

Література

1. Александр Мертен С. Венчурные фонды и венчурные инвестиции как это работает / Александр Мертенс // Финансовый директор. — 2005. — №1. — С. 35—37.
2. Гулькін П. Венчурний капітал, фінансування і бізнес: семантика, історія та еволюція / Гулькін П. // Фінансовий ринок України. — 2008. — №2. — С. 11—15.
3. Доповідь Кабінета Міністрів України «Про стан та розвиток інформатизації в Україні за 2009 рік». — К. : Парлам. видавництво, 2009.
4. Сербина І. М. Фінансове забезпечення інноваційної діяльності: теоретичні і практичні аспекти / Сербина І. М. // Інвестиції: практика та досвід. — 2009. — №7. — С. 23—27.
5. Олександр Романішин. Перспективи розвитку венчурних фондів в Україні як джерела фінансування інноваційної діяльності підприємств / Олександр Романішин // Наука молода. — Тернопіль : Наукова думка, 2004. — №2. — С. 54—59.
6. EVCA - European Venture Capital Association [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://www.evca.com/html/PEindustry/lossary.asp?action=search&ietter=no>.
7. Українська асоціація фахівців інформаційних технологій [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://uaitp.org.ua/>

УДК 330.142.1 (439) : 165.192 (477)

Юлія Шаповал *

ЛІБЕРАЛІЗАЦІЇ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРА УГОРЩИНИ: УРОКИ ДЛЯ УКРАЇНИ

ЛИБЕРАЛИЗАЦИИ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА ВЕНГРИИ: УРОКИ ДЛЯ УКРАИНЫ

LIBERALIZATION OF THE FINANCIAL SECTOR IN HUNGARY: LESSONS FOR UKRAINE

***Анотація.** Проаналізовано досвід Угорщини із впровадження реформ у напрямку відкриття рахунку операцій з капіталом. Виявлено особливості підходу уряду Угорщини до лібералізації та наслідки політики залучення ПІІ. Визначено умови та послідовність проведення лібералізації руху капіталу в Україні.*

***Аннотация.** Проанализировано опыт Венгрии по внедрению реформ в направлении открытия счета операций с капиталом. Выявлены характерные особенности подхода правительства Венгрии к либерализации и последствия политики привлечения ПИИ. Определены условия и последовательность проведения либерализации в Украине.*

***Abstract.** The experience of Hungary concerning implementation of reforms in the direction of capital account opening. The main features of the Hungarian government's approach to liberalization and consequences of FDI attraction policy are revealed. The terms and sequence of liberalization in Ukraine are determined.*

Обмеження на рух капіталу були поширені в багатьох країнах світу, особливо під час економічних депресій. Останні ж два десятиліття характеризуються безперервним пом'якшенням контролю за рухом капіталу і більшість країн вже повністю відкрила свої рахунки операцій з капіталом.

Завдяки фінансовій допомозі від СБ і МВФ, багато країн, що розвиваються, в свій час реалізували економічні реформи, щоб забезпечити розвиток приватного сектора. Фінансова лібералізація стала важливим компонентом цих реформ.

Лібералізація рахунку операцій з капіталом є однією з реформ, яку Україні доведеться реалізувати в найближчому майбутньому в контексті імплементації Угоди про асоціацію між Україною та ЄС. Тому постає завдання дослідження досвіду лібералізації фінансового сектора інших країн, що вже приєдналися до ЄС.

У своєму підході до відкриття рахунку операцій з капіталом досвід уряду Угорщини є корисним, оскільки ця країна приступила до лібералізації з високим зовнішнім боргом, низькими валютними резервами та значними макроекономічними диспропорціями.

До 1995 р. в основному проводилася поступова лібералізація операцій поточного рахунку (до середини 2001 р.) (табл.1 і 2). Угорщина офіційно приєдналася до ОЕСР у грудні 1993 р., але до

* **ШАПОВАЛ Юлія Ігорівна / Юлия ШАПОВАЛ / Yuliya SHAPOVAL** — аспірантка, м.н.с. відділу грошово-кредитних відносин ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України», e-mail: shapovaljulia@ukr.net

1995 р. було досягнуто незначний прогрес у лібералізації рахунку операцій з капіталом [3]. Про це вказує той факт, що значний приплив чутливого до процентної ставки та спекулятивного капіталу в другій половині 1995 р. було ефективно стерилізовано без різкого погіршення стану поточного рахунку чи кредитної експансії.

Після 1995 р. було розпочато поступове скасування обмежень на відплив капіталу та було лібералізовано приплив короткострокового капіталу, портфельних інвестицій окрім операцій нерезидентів на ринку короткострокових державних цінних паперів, а також форвардному та інших деривативних ринках. Крім того, було заборонено кредитування нерезидентів у форинтах. Загалом, ці заходи виявилися досить вдалим в періоди спекулятивних атак.

В 1996 р. було лібералізовано операції із випуску та продажу нерезидентам цінних паперів з початковим терміном погашення більше одного року. У січні 1996 р. лібералізація поширилася на цінні папери з іншими термінами погашення (один рік або більше). Поступове ослаблення валютних обмежень, що залишилися, відбулося до червня 2001 р., коли відбулася повна лібералізація. Завдяки акту ХСІІІ 2001 р. щодо валютної лібералізації (the Liberalization Act) було скасовано всі інші валютні обмеження (короткострокові валютні кредити нерезидентів резидентам; короткострокові позики нерезидентів в іноземній і національній валюті резидентам; продаж і купівля акцій та облігацій країн, що не є членами ОЕСР; продаж і купівля короткострокових інструментів країн ОЕСР). У 2001 р. було розширено коридор коливань обмінного курсу форинта з $\pm 2,5$ до ± 15 %, а у лютому 2008 р. відбувся перехід до режиму вільно плаваючого обмінного курсу [3].

Таблиця 1

ХРОНОЛОГІЯ ЗАХОДІВ ІЗ ЛІБЕРАЛІЗАЦІЇ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРА УГОРЩИНИ

до 1993	— скасування контролю за процентними ставками (підприємств в 1987 р., домогосподарств в 1991–1992 рр.); — дозволено відкривати депозити на іноземних рахунках з необхідністю попереднього схвалення в деяких випадках (заборонено юридичним особам-резидентам тримати депозити на іноземних рахунках); — резидентам заборонено проводити операції із овердрафтом в іноземній валюті
1993	дозволено зберігати прибуток від нелібералізованої діяльності на рахунках нерезидентів як неконвертовані у форинт кошти, те ж саме стосується видачі кредиту нерезидентам
01.1998	розширено підстави для відкриття рахунків в іноземній валюті резидентами і нерезидентами
11.1997	дозволено довгострокове кредитування нерезидентів
01.1999	визначено диференціальні резервні вимоги короткострокових кредитів для нерезидентів (скасовано 07.2001)
01.2001	дозволено кредитування нерезидентів ОЕСР більш ніж на 1 рік
06.2001	лібералізовано короткострокове кредитування

Джерело: складено на підставі [4]

Таблиця 2

ЗАХОДИ ІЗ ЛІБЕРАЛІЗАЦІЇ РАХУНКУ ОПЕРАЦІЙ З КАПІТАЛОМ В УГОРЩИНІ

03.1992	Угода про асоціацію з ЄС (щодо торгівлі) та 02.1994 (повна)
05.1996	членство в ОЕСР
3 1990	кошик валют складається з 11 валют
12.1991	регульована прив'язка до USD кошику
05.2001	розширено коридор коливань обмінного курсу угорського форинта (± 15 %)
01.1991	скасовано реєстрацію ПІІ через акціонерне підприємство
01.1991	дозволено запозичення за кордоном, але є вимоги щодо звітності; потрібен дозвіл Національного банку Угорщини на операції з короткостроковим капіталом
01.1996	дозволено проводити операції з інвестування за кордон (інвестиції в розмірі більше ніж 10 % капіталу компанії) з деякими умовами; скасовано контроль за припливом ПІІ
05-06.2001	повна лібералізація: розширено підстави для відкриття рахунків резидентами і нерезидентами, лібералізовано відплив ПІІ

Джерело: складено на підставі [4]

Отже, Угорщина застосувала поступовий підхід до лібералізації рахунку операцій з капіталом: спочатку було лібералізовано ППІ. Лібералізація ж портфельних інвестицій була розпочата в середині 1990-х у контексті приєднання до ОЕСР.

У 1990-х роках Угорщина отримала найбільший приплив ППІ серед колишніх постсоціалістичних країн з перехідною економікою. Проникнення іноземних фірм (значна частка іноземних компаній в економіці Угорщини) стало одним з найінтенсивніших у світі. Угорщина залучала ППІ як через приватизацію державних підприємств (а країни-конкуренти розпочали приватизацію через 4–5 роки), так і через інвестиції іноземних ТНК в експортно-орієнтоване виробництво (особливо автомобільну галузь, сферу електроніки).

Той факт, що Угорщина була першою країною Центральної та Східної Європи, яка відкрила свою економіку для ППІ, принесло недоліки та переваги.

Приватизація в основному неефективних державних підприємств призвела до значно нижчих доходів у порівнянні з іншими країнами, які розпочали приватизацію на пізнішому етапі і які продавали в основному рекапіталізовані, реструктуризовані підприємства.

У той же час, в умовах обмеженості національних заощаджень ППІ стали головним драйвером нагромадження капіталу та реструктуризації промисловості. У результаті значного припливу ППІ було створено багато нових компаній (більшість з яких за допомогою передових технологій). При наявності великих експортно-орієнтованих іноземних інвесторів, експорт швидко зростає (сплеск експорту машин в основному для ринків у країни ЄС-15) та його структура кардинально змінилася [5].

Якщо на початку 1990-х рр. іноземні інвестори спрямовували кошти у виробничий сектор, то починаючи з 1995 р. сфера послуг стала важливішою. Це відбулося в основному за рахунок послідовності проведення приватизації, яка була розпочата із галузей виробництва, а потім була поширена на сферу державних послуг. Автомобільна промисловість стала однією із основних галузей угорської економіки, що залучала ППІ (іноземні інвестори майже повністю контролювали сектор, тримаючи близько 95 % від сукупного капіталу цього сектора). У період до 2001 р. було залучено суб'єктами бізнесу більш ніж 60 % контрактів у Центральній і Східній Європі на виробництво електроніки. В результаті, у 2001 р. частка іноземної власності в секторі електроніки досягла 84 % (аналогічна ситуація склалася і у фармацевтичному секторі) [5, с. 70].

Щодо змін у структурі ППІ, то з 1996 р. в Угорщині спостерігалось падіння частки інвестицій в акціонерний капітал («нові» ППІ) і відповідне зростання частки реінвестованих доходів і позик між компаніями («додаткові» ППІ), що склали більше половини загального припливу ППІ [5].

У період 1997–2000 рр. реінвестовані доходи іноземних компаній як форми припливу іноземного капіталу становили значну частку всіх капітальних інвестицій.

Однак, інвестиційні переваги Угорщини 1990-х років були значною мірою нівельовано (спостерігалось збільшення заробітної плати, що не було пов'язано зі зростанням ефективності). Крім того, коли закінчився процес приватизації (1997 рік був останнім роком), частка ППІ, пов'язаних з приватизацією, істотно знизилася. Тому, ТНК перенесли деякі види економічної діяльності на Схід.

Підхід Угорщини до політики залучення ППІ зазнав змін.

Хоча уряд Угорщини як і раніше успішно стимулює ППІ в експортоорієнтовану продукцію (зокрема, автомобільну), однак з 2010 р. введено податки, які в основному і вплинули на іноземних гравців. Уряд прийняв ряд податкових змін для підвищення регіональної конкурентоспроможності Угорщини. Тим не менш, Угорщина також впровадила ряд так званих «кризових податків», щоб зменшити свій дефіцит бюджету (Угорщина перебувала під процедурою ЄС EDP з 2004 р., коли вона приєдналася до ЄС). Ці податки, разом з іншими заходами регулювання, були направлені на банківські операції, енергетику, телекомунікації та операції великої роздрібної торгівлі [2, с. 1]. У 2014 р. парламент схвалив ряд нових податків, що стягуються по конкретних секторах. Угорщина, як і раніше, проводить лібералізацію, але втручання уряду викликало деяке занепокоєння непередбачуваністю податкового режиму серед інвесторів зазначених галузей.

Сьогодні угорське законодавство дозволяє репатріацію прибутку та реінвестування. Терміни для грошових переказів, як правило, менше ніж 30 днів (табл. 3).

Отже, поворотним моментом у лібералізації угорської економіки був процес приватизації, який, у свою чергу, призвів до припливу капіталу. Угорщина отримала найбільші обсяги ППІ серед усіх держав регіону, що найбільше вплинули на розвиток зовнішньої торгівлі і зростання експорту. Крім того, у 1999–2000-х роках значна розбіжність у розвитку регіонів (з 1996 р. центральні та західні частини Угорщини отримували значні припливи ППІ, в той час як північні регіони, куди ППІ щойно почали надходити, характеризувались високим безробіттям і повільними темпами зростання) була зменшена.

Лібералізація руху капіталу не призвела до серйозних макроекономічних проблем в Угорщині, оскільки була проведена поступово (1995 р. – середина 2001 р.).

**ВПРОВАДЖЕННЯ СТРУКТУРНИХ РЕФОРМ ЩОДО БАР'ЄРІВ ПП,
СТАНОМ НА ТРАВЕНЬ 2015 р.**

Країна	Оцінка, %
Естонія	>75
Латвія	<75
Чехія	>75
Угорщина	<75
Польща	<75
Словаччина	<75
Словенія	>75
Туреччина	<75
EU15	<75
Росія	<25
Україна	<25

Джерело: складено на підставі [1]

Заходи із лібералізації були запроваджені згідно рекомендацій МВФ і ЄС з метою зближення рівня інфляції Угорщини з рівнем єврозони. У спробі радикально скоротити інфляцію було прийнято рішення про перехід до режиму інфляційного таргетування, розширення валютного коридору (хоча було посилено заходи з контролю за рухом капіталу). Розширення валютного коридору без відповідних інтервенцій центрального банку призвело до девальвації форинта у 2001–2002 рр.

Таким чином, лібералізація рахунку операцій з капіталом в Угорщині була впроваджена із застосуванням контролю, з коригуванням потенційно дестабілізуючих макроекономічних ефектів.

Оскільки економічні умови України та Угорщини на початку переходу до лібералізації руху капіталу є схожими (макроекономічні диспропорції, високий зовнішній борг, дефіцит державного бюджету), варто враховувати послідовність процесу лібералізації як і в Угорщині: лібералізація методів контролю за рухом капіталу, лібералізація кредитних операцій, а згодом повна лібералізація.

Лібералізація рахунку операцій з капіталом має бути реалізована лише після того, як буде удосконалено систему регулювання банківського ринку та ринку цінних паперів. Коли ж буде покращено інституційну спроможність фінансового сектора, слід поступово скасовувати обмеження, що залишилися.

Україні слід проводити лібералізацію ПП перед лібералізацією руху інших видів потоків капіталу та лібералізацію припливу перед лібералізацією відпливу капіталу. Це пов'язано з високою інфляцією і тим, що оскільки Україна має вже гнучкий режим обмінного курсу та НБУ не має достатньо валютних резервів, її валюта і надалі буде знецінюватися, що може спровокувати раптовий відплив капіталу.

Одним із перших кроків лібералізації руху капіталу має стати скасування обмежень на репатріацію інвестованих капіталів і будь-якого прибутку, отриманого з них, оскільки нинішня заборона стримує залучення інвестицій в Україну.

Останні ж операції, які мають бути лібералізовані, це ті, що стосуються депозитних рахунків нерезидентів (в основному з причин податкового контролю).

Необхідно пом'якшити діючі обмеження (вимога обов'язкового продажу валютних надходжень у розмірі 75 %), які провокують прагнення не поспішати з перерахуванням валютної виручки в Україну. Зміни у напрямку запровадження повідомного характеру регулятора про ті чи ті транзакції (наприклад, скасування отримання ліцензій, дозволів від НБУ на надання права резидентам здійснювати валютні операції на рахунках в банках за межами України без обмежень) сприятимуть активізації руху капіталу.

Застосування обмежень окремих видів операцій з капіталом можливе, щоб виграти час для кардинальшої перебудови фінансових ринків і розробки необхідних непрямих інструментів грошово-кредитної політики. Проте захисні заходи щодо руху капіталу не можуть тривати довше 6 місяців, оскільки швидко стають неефективними після їх застосування.

Невеликі зрушення в бік лібералізації зможуть вплинути на рух потоків капіталу та внутрішні фінансові умови. Загалом заходи із лібералізації руху капіталу мають базуватися на політиці заохочення безборгового кредитування та припливів довгострокового капіталу.

В перспективі Україна матиме структуру фінансового ринку та продукти, аналогічні зарубіжним ринкам. Внутрішній фінансовий ринок стане частиною світового. Проте, фінансова відкритість не збільшить іноземні інвестиції на внутрішньому ринку, якщо це не пов'язано з реалізацією інших структурних реформ. Крім того, координація реформ на внутрішньому і зовнішніх секторів є ключовим питанням для забезпечення лібералізації руху капіталу.

Література

1. Central, Eastern, and Southeastern Europe Regional Economic Issues // May. — 2015 [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2015/eur/eng/pdf/REI0515.pdf>>
2. Department of State: 2014 Investment Climate Statement // June. — 2014.
3. Hagen, Jürgen, Iulia Siedschlag Managing Capital Flows: Experiences from Central and Eastern Europe / ADBI Discussion Paper 103. Tokyo: Asian Development Bank Institute. — 2008 [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.adbi.org/discussionpaper/2008/04/18/2527.managing.capital.flows.europe>>
4. Lúcio Vinhas de Souza Financial Liberalization and Business Cycles: The Experience of Future EU Member States in the Baltics and Central Eastern Europe / Kiel Institute for World Economics // March. — 2004. — 38 p. [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://econwpa.repec.org/eps/if/papers/0403/0403009.pdf>>
5. Sass, Magdolna (2004) : FDI in Hungary: The first mover's advantage and disadvantage // EIB Papers, Vol. 9, Iss. 2. — 62 — 90 p. [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.econstor.eu/bitstream/10419/44839/1/390945560.pdf>>.

УДК 343.352

**Наталія ЯЦУН,
Інна РЕПІНА ***

КОНТЕНТ-АНАЛІЗ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТІ АТИКРИЗОВИХ РЕФОРМ ГРУЗІЇ 2004—2012 РР.

КОНТЕНТ-АНАЛИЗ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ АНТИКРИЗИСНЫХ РЕФОРМ ГРУЗИИ 2004—2012 ГГ.

CONTENT ANALYSIS OF EFFECTIVENESS OF ANTI-CRISIS REFORMS IN GEORGIA IN 2004—2012

***Анотація.** У статті проведено огляд реформ проведених у Грузії в 2004—2012 рр. Проаналізовано результати реформ з точки зору дієвості їх використання в антикризовому управлінні.*

***Аннотация.** В статье проводится обзор реформ проведенных в Грузии в 2004—2012 гг. Проанализированы результаты реформ с точки зрения действенности их использования в антикризисном управлении.*

***Abstract.** The article is an overview of reforms carried out in Georgia in 2004-2012 years. The results of the reforms in terms of efficiency of their use in crisis management.*

Держава якнайповніше виражає загальнонаціональні інтереси, визначає формат реалізації приватних інтересів, несе відповідальність за вектор економічного й соціального розвитку, має бути дієвим засобом перебудови продуктивних сил, науково-технічного вдосконалення виробництва та серйозних змін у фінансово-економічній сфері. Тому на ній лежить важлива місія із створення таких умов, за яких економіка буде розвиватися. Економічна і політична інтеграція у світовий простір є однією з поточних цілей України. Проте на даний момент вона ускладнюється не лише важкістю переходу від планової до ринкової економіки та періодичними кризами у світовій економіці, але і політичною ситуацією, що склалася в нашій країні. Ще ніколи так гостро не стояла проблема боротьби з кризовими явищами. Одним із шляхів вирішення цієї проблеми є пошук шляхів виходу з кризи на прикладі інших країн та переймання їхнього досвіду. Однією з таких країн є Грузія, чий досвід реформ у 2004—2012 рр. може бути корисним для України, оскільки ми маємо схожі вихідні умови (колишні члени СРСР) та схожі труднощі. Тому розвиток антикризового управління в Україні може бути здійснено шляхом адаптації світового досвіду під умови господарювання країни. Цим обґрунтовується актуальність дослідження за обраною темою.

* **ЯЦУН Наталія Вадимівна / Наталія ЯЦУН / Nataliia YATSUN** — студентка ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана», e-mail: natayatsun@gmail.com

РЕПІНА Інна Миколаївна / Инна РЕПИНА / Inna REPINA — д.е.н., професор кафедри економіки підприємств ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана», e-mail: repinhouse@mail.ru