

РОЛЬ ГЛОБАЛЬНИХ ЧИННИКІВ У ФОРМУВАННІ КОН'ЮНКТУРИ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

Є. Андрущак, Д. Козак

*Львівський національний університет імені Івана Франка
79008 м. Львів, просп. Свободи, 18*

У статті проведено оцінку ролі глобальних чинників у формуванні кон'юнктури фінансового ринку України. Зроблено спробу розширити коло вивчення важливих індикаторів, що визначають рівень розвитку фінансового ринку України. Аналіз, проведений на основі даних за 2008 – 2018 роки, виявив певні взаємозв'язки та тенденції факторних та результативних показників за допомогою коефіцієнта кореляції Фехнера, який можна застосовувати щодо статистичних величин, які не мають нормального закону розподілу. Досліджено взаємозв'язки тіньової економіки з зовнішнім боргом України. Встановлено, що існує взаємозв'язок між процентними ставками в Україні і рівнем тіньової економіки згідно з яким, із зменшенням процентних ставок підприємствам стає вигіднішим працювати в правовому полі і офіційно сплачувати податки. Проаналізовано вплив на рівень процентних ставок в Україні ставки LIBOR та інших глобальних чинників світової економіки.

Ключові слова: фінансовий ринок, державний борг, зовнішній борг, управління державним боргом, облікова ставка, валовий внутрішній продукт, інвестиції, тіньова економіка.

Вступ. Інтеграційні процеси між державами виступають об'єктивними ознаками сучасної світової економіки. Фінансові ринки в умовах глобалізації є основою функціонування світової економіки, оскільки вони забезпечують свободу руху капіталів та інших фінансових об'єктів у світовому масштабі. Міжнародна інтеграція визначає напрями економічного розвитку всіх країн світу, дає можливість поєднати національні фінансові ринки для прискорення світового економічного розвитку.

Постановка завдання. Метою дослідження є визначення основних глобальних індикаторів і чинників, що впливають на формування фінансового ринку України в умовах значної тінізації національної економіки та аналіз характеру виявлених взаємозв'язків.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Різним аспектам оцінки ролі глобальних чинників у формуванні фінансового ринку України приділяють увагу відомі вітчизняні вчені: Є. Алімпієв, С. Аржевітін, Б. Бричка, Г. Башнянин, А. Гальчинський, А. Гриценко, О. Дзюблюк, К. Касянок та інші. Однак, не всі площини цієї проблеми з'ясовано і обґрунтовано, тому виникає потреба продовження дослідження існуючих взаємозв'язків і закономірностей.

Результати. Сучасний стан розвитку національного фінансового ринку України свідчить про недостатній рівень його інтегрованості в глобальні фінансові процеси. В Україні незавершена низка ринкових інституційних перетворень, високий рівень втручання державних органів у фінансово-господарську діяльність та їхня корумпованість, нерозвиненість ринкової інфраструктури, високий рівень тінізації економіки.

Важливою загрозою національній безпеці в економічній сфері загалом, і для фінансового ринку зокрема, згідно закону України «Про основи національної безпеки України» є «тінізація» національної економіки. Тіньову економіку необхідно брати до уваги при проведенні грошово-кредитної політики, її вплив необхідно враховувати при визначенні ВВП. Зі зростанням рівня тіньової економіки стає більше неясних активів у банківській системі, починається виведення активів зі системи, падає довіра населення до банків через непрозорість самих структур [7].

За розрахунками Міністерства фінансів, у 2018 році інтегральний показник рівня тіньової економіки в Україні (у % від обсягу офіційного ВВП) становив 30%, що на 2 відсоткові пункти менше за показник 2017 року і є найнижчим починаючи з 2009 року [5]. Метод оцінки тіньового ВВП полягає в тому, що в економіці існує деяке оптимальне співвідношення між коефіцієнтами еластичності макрофакторів виробничої функції Кобба-Дугласа – працею та капіталом, які характеризують розподіл доходів, що підкоряється закономірності ряду чисел Фібоначчі (0,382 – при затратах праці; 0,618 – при затратах капіталу) [8, с.22].

Зростання тіньової економіки є наслідком зростання державного зовнішнього боргу. Тобто, чим більший борг держави перед іноземними суб'єктами, тим більше господарських операцій відбувається «в тіні». Поясненням цього в Україні може бути непрозорий характер державних видатків, що фінансуються за рахунок запозичень.

Дослідження зовнішнього боргу України дозволяє проаналізувати загальний обсяг заборгованості за всіма наявними зобов'язаннями, які мають бути сплачені боржниками, і які є зобов'язаннями резидентів конкретної економіки перед нерезидентами. Іншими словами, це загальна заборгованість держави за зовнішніми позиками і невиплаченими за ними відсотками. За даними Міністерства фінансів, станом на 31 грудня 2018 року державний та гарантований державою борг України становив 2168 млрд грн, або 78,32 млрд дол. Державний борг України – 1860 млрд грн (85,8 % від загальної суми державного та гарантованого державою боргу), або 67,19 млрд дол. Гарантований державою борг України – 308,13 млрд грн (14,2 %), або 11,13 млрд дол. Значення цих показників наведені у табл. 1.

Таблиця 1

Зовнішній борг України, в млн дол США

Рік	Сектор загального державного управління	Центральний банк	Інші депозитні корпорації	Інші сектори	Прямі інвестиції: міжфірмовий борг	Валовий зовнішній борг
2013	29 922	1 775	22 555	76 642	11 185	142 079
2014	32 884	2 176	18 752	62 228	9 257	125 297
2015	35 959	6 743	12 823	53 581	8 562	117 668
2016	36 495	6 242	8 966	52 207	8 614	112 524
2017	38 886	7 438	6 228	53 347	9 552	115 451
2018	40 128	7 938	5 797	51 430	9 414	114 707
Середні значення за 2008 – 2018 рр.	35 712	5 385	12 520	58 239	9 431	121 288

Побудовано автором за даними Міністерства фінансів України

Станом на початок березня виплати за зовнішнім державним боргом у першому кварталі 2019 року оцінюються у 32,52 млрд грн, у другому – 50,9 млрд грн, у третьому – 58,73 млрд грн і у четвертому – 10,38 млрд грн. У 2019 – 2020 роках планові валютні виплати з відсотками становитимуть \$ 17 млрд. Тому ключовий виклик на 2020 рік – рефінансування зовнішніх та внутрішніх зобов'язань без дефолту. Графік виплат є доволі напруженим. Якщо Україна не зможе виконати умови міжнародних кредиторів, ризик нестачі фінансування суттєво збільшиться.

Державний борг здійснює вплив на економіку країни. Він пов'язаний з обліковою ставкою та курсом НБУ. Спостерігаючи за динамікою зміни відношення зовнішнього боргу до ВВП й курсом НБУ (табл. 2), можемо побачити, що їх тенденції до змін подібні, а саме: значний приріст частки боргу у ВВП у 2008 – 2009 рр. відповідає підвищенню курсу долара з 5 до 8 грн /дол; стрибок долара з 8 до 25 – 26 грн/дол. відповідає підвищенню боргу в 2013 – 2015 рр. Ці зміни впливають на облікову ставку, динаміка якої також збігається з попередніми показниками [5].

Існує взаємозв'язок процентних ставок в Україні, зокрема облікової, як еталонного показника, і рівня тіньової економіки в Україні. Зі зменшенням процентних ставок підприємствам стає вигіднішим працювати в правовому полі і офіційно сплачувати податки, відповідно частка тіньової економіки в загальній структурі економіки України зменшується. До кінця 2021 року за умов досягнення інфляційного таргету, який встановлений на рівні 5%, НБУ планує знизити облікову ставку до 8%. Це дає змогу припускати, що рівень тіньової економіки теж знизиться.

Таблиця 2

Динаміка показників ВВП України, зовнішнього боргу, облікової ставки НБУ та офіційного курсу НБУ протягом 2008 – 2018 рр.

Рік	ВВП, млн грн	Зовнішній борг (млн грн)	Облікова ставка НБУ	Офіційний курс, UAH / 100 USD
2008	948056,00	86023,00	10,25	770,00
2009	913345,00	135926,00	7,75	800,12
2010	1082569,00	181813,00	7,75	794,00
2011	1316600,00	195806,00	7,50	798,97
2012	1408889,00	208919,00	6,50	799,30
2013	1454931,00	223016,00	14,00	799,30
2014	1566728,00	486027,00	22,00	1615,78
2015	1979458,00	826270,00	14,00	2515,18
2016	2383182,00	980185,00	14,50	2711,90
2017	2982920,00	1080310,00	15,50	2806,70
2018	3558706,00	1397217,00	18,00	2720,05
Середні значення за 2008 – 2018 рр.	1781399,00	527410,20	12,52	1557,39

Побудовано автором за даними Міністерства фінансів України та НБУ

На рівень процентних ставок в Україні безумовно впливають ставки зовнішніх фінансових ринків. Динаміка досліджених у роботі зовнішніх показників представлена у табл. 3.

На тлі підвищення ставки LIBOR в Україні спостерігалось у докризових 2004 – 2007 рр. поступове зниження процентної ставки за кредитами, тоді як із початком світової фінансової кризи (осінь 2008 р.) подорожчання вітчизняних кредитних ресурсів поєднувалось з виразною тенденцією до зниження їх вартості на світовому

фінансовому ринку. Зауважена асиметрія заперечує інтуїтивно зрозуміле припущення щодо прямого зв'язку між процентними ставками внутрішнього і зовнішнього фінансових ринків. Вартість кредитних ресурсів в Україні є пропорційною до змін ставки LIBOR, щоправда із значним часовим запізненням. Таким чином причини асиметричної динаміки обох показників слід шукати у впливі інших незалежних чинників: премія за ризик, оскільки Україна належить до країн із доволі високим рівнем ризику; інфляційна інерція, що стримує процентну ставку на високому рівні; контроль потоків капіталу для стримування дестабілізуючого впливу процесів припливу і відпливу капіталу; зміна облікової ставки НБУ.

Таблиця 3

Динаміка показників ставки LIBOR USD, облікової ставки ФРС, чистого притоку ПІІ в США та глобального ВВП протягом 2008 – 2018 рр.

Рік	Ставка LIBOR USD, річна, %	Облікова ставка ФРС США, %	Прямі іноземні інвестиції США, чистий притік, в млрд дол США	Глобальний ВВП, в трлн дол США
2008	4,18	3,50	332,73	64,39969
2009	2,02	0,25	153,78	63,27867
2010	0,99	0,25	259,34	66,03639
2011	0,78	0,25	257,41	68,11754
2012	1,13	0,25	250,35	69,83508
2013	0,84	0,25	288,13	71,68793
2014	0,58	0,25	237,65	73,72538
2015	0,63	0,25	506,16	75,83419
2016	1,17	0,50	479,32	77,79677
2017	1,68	0,75	348,67	80,25010
2018	2,11	1,50	600,32	83,77935
Середні значення за 2008 – 2018 рр.	1,46	0,72	337,62	72,24919

Побудовано автором за даними офіційних сайтів Лондонської міжбанківської ставки LIBOR, БМР та МВФ

Оскільки облікова ставка в Україні значно перевищує значення ставки LIBOR, то очевидно існує залежність від інших внутрішніх та зовнішніх чинників [4]. За допомогою кореляційного аналізу на основі показника Фехнера, ми констатуємо слабкий обернений зв'язок між показниками ставки LIBOR USD і обліковою ставкою НБУ. Коефіцієнт кореляції Фехнера для цієї залежності становить -0,09 (рис. 1).

Водночас, за допомогою кореляційного аналізу на основі коефіцієнта кореляції Фехнера, ми виявили більш суттєвий вплив ставки LIBOR USD на державний зовнішній борг України. Коефіцієнт кореляції Фехнера для цієї залежності становить 0,27, а з часовим лагом 4 роки він зростає до 0,40. Це пояснюється можливостями та інтересами зарубіжних кредиторів: зі зростанням світового ВВП збільшується ресурсна база глобального кредитного ринку, а зростання ставки LIBOR підвищує дохідність відповідних кредитних операцій. Однак, залучення ресурсів за високими процентними ставками, яке має місце на практиці, не відповідає національним інтересам України.

У свою чергу, на ставку LIBOR USD впливає облікова ставка ФРС. Після підвищення ставки ФРС відбувається підвищення ставки LIBOR, і навпаки. Але, на

відміну від щоденного оновлення LIBOR, облікова ставка оголошується ФРС один раз у 5 тижнів [4].

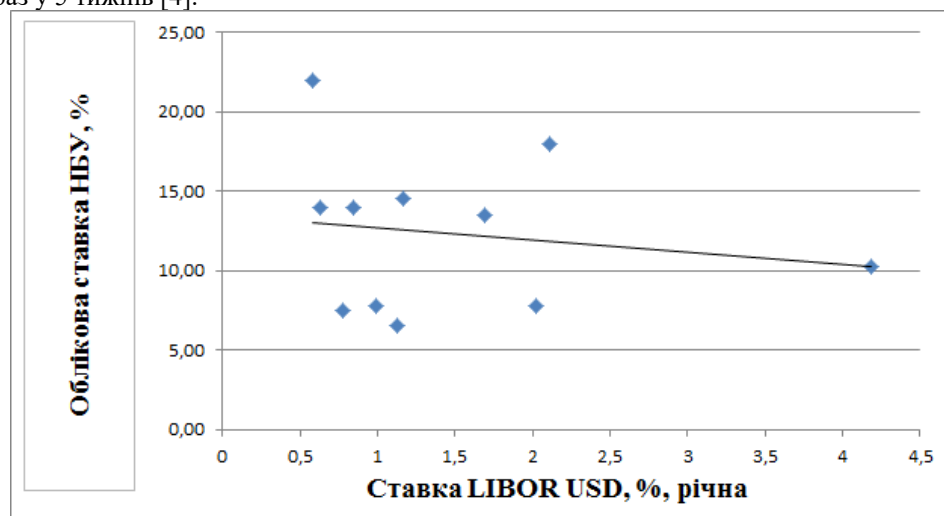


Рис. 1. Залежність облікової ставки НБУ від ставки LIBOR USD

Значення коефіцієнта кореляції Фехнера становить 0,81, що свідчить про сильну пряму залежність (рис. 2).

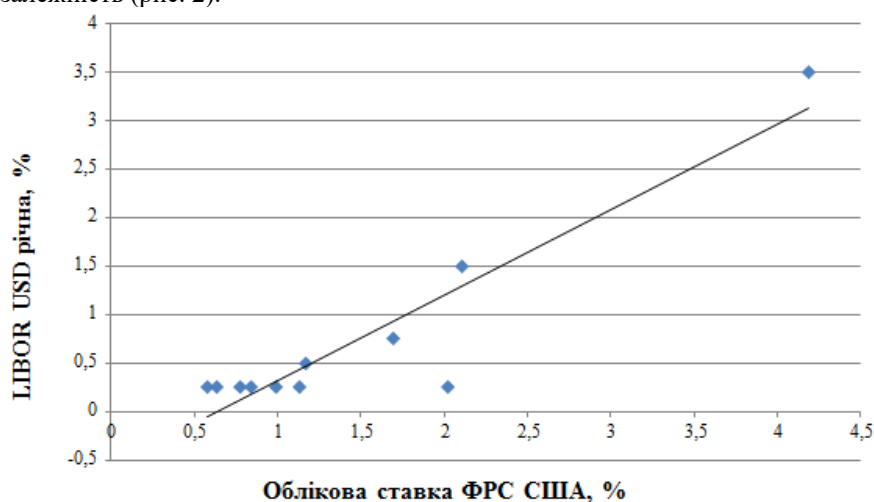


Рис. 2. Залежність ставки LIBOR USD від облікової ставки ФРС США

Розповсюдженою є думка, що на обсяг прямих іноземних інвестицій США безпосередньо впливає грошово-кредитний сектор, а саме встановлення облікової ставки Федеральною Резервною системою. Так, підвищення облікової ставки стимулює надходження іноземних інвестицій до країни, а зниження призводить до відпливу капіталу туди, де мають місце вищі відсоткові ставки. Разом з тим,

перевірка відповідних гіпотез за допомогою кореляційного аналізу виявила інший характер зв'язку, який вказує на значну роль реального сектора у зміні ситуації на фінансовому ринку.

За допомогою кореляційного аналізу на основі коефіцієнта кореляції Фехнера, ми виявили прямий зв'язок між прямими інвестиціями в США та обліковою ставкою ФРС США. Коефіцієнт кореляції Фехнера для цієї залежності становить 0,45 (рис. 3).

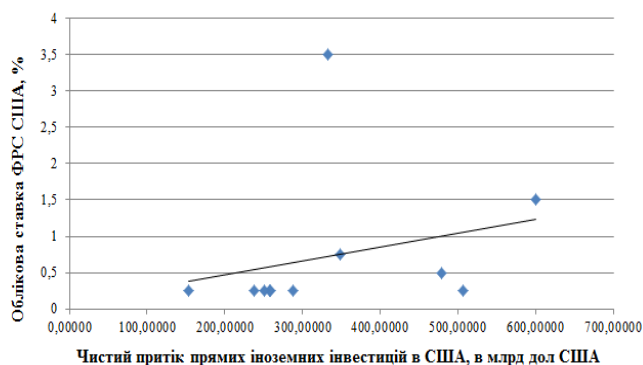


Рис. 3. Залежність облікової ставки ФРС від чистого притоку прямих іноземних інвестицій в США

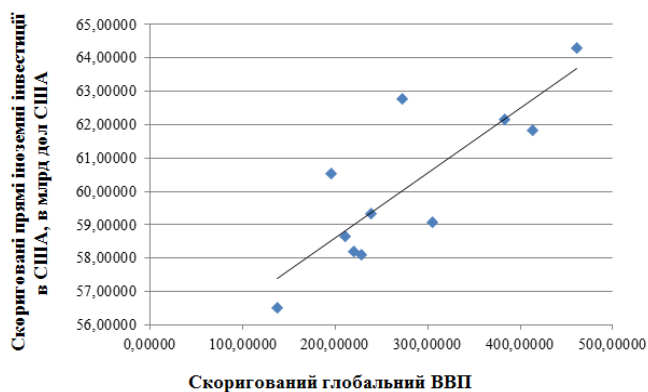


Рис. 4. Залежність притоку прямих іноземних інвестицій в США від скоригованого глобального ВВП

формі кредитів за низькими ставками, навчання персоналу. Станом на 2018 рік в економіку США інвестували понад 100 країн світу, однак лідируючі позиції належать міжнародним інвестиціям з невеликої групи розвинутих країн. Найбільшими інвесторами США протягом 2000 – 2018 років є Великобританія, Японія, Німеччина, Нідерланди, Канада, Франція, Швейцарія та Люксембург. Іноземні інвестиції надходять у всі галузі економіки та у всі штати [3]. У свою чергу, на обсяг прямих іноземних інвестицій впливає глобальний ВВП, зростання якого стимулює заощадження суб'єктів господарювання, що набувають форми інвестицій. За допомогою кореляційного аналізу на основі показника Фехнера, ми виявили високий прямий

Сьогодні загальноприйнятим є той факт, що прямі іноземні інвестиції відіграють вирішальну роль у економічному розвитку країн і сприяють економічному зростанню через, наприклад, загальний ріст продуктивності факторів виробництва. У США вживають багато заходів для залучення іноземних інвестицій на рівні штатів, між якими навіть існує своєрідна конкуренція зі створення більш привабливих умов для іноземних інвесторів. У переліку таких заходів найбільш часто використовується, наприклад, звільнення іноземних інвесторів від місцевих податків на нерухомість, податку на прибуток, який спрямовується на капіталовкладення. Багато штатів також пропонують фінансове сприяння у

зв'язок між скоригованим глобальним ВВП і прямими іноземними інвестиціями в США. Коефіцієнт кореляції Фехнера для цієї залежності становить 0,81 (рис. 4).

Висновки. Таким чином, за результатами дослідження були виявлені основні індикатори і чинники, що впливають на формування кон'юнктури фінансового ринку України, а також їх взаємозалежності. За допомогою коефіцієнта кореляції Фехнера визначено вагому пряму залежність між обраними макроекономічними показниками і показниками фінансового ринку України.

Зі зменшенням процентних ставок підприємствам стає вигіднішим працювати в правовому полі і офіційно сплачувати податки, відповідно частка тіньової економіки в загальній структурі економіки України зменшується. Державний зовнішній борг прямо впливає на рівень тіньової економіки, через непрозорий характер видатків державного бюджету, що фінансуються за рахунок запозичень. Вартість кредитних ресурсів в Україні є пропорційною до змін ставки LIBOR, що правда із значним часовим запізненням, оскільки залежить від ставки LIBOR опосередковано, через зміни зовнішнього державного боргу та рівня тіньової економіки України.

1. Бричка Б. Б. Суть, цілі та типи грошово-кредитної політики / Б. Б. Бричка // Гроші, фінанси та кредит. – 2019. – № 40. – С. 182 – 186.
2. Державна служба статистики України [Електронний ресурс] : [Веб-сайт]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.
3. Касянок К. Г. Міжнародний досвід залучення прямих іноземних інвестицій в умовах фінансових дисбалансів / К. Г. Касянок // Науковий вісник Ужгородського національного університету. – 2018. – №18. – С. 38 – 44.
4. Лондонська міжбанківська ставка LIBOR [Електронний ресурс] : [Веб-сайт]. – Режим доступу: <https://www.global-rates.com/interest-rates/libor/libor.aspx>.
5. Міністерство фінансів України [Електронний ресурс] : [Веб-сайт]. – Режим доступу: <https://minfin.com.ua/>
6. Національний банк України [Електронний ресурс] : [Веб-сайт]. – Режим доступу: <https://www.bank.gov.ua>.
7. Тіньова економіка в Україні: причини та шляхи подолання [Електронний ресурс] : [Веб-сайт]. – Режим доступу: http://icps.com.ua/assets/uploads/files/t_povaekonom_kaukra_ni.pdf
8. Харазішвілі Ю.М. Світло і тінь економіки України: резерви зростання і модернізації / Ю. М. Харазішвілі // Економіка України. – 2017. – № 4. – С. 22 – 24.

References

1. Brychka, B. B. (2019). Sut, tsili ta typu hroshovo-kredytnoyi polityky [The essence, goals and types of monetary policy]. Hroshi, finansy ta kredyt – Money, finance and credit, 40, 182-186 [in Ukrainian].
2. Derzhavna sluzhba statystyky Ukrayiny: Veb-sayt [State Statistics Service of Ukraine: Website]. www.ukrstat.gov.ua. Retrieved from <http://www.ukrstat.gov.ua> [in Ukrainian].
3. Kasyanok, K. H. (2018). Mizhnarodnyy dosvid zaluchennya pryamykh inozemnykh investytsiy v umovakh finansovykh dysbalansiv [International experience of attracting foreign direct investment in conditions of financial imbalances]. Naukovyy visnyk Uzhhorodskoho natsionalnoho universytetu – Scientific Bulletin of Uzhgorod National University, 18, 38 – 44 [in Ukrainian].
4. Londonska mizhbankivska stavka LIBOR: Veb-sayt [London Interbank LIBOR Rate Website]. www.global-rates.com. Retrieved from <https://www.global-rates.com/interest-rates/libor/libor.aspx>.

5. Ministerstvo finansiv Ukrainy: Veb-sayt [Ministry of Finance of Ukraine: Website. minfin.com.ua. Retrieved from: <https://minfin.com.ua/> [in Ukrainian].
6. Natsionalnyy bank Ukrainy: Veb-sayt [National Bank of Ukraine : Website]. www.bank.gov.ua. Retrieved from <https://www.bank.gov.ua> [in Ukrainian].
7. Tinova ekonomika v Ukraini: prychny ta shlyakhy podolannya: Veb-sayt [The Shadow Economy in Ukraine: Causes and Ways to Overcome: Website]. icps.com.ua. Retrieved from http://icps.com.ua/assets/uploads/files/t_novaekonom_kaukra_ni.pdf [in Ukrainian].
8. Kharazishvili, Yu. M. (2017). Svitlo i tin ekonomiky Ukrainy: rezervy zrostannya i modernizatsiyi [The Light and Shadow of the Ukrainian Economy: Reserves of Growth and Modernization]. *Ekonomika Ukrainy – Economy of Ukraine*, 4, 22 – 24.

THE ROLE OF GLOBAL FACTORS IN FINANCIAL MARKET OF UKRAINE CONJUNCTURE FORMATION

Ye. Andrushchak, D. Kozak

Ivan Franko National University in Lviv, Svobody Ave., 18. UA-79008 Lviv, Ukraine

In this article there was assessed the role of global factors in financial market of Ukraine conjuncture formation. There is made an attempt to broaden the examination of range of important indicators that determine the development level of financial market of Ukraine. The analysis undertaken on the basis of data over the course of 2008-2018 determined certain interconnections and tendencies of factor and performance indicators using the Fechner correlation coefficient, which can be used to statistic values that don't have the normal law of distribution. There were investigated interconnections of underground economy with external debt of Ukraine. The increase of external national debt of Ukraine is the important factor of national economy shadowing. The major number of economic operations being proceeded within shadow economy are the direct consequence of nation's debt to foreign entries. To the main factors that cause the national economy shadowing can be included the absence of fully featured market environment, systemic deficiencies of tax policy, high corruption level and incompetence of public officials, instability of entrepreneurial climate and insufficient protection of investors, hard political situation. It was detected that there is an interconnection between interest rates in Ukraine and underground economy level, according to which, while interest rates are reduced, it becomes more profitable for enterprises to work within a legal field and to pay taxes officially. There was examined a impact of LIBOR rate on interest rates level in Ukraine and other global factors of world economy. It is found that the refinancing rate in Ukraine considerably overstates the LIBOR rate value. It is clear that it is dependent on other internal and external factors. Moreover, with the help of correlation analysis based on Fechner correlation coefficient, it is found the significant influence of LIBOR USD rate on external national debt of Ukraine. It is explained by possibilities and interests of foreign creditors: with the world GDP increase grows the resource base of global credit market, and the increase of LIBOR rate raises the profitability of relevant credit operations. However, the fundraising at high interest rates that takes place in practice, doesn't meet the national interests of Ukraine. The results of the study can contribute to more accurate and detailed analysis of interdependence between national economy rates and world financial indicators.

Keywords: financial market, public debt, external debt, public debt management, refinancing rate, gross domestic product, investments, underground economy.