євро.

**Метою дослідження** є виявлення факторів та механізмів покращення інвестиційної привабливості економіки України для зовнішніх інвесторів та виявлення головних факторів ризику економіки України на сучасному етапі розвитку.

**Виклад основного матеріалу.** Сучасний стан розвитку економіки України характеризується посиленням її інтеграції з економіками країн основних торговельних партнерів. Темпи інтеграції визначаються діяльністю транснаціональних корпорацій, на які припадає близько 90% експорту капіталу у вигляді інвестицій. У зв'язку з розгортанням другої хвилі кризи у Європі з України почали виводити свої капітали європейські інвестори.

Конвергентність до вимог участі у євроні може бути реальною та номінальною. Реальна конвергентність передбачає структурну та інституційну інтегрованість до європростору. Натомість номінальна конвергентність (а ми будемо розглядати саме її) передбачає досягнення певного номінального рівня макропоказників країною-аплікантом, що дозволить їй більш-менш згладжено увійти до зони євро. Номінальна конвергентність базується на 5-ти наступних критеріях.

1. Граничний розмір дефіциту бюджету не повинен перевищувати 3% від ВВП.
2. Граничний розмір державного боргу не повинен перевищувати 60% від ВВП.
3. Курсові коливання національної валюти мають бути в межах, визначених ЕРМ II.
4. Інфляція не повинна бути більшою ніж +1,5% від середнього показника трьох країн з найнижчою інфляцією.

5. Номінальна відсоткова ставка по довгостроковим державним запозиченням не повинна бути більшою ніж +2% від середнього показника трьох країн з найнижчою ставкою.

Багато з цих вимог виконані Україною у 2012 році. Економічний стан України виглядає більш привабливо ніж стан багатьох країн ЄС.

Розглянемо це питання більш ретельно.

Безробіття в євроні виросло до рекорду, інфляція впала до мінімуму за 30 місяців. Безробіття в 17 країнах євроні в січні 2013 року виросло до 11,9% з переглянутих 11,8% в грудні, свідчать дані Статистичного управління Європейського союзу. Січневий рівень безробіття в євроні є максимальним як мінімум з 1995 року, коли був початий розрахунок цього показника. Максимальний рівень безробіття серед країн євроні відмічений в Іспанії – 26,2%, рекорд для країни. Найнижче безробіття як і раніше спостерігається в Австрії –

4,9% (підвищення на 0,2 процентного пункту). В Україні в січні 2013 р. рівень безробіття виріс на 0,2 п.п. – до 2%. Про це повідомляє Державна служба статистики (Держстат). Це значно краще ніж в середньому по ЄС. Лютнева інфляція виявилася мінімальною з серпня 2010 року. Темпи зростання споживчих цін в євросоні в лютому 2013 року сповільнилося до 1,8% в річному численні в порівнянні з 2% в січні, свідчать дані Статистичного управління Європейського союзу.

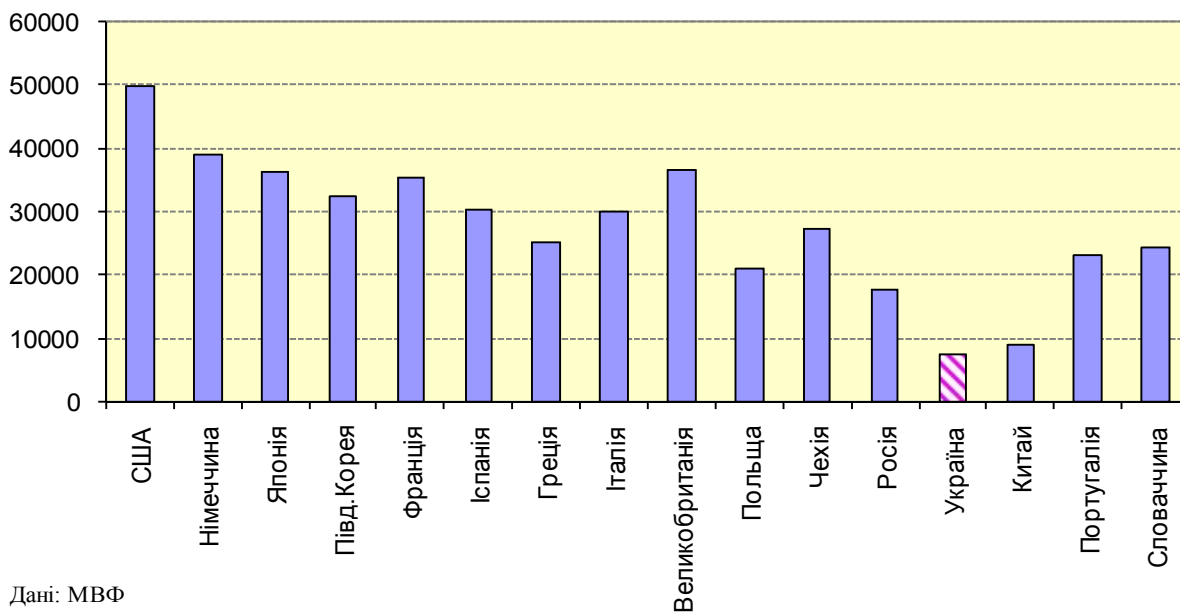
Основним чинником несподіваного ослаблення інфляції в лютому стало уповільнення зростання цін на продукти харчування.

Згідно з прогнозами Європейського центрального банку і Єврокомісії, ВВП євросони скоротиться на 0,3% цього року. Тоді як ВВП України за оцінкою МВФ та Світового банку у 2013 році зросте на 1%<sup>1</sup> [9].

У квітні Світовий банк погіршив прогноз зростання ВВП України з 3,5% до 1% в 2013 році. На думку аналітиків СБ, українська економіка зараз знаходиться в рецесії. Світовий банк також погіршив прогноз зростання ВВП України на 2014 рік з 4% до 3%. У 2015 році зростання ВВП України, за прогнозом банку, становитиме 4%.

Незважаючи на це, ВВП на душу населення в Україні залишиться найнижчим, як і у минулому році (рис.1). Спад у зоні євро поглибився у IV кварталі: скорочення ВВП було гіршим майже за чотири останні роки – 0,6% у порівнянні з попереднім кварталом. У I кварталі 2013 року більшість експертів, опитаних Bloomberg, очікують подальшого зниження ВВП, після чого економіка валютного блоку потрохи стабілізується та відновить зростання.

**Рис.1. ВВП на душу населення у 2012 р., за ПКС у \$2008 р.**



Дані: МВФ

Джерело: МВФ, [www.imf.org](http://www.imf.org).

Дані щодо зростання ВВП на душу населення свідчать про ще більшу різницю між темпами зростання країн Західної та Центрально-Східної Європи. Підтримку прискоренню темпів росту країн НМС-10 додає поступове підвищення продуктивності праці, що, втім, ще значно відстає від рівня розвинутих країн.

<sup>1</sup> За інформацією розміщеною на сайті: [www.imf.org](http://www.imf.org).

Країною розміщення головних транснаціональних корпорацій є США. Тож США є одним з найбільших інвесторів капіталу у світі. Новою темою для капіталу США є інвестиції до країн, що розвиваються, зокрема до країн з перехідною економікою. Ці країни стали цікавими для інвесторів, починаючи з 90-х років двадцятого століття. Однак найбільшу економіку світу теж на минули негаразди.

Секвестр на початку 2013 року призвів до плану уряду понизити дефіцит бюджету США на \$110 млрд. за 10 років.

На цьому фоні експерти найбільшого банку США J.P. Morgan переглянули свій прогноз зростання економіки США у бік пониження. Згідно з оновленими даними, ВВП США в поточному році збільшиться на 1,9%-2,1%. Причиною перегляду стала вірогідність різкого скорочення витрат бюджету країни, які зростають, що надасть негативний ефект економіці країни.

Скорочення витрат на військову галузь і соціальні програми набуде чинності з 1 березня. Витрати американського бюджету впадуть на \$85 млрд., а до 2020 р. – на \$1,2 трлн. В результаті секвестру бюджетні витрати по незахищеним статтям (захищеними статтями у США є соціальні витрати на медицину та соціальна підтримка) будуть зменшені у 2013 році на 5,6% відносно 2012-го та на 3,6% у 2014 р. відносно 2013-го. Близько половини скоротяться військові витрати.

Примітно, що на сучасному етапі найбільше „гальмують” економічне зростання саме визнані лідери регіону. Прогноз журналу Економіст<sup>1</sup> росту (падіння зі знаком: –) ВВП на 2013 рік становить: для Німеччини+0,7%, Франції+0,1%, Італії – 1,1%, Нідерландів – 0,6%, Великобританії+0,8%. І саме країни NMC-10 утримують ЄС-25 від падіння за межу стагнації. Енергія росту сучасного ЄС підтримується переважно за рахунок розриву між „новою” та „старою” Європою у рівнях оплати праці, запасу капіталізації реального та фінансового секторів, а також завдяки заниженому „стартовому” ВВП нових членів до його потенційного рівня [10].

Одним з найважливішим індикаторів привабливості країни для іноземних інвесторів є суверенний рейтинг країни. Ці рейтинги встановлюють рейтингові агенції, найбільші з яких S&P, Moodys, Fitch. Одним з найвідоміших показників, від якого залежить рейтинг, є CDS – кредитний похідний цінний папір, який дозволяє покупцю отримати компенсацію в разі виникнення визначеної кредитної події для відповідних активів чи окремого кредиту. В обмін на компенсацію покупець CDS сплачує емітенту цього цінного паперу періодичну премію, розмір якої визначений в базових пунктах (відсоток вартості референційних активів). Типовою кредитною подією можуть бути дефолт визначеного боржника, прострочення платежів або реструктуризація боргу. Специфікою інструменту є те, що власник своєю не обов'язково є власником облігацій/активів, щодо яких укладається угода (референційних активів). Для СНД найбільш ліквідними вважаються CDS на 5 років. Рівень понад 1000 б.п. характеризує проблемний борг (такий, що емітований організацією/країною, що оголосила або може оголосити найближчим часом дефолт) – тобто, коли для страхування пакету облігацій необхідно заплатити 10% і більше від їх вартості. CDS розглядають як інструмент страхування пакетів облігацій. Чим вища вартість CDS, тим більшим є оцінюваний ризик дефолту. За цим показником, на кінець 2012 року, Україна посідає 5 місце серед найризикованіших країн для інвестицій (таб.1).

Суверенні кредитні рейтинги, які в даний час охоплюють боргові зобов'язання в національній і іноземній валюті, випущені урядами країн і територій (табл. 1), є оцінкою можливості і готовності уряду кожній з оцінюваних країн погашати ці боргові зобов'язання відповідно до умов їх випуску. Суверенні рейтинги не є "країновими рейтингами", між ними існує важлива відмінність, що часто невірно розуміється. Суверенні рейтинги є оцінкою кредитних ризиків національних урядів і ніяк не відображають ризик дефолта з боку інших емітентів.

<sup>1</sup> За інформацією, розміщеною на сайті: [www.economist.com](http://www.economist.com).

Таблиця 1. Top 10 Most Risky Sovereign Credits Position Q4 2012.

№	Country	5 Year CPD (%)	5 Year CDS Mid (bps)	Previous Ranking
1	Argentina	61.4%	1,450	3 (Down 2)
2	Cyprus	60.5%	1,081	2 (No change)
3	Pakistan	42.8%	779	4 (Down 1)
4	Venezuela	37.4%	641	5 (Down 1)
5	<b>Ukraine</b>	<b>36.3%</b>	<b>628</b>	<b>6 (Down 1)</b>
6	Portugal	32.6%	436	7 (Down 1)
7	Egypt	30.4%	502	10 (Down 3)
8	Iraq	28.1%	462	New Entry
9	Lebanon	27.5%	441	9 (No change)
10	Spain	23.5%	295	8 (Up 2)

Source: CMA.

До ключових економічних і політичних ризиків, які експерти враховують при визначенні суверенних рейтингів, відносяться:

- стабільність політичних інститутів і ступінь участі широких мас в політичному процесі;
- структура доходів населення і структурна організація економіки;
- податково-бюджетна політика і ступінь її гнучкості;
- кредитно-грошова політика і чинники інфляційного тиску;
- борговий тягар державного і приватного секторів і історичні відомості по обслуговуванню боргу.

#### Політичні ризики

- Форма правління і ступінь адаптованості політичних інститутів.
- Ступінь участі широкого населення в управлінні країною.
- Впорядкованість процедури передачі владних повноважень (спадкоємність влади).
- Наявність широкого консенсусу щодо цілей і завдань економічної політики.
- Ступінь інтеграції в глобальну торгівлю і фінансову систему.
- Внутрішні і зовнішні загрози національної безпеки.

#### Структура доходів населення і структурна організація економіки

- Умови життя і рівень доходів населення, розподіл суспільного багатства.
- Ринкова – неринкова економіка.
- Наявність ресурсів і ступінь їх диверсифікації.

#### Перспективи економічного зростання

- Обсяг і структура заощаджень і капіталовкладень.
- Темпи і характер економічного зростання.

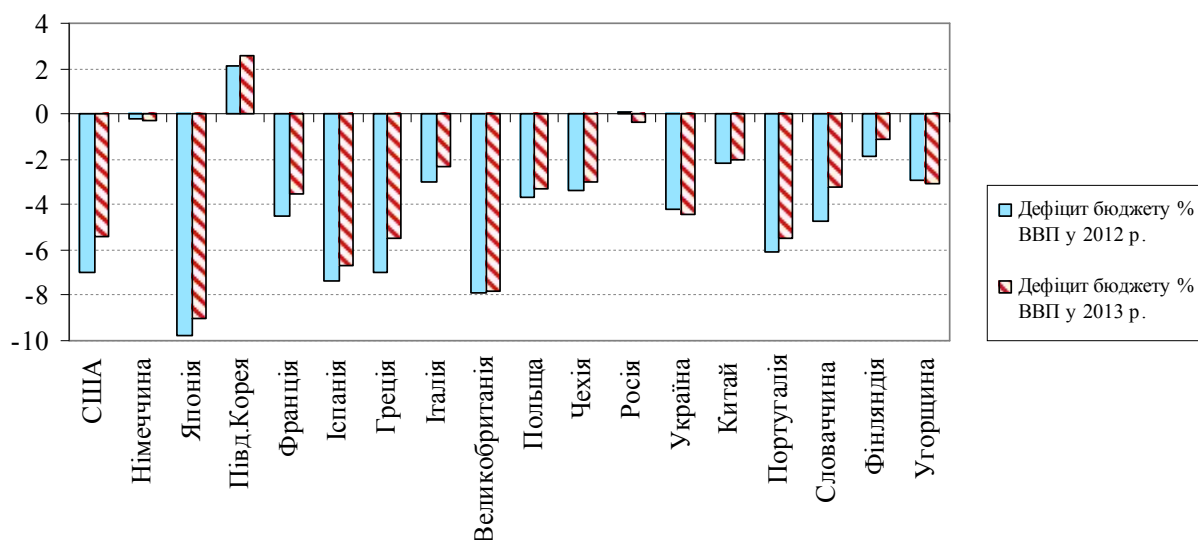
#### Ступінь гнучкості податково-бюджетної політики

- Підсумки фіскальної діяльності національного уряду і збалансованість бюджету.
- Конкурентоспроможність системи оподаткування, ступінь гнучкості у сфері підвищення ставок оподаткування.
- Чинники, які можуть сприяти зростанню державних витрат.

#### Тягар державного боргу

- Фінансові активи національного уряду.
- Тягар державного боргу і процентних виплат по державному боргу.
- Валютна структура державного боргу.
- Зобов'язання держави по виплаті пенсій.
- Умовні зобов'язання банківської системи, корпорацій і інших юридичних осіб.

Рис.2. Дефіцит бюджету окремих країн світу, % ВВП.



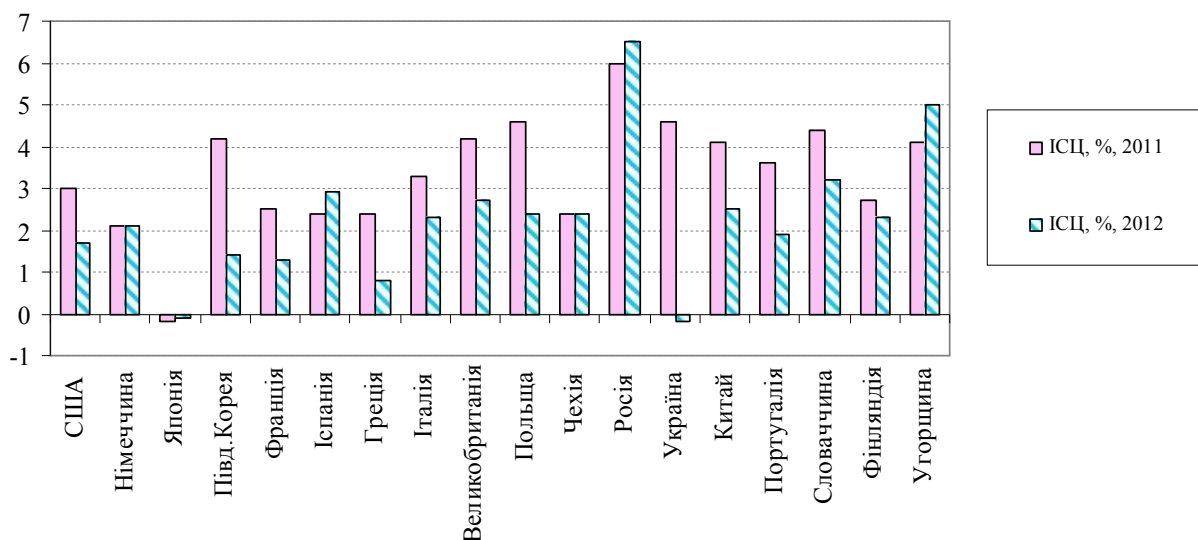
Джерело: МВФ, [www.economist.com](http://www.economist.com).

Проблеми України з дефіцитом бюджету набагато кращі ніж у багатьох країн зони євро (рис.2).

**Стабільність цін**

- Тенденції розвитку цінової інфляції.
- Темпи зростання грошової маси і обсягів емісійного фінансування державного бюджету.
- Курсова політика.
- Ступінь незалежності Центрального банку.

Рис.3. Індекс споживчих цін окремих країн світу, %.



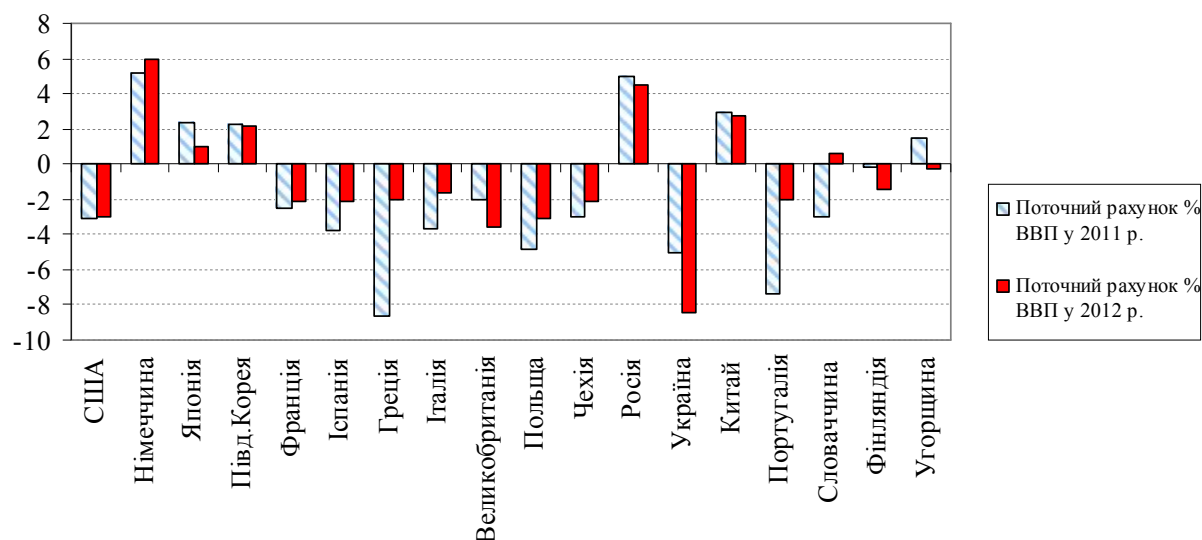
Джерело: МВФ, [www.economist.com](http://www.economist.com).

У 2012 році Україна приборкала інфляцію і по цьому показнику повністю задовольняє вимогам ЄС (рис.3)

**Гнучкість платіжного балансу**

- Вплив податково-бюджетної і кредитно-грошової політики на стан рахунків зовнішніх операцій.
- Структура рахунку поточних операцій.
- Структура потоків капіталу.

Рис.4. Поточний рахунок окремих країн світу, % ВВП.



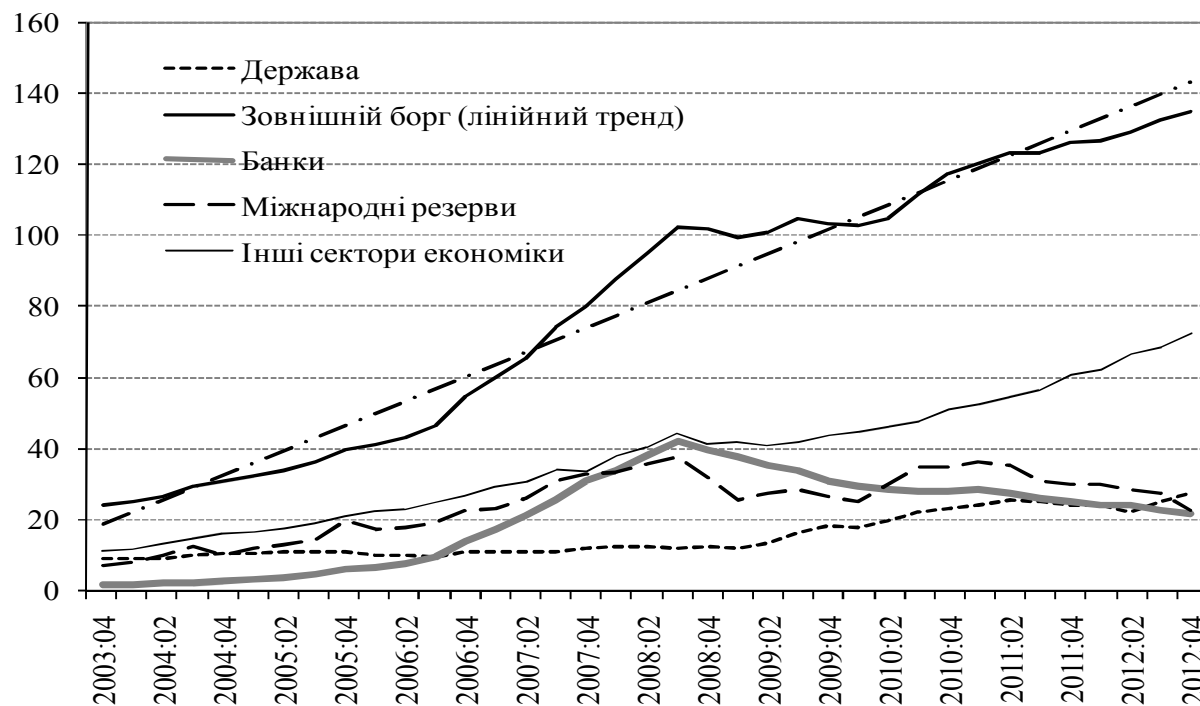
Джерело: МВФ, [www.economist.com](http://www.economist.com).

Проблеми України з від'ємним поточним рахунком гірші ніж у багатьох країн зони євро, зокрема Греції (рис.2).

#### Зовнішній борг і ліквідність

- Обсяг і валютна структура зовнішнього державного боргу.
- Обсяг умовних зобов'язань, узятих на себе банками і іншими державними і приватними суб'єктами під державну гарантію.
- Терміни виплат в рахунок погашення державного боргу і тягар по обслуговуванню боргу.
- Обсяг і структура державних резервів і інших зовнішніх активів.
- Історичні відомості по обслуговуванню боргу.

Рис.5. Динаміка зовнішнього боргу України, млрд. дол. США.



Джерело: МВФ, [www.imf.org](http://www.imf.org).

Ці чинники більшою мірою, чим будь-які інші, впливають на можливість і готовність уряду забезпечувати своєчасне обслуговування боргових зобов'язань в національній валюті. Більш того, враховуючи, що ефективність податково-бюджетної і кредитно-грошової політики зрештою відображається на стані зовнішньоторговельного балансу країни, вони також впливають на можливість і готовність уряду забезпечувати своєчасне обслуговування боргових зобов'язань в іноземній валюті.

На думку авторів, головними ризиками в Україні на сучасному етапі є зростання зовнішнього боргу, від'ємних поточного рахунку та торговельного балансу, які тиснуть на гривню (рис.5).

Тиск на гривню послабшає у разі стабілізації боргу, чи збільшенні міжнародних резервів.

Для стабілізації боргу необхідно, щоб зведений зовнішній баланс був більше 10 млрд. дол. США за рік, а це малоймовірно за умови сучасної фінансової кризи у Європі. Залишається збільшення резервів під низькі проценти.

Крім того інвесторів лякає відтік з України коштів іноземних банків.

Він пов'язаний з погіршенням економічної кон'юнктури, фінансовою нестабільністю та невпевненістю у майбутньому зони євро.

**Висновки.** Основними факторами визначаючими інвестиційну привабливість економіки України для зовнішніх інвесторів є політична стабільність, позитивна динаміка зростання ВВП та промислового виробництва, низькі значення індексу свопу на суверенний дефолт (CDS), зменшення зовнішньої заборгованості. Зростання попиту на іноземну валюту обумовлено динамікою та структурою зовнішньої заборгованості, яка призводить до втрати платоспроможності позичальників кредитів номінованих, чи прив'язаних до курсу іноземної валюти. Тиск поменшає при вирішенні проблем, пов'язаних зі зовнішньою заборгованістю. Взагалі на час сучасної фінансової кризи у зоні євро українська економіка виглядає більш привабливою для інвесторів ніж економіки більшості країн ЄС.

## Література

1. World Economic outlook: April 2013 / International Monetary Fund, Publication Services, Washington, U.S.A. –2013. – 204 p.
2. Fiscal monitor: April 2013 / International Monetary Fund, Publication Services, Washington, U.S.A. –2013. – 93 p.
3. Global Financial Stability Report: Old Risks, New Challenges (April 2013) / International Monetary Fund, Publication Services, Washington, U.S.A. –2013. – 169 p.
4. BIS Quarterly Review: March 2013 / Bank for International Settlements. – 2013. – 85 p.
5. Price stability: why is it important for you? / European Central Bank. – 2011. – 80 p.
6. The international role of the euro / European Central Bank. – 2012. – 81 p.
7. The Monetary Policy of The ECB / European Central Bank. – 2011.– 161 p.
8. The European Central Bank, The Eurosystem, The European System of Central Banks / European Central Bank. – 2011. – 36 p.
9. <http://www.imf.org>.
10. <http://www.economist.com>.

Стаття надійшла до редакції 05.05.2013