

9. Закону України «Про інформацію» // *Відомості Верховної Ради України (ВВР)*. – 1992. N 48. - ст.650) / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2657-12>
10. Луцик Ю.О. Інформація в системі ринкових відносин трансформаційного суспільства: Автореф. дис... канд. екон. наук: 08.00.01 / Ю.О.Луцик. – К.: ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана», 2009. – 24 с.
11. Как изменить эффективность рекламной компании/ – Режим доступу: <http://www.gemius.com.ua>
12. Сайт «Української асоціації по зв'язках з інвесторами» (UAIR) / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.uair.com.ua](http://www.uair.com.ua)
13. Офіційний сайт Верховної Ради України / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua>
14. Модернізація України - наш стратегічний вибір : Щорічне Послання Президента України до Верховної Ради України. - К., 2011. – 406 с.
15. Класифікація послуг зовнішньоекономічної діяльності (ДК 012-97), затверджена наказом Держстандарту України від 02.06.97 № 324

УДК 339.732

**ЯНІКІН С.В.**,  
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»,  
кафедра міжнародних фінансів, аспірант

### СУЧАСНІ ОСОБЛИВОСТІ ДІЯЛЬНОСТІ МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСОВИХ ОРГАНІЗАЦІЙ

**Анотація.** У даній статті розглянуто ряд способів, напрямків діяльності, за допомогою яких діяльність міжнародних фінансових організацій за сучасного рівня розвитку світової фінансової системи може бути удосконалена. Зокрема, детально розглянуто проблему міжнародних суспільних благ та їх надання міжнародними фінансовими організаціями. Далі, як один з достатньо дієвих механізмів, запропоновано підхід фінансової дедоларизації МФО. Крім того, у статті висунуто та детально розглянуто позицію стосовно того, що діяльність МФО може бути поліпшена за допомогою покращення їх взаємодії з приватним сектором.

**Ключові слова:** Світовий банк, Міжнародний Валютний Фонд, міжнародні суспільні блага, дедоларизація МФО, приватний сектор, фінансова нестабільність.

**Аннотация.** В данной статье рассмотрен ряд способов, направленной деятельности, с помощью которых функционирование международных финансовых организаций при современном уровне развития мировой финансовой системы может быть усовершенствовано. В частности, подробно рассмотрена проблема международных общественных благ и их предоставления международными финансовыми организациями. Далее, как один из достаточно действенных механизмов, предложен подход финансовой дедолларизации МФО. Кроме того, в статье выдвинута и детально рассмотрена позиция относительно того, что деятельность МФО может быть улучшена с помощью улучшения их взаимодействия с частным сектором.

**Ключевые слова:** Мировой банк, Международный Валютный Фонд, международные общественные блага, дедолларизация МФО, частный сектор, финансовая нестабильность.

**Annotation.** This article describes a number of ways, which may facilitate the improvement of activities of international financial institutions at the present level of the global financial system development. Particular attention is paid to the problem of international public goods and their delivery by international financial institutions. Further, an approach of financial dedollarization of IFIs is discussed as one of highly effective mechanisms. In addition, the article raised and examined in detail the idea that IFI's activity may be improved by improving their interaction with the private sector.

**Keywords:** World Bank, International Monetary Fund, international public goods, dedollarization of IFIs, the private sector, financial instability.

**Актуальність дослідження.** Деякі дослідники пов'язують національні фінансові кризи останніх часів головним чином з відсутністю адекватних національних установ. Вони стверджували, наприклад, що фінансові кризи у кінці ХХ – на початку ХХІ століття мали місце в основному через неспроможність або неадекватність національної політики урядів в реформуванні своєї економіки, а також у неспроможності урядів дерегулювати фінансові ринки таким чином, щоб сили глобалізації не мали б негативного, а в деяких випадках руйнівного, впливу на їх національні економіки. У той же час, фінансові ринки усвідомлювали, що національні кризи не обмежуються тією чи іншою нацією або кількома сусідніми країнами, а мають радше регіональні або навіть глобальні наслідки. Аналогічним чином, глобальні торговельні дисбаланси більше не обмежуються двома або більше країнами, вони мають значні світові фінансові наслідки. Оскільки процес регіональної інтеграції був дуже

повільним або в деяких випадках взагалі відсутнім, питання полягало в тому, як вирішити деякі фінансові проблеми, які більше не обмежуються тією чи іншою нацією або навіть регіоном.

**Виклад основного матеріалу.** У літературі на тему фінансово-економічного зростання, загально відомим фактом є те, що національні фінансові системи (у тому числі фінансові установи і фондові ринки) мають вирішальне значення для сприяння ефективному економічному зростанню. Ефективний розподіл капіталу, обмін інформацією, гарне корпоративне управління, мобілізація заощаджень країни і стабільні валютні курси є частиною ефективного функціонування національної фінансової системи. [12] Таким чином, ступінь розвитку національної фінансової системи визначає, в деякій мірі, як в країні відбувається фінансовий розвиток, а також фінансова інтеграція з рештою світу. Оскільки емпіричні дослідження показали, що здорова фінансова система стимулює економічне зростання, можна також поширити цей причинно-наслідковий зв'язок на глобальну фінансову систему та стверджувати, що ті фактори, які обмежують темпи економічного зростання та фінансової глобалізації, частково пов'язані з недоліками нинішньої глобальної фінансової системи. Однак, оскільки небагато уваги приділяється впливу міжнародної фінансової системи, та міжнародних фінансових організацій (МФО), на національні фінансові системи, ті фактори, які сприяють обмеженню сфери фінансової глобалізації розглядаються в основному на національному рівні, крім того не багато рішень запропоновано стосовно того, як створити глобальне навколишнє середовище, в якому міжнародне співтовариство могло б чинити більший вплив на розвиток більш ефективних фінансових систем в країнах, що розвиваються, і, отже, скасувати ці обмеження у фінансовій глобалізації. Не зважаючи на обмежену увагу, проблематика діяльності МФО є предметом розгляду ряду науковців, до складу яких можна віднести: В. Буйтер, Р. Канбур, Е. Коуз, Г. П. Ланкес, Ф. Мошіріан, М. Обстфельд, Е. Прасад, К. Рогоф, Т. Сендлер, М. Штерн та багато інших.

Вище наведена проблема приводить нас до концепції «міжнародних суспільних благ» (МСБ) і ролі міжнародного співтовариства та/або міжнародних організацій у гарантуванні того, що ці товари забезпечені для усіх народів світу. Азійська валютна криза підштовхнула фінансові ринки до кращого розуміння глобальних наслідків національних або регіональних криз на інші країни, які можуть і не бути безпосередньо ураженими такими національними або регіональними кризами. У той же час, МВФ і СБ приступили до того, що називають «ною міжнародною фінансовою архітектурою», як способу заохочення національних урядів слідувати певним міжнародним стандартам, а також бути більш відповідальними за свою діяльність. Саме в цей період часу тодішній керуючий директор МВФ визначив глобальну фінансову стабільність та викорінювання бідності як МСБ.

Наслідки вимог глобальних суспільних благ від МВФ та інших інститутів, а також визначення глобальної фінансової стабільності, як важливого МСБ, розширяють обсяг науково-дослідних робіт, які наразі покладаються лише на дії або бездіяльність національних урядів у справі забезпечення національних інституційних та інших реформ, які є гарантами успіху процесу фінансової глобалізації. По суті, відсутність глобальних суспільних благ або міжнародних установ, відповідальних за їх існування, надання або координацію можуть бути розглянуті в контексті тих чинників, які не дозволили першій хвилі глобалізації досягти багатьох країн або, можливо, навіть сприяли її закінченню в 1914 році. Крім того, стосовно другої хвилі глобалізації, можна також задатися питанням внеску глобальних суспільних благ і ролі міжнародних інституцій у забезпеченні того, щоб друга хвиля глобалізації досягла більшості країн, а також щоб ця хвиля глобалізації не завершилася попередньо, так і не дійшовши до кінця через деякі глобальні проблеми.

Як тільки Міжнародний валютний фонд визначив глобальну фінансову стабільність як МСБ, стало можливим пов'язати різні фінансові питання з таким глобальним суспільним благом. Наприклад, можна визначити такі питання, які після цього слід розглядати в контексті глобальних суспільних благ: ефективні і підзвітні центральні та комерційні банки, фінансові ризики, пов'язані з поточним глобальним торговим дисбалансом, наслідки міжнародної безпеки та миру на стабільність і стійкість національної та глобальної охорони навколишнього середовища, регіональні та глобальні фінансові системи, проблеми забезпечення того, щоб фінансова глобалізація досягла всіх країн, важливість ефективної міжнародної грошової системи, стабільності обмінних курсів для здорової світової економіки, роль нинішніх міжнародних фінансових установ, і т.д. [14].

Наразі існує тенденція, прилаштовувати майже будь-яку діяльність МФО під егіду МСБ - наприклад, фінансову підтримку досліджень в галузі вакцин, внутрішні економічні дослідження в області розвитку, створення потенціалу для проведення досліджень в країнах, що розвиваються, узагальнення та поширення результатів досліджень, проведення міжнародних зустрічей на вищому рівні щодо глобального забруднення, розробка міжнародних механізмів торгівлі, міжнародні проекти зі збереження навколишнього середовища і водних ресурсів, розповсюдження та оцінка інформації про економічні і фінансові умови в окремих країнах, розробка та моніторинг банківських стандартів, координація потоків допомоги від різних донорів і т.д.

Важливо з самого початку уточнити умови і визначити чіткі рамки для ідентифікування МСБ та їх ключових характеристик. Технічне визначення чистого суспільного блага – це товар або діяльність, результати яких не є конкурентними та не можуть бути виключені. Неконкурентні у даному контексті означає, що отримання одним суб'єктом користі від цього товару або послуги не зменшить їх користі для інших суб'єктів. Невиключне означає, що жодному суб'єкту не може насправді бути відмовлено в отриманні даної вигоди. Міжнародне суспільне благо є таким, де суб'єктами є концептуально нації, а не окремі особи. Є два важливих моменти, на які варто звернути увагу відносно цих двох критеріїв. По-перше, хоча вони допомагають загострити концептуалізацію, в більшості практичних випадків, вони будуть задоволені лише частково. По-друге, у той час як

конкуренція може бути охарактеризована як дещо, забезпечене технологією, винятковість (невиключність) є штучною.

МСБ дуже тісно пов'язані з побічними або зовнішніми ефектами між країнами. Деякі ключові особливості цих побічних ефектів будуть актуальні для нашого обговорення МСБ та МФО. Перша особливість, яку варто виділити, це поширення побічних ефектів. Слід відрізнити 1) побічні ефекти, які розповсюджуються лише серед країн, що розвиваються; та 2) побічні ефекти, які покривають як розвинені країни, так і країни, що розвиваються. Наступна особливість, яку варто розглянути, це напрям розповсюдження – чи він односпрямований, чи побічні ефекти розповсюджуються в обох напрямках? Характеристика цього є тонким і складним питанням, і не залежить від конкретних обставин часу і місця. Стандартним прикладом різноспрямованого поширення побічних ефектів в даний час є забруднення повітря, при якому розвинені країни і країни, що розвиваються, чинять зовнішні впливи один на одного. Інфекційні хвороби, в принципі, є різноспрямованими, але в конкретних умовах сьогодення питання оформлюється як однонаправлений вплив – поганий контроль над інфекційними хворобами в країнах, що розвиваються, призводить до розповсюдження хвороб (через подорожуючих) у розвинених країнах.

У разі різноспрямованих побічних ефектів, будь то між країнами, що розвиваються або між розвиненими країнами і країнами, що розвиваються, центральним питанням є координація невдач – кожна країна ігнорує негативні наслідки своїх дій для інших. Всі країни могли б отримати позитивний ефект, якби вони приймали це до уваги і координували свої дії. У цьому випадку *механізм* координації є МСБ. Як тільки координація починає діяти, країни в цілому отримують вигоди з цього, і вже не легко виключити будь-яку країну з цього пулу вигод. Тим не менш, можливими є дуже багато різних типів координації, які визначають не тільки загальну вигоду, а й її поділ. Існує, таким чином, діапазон можливих МСБ з різними наслідками для різних країн.

Цей останній пункт призводить до дуже важливої ідеї. Механізми координації можуть задовольняти технічне визначення міжнародного суспільного блага, але важливо проаналізувати розподіл вигод від координації – зокрема, як вони розподілені між країнами, що розвиваються і розвиненими країнами? У випадку, коли блага розподіляються досить нерівномірно у відношенні країн, що розвиваються, ми, скоріше, маємо справу не з МСБ, а з картельною угодою розвинених країн, які переслідують свої власні інтереси. Таку відмінність між МСБ та міжнародним картелем також варто мати на увазі, оскільки ми переходимо до обговорення практики МФО у цьому розрізі.

Остаточне теоретичне судження впливає з принципу субсидіарності. Він говорить про те, що за інших рівних умов, координаційний механізм повинен бути якомога ближчим до юрисдикцій, які координуються. Згідно з цією тезою, априорі не існує сильного аргументу на користь глобальної установи для координації проблеми прав на воду трьох країн в Африці – швидше, необхідна установа, якомога ближча до цих трьох країн. Ефект масштабу може запропонувати установи регіонального рівня для вирішення питань координації між країнами в цьому регіоні, - але малоймовірно, що він буде пропонувати установи глобального рівня, здатні вирішувати проблеми координації якої-небудь групи країн у будь-якій точці світу. Проте існує і інший аргумент – що питань МСБ у конкретних секторах (наприклад, охорона здоров'я) могли б найкращим чином бути об'єднані під егідою однієї установи (наприклад, Всесвітня організація охорони здоров'я). На практиці можна скоріше за все зійтися на поєднанні регіональних і технічних установ для роботи з проблемами координації у країнах, що розвиваються. Але вимоги глобальної установи, яка б мала справу в усіма такими проблемами, повинні розглядатися скептично. [11, 3]

#### *Реформи для сприяння МСБ*

Майже за визначенням, МСБ мають тенденцію до недопостачання у світі. І цей дефіцит МСБ часто негативно впливає на країни, що розвиваються. Світовий банк бере участь у різноманітних заходах, прямою (а іноді й непрямою) метою яких є поставка різних типів МСБ. Дійсно, він (і інші міжнародні установи) використовує цей факт діяльності, спрямованої на МСБ, як аргумент на користь постійної підтримки в умовах, коли звичайні допомоги з метою розвитку вже «потрапили в немилість». До прийняття цього аргументу, варто задатися питанням чи можливі реформи, які могли б покращити процес надання Банком МСБ. З попереднього обговорення проблеми міжнародних суспільних благ можна винести деякі корисні поради.

Почнемо з (розумного) припущення, що в найближчі десять-п'ятнадцять років Світовий банк буде по суті залишатися організацією, основний обсяг діяльності якої буде зосереджено на проектах і програмах, спрямованих на конкретні країни. Як зазначалося раніше, ми не розглядаємо аргумент, який все частіше згадується, що оскільки сам по собі розвиток є МСБ, програми Банку (та інших установ), спрямовані на конкретні країни, повинні бути підтримані як МСБ. Достатньо сказати, що такий аргумент залежить від ефективності цих країнових програм в заохоченні розвитку. Однак, що наразі важливо для нас, то це те, що культура організації, і основна частина її докладних знань і досвіду, є і буде надалі виходити з її діяльності, орієнтованої на певні країни. Реформи СБ щодо удосконалення постачання міжнародних суспільних благ доведеться прийняти цей основоположний факт до уваги, і прокласти прагматичні шляхи між поточною реальністю та ідеалом, запропонованим теорією МСБ. Посилаючись на обговорення побічних ефектів між сусідніми країнами, що розвиваються, механізм координації вимагає одночасних дій ряду країн, а фінансування витрат на ці дії, а також витрат на координаційний механізм сам по собі, є міжнародним суспільним благом. Фундаментальний розрив між теоретичними вимогами і практикою СБ полягає в тому, що Банк (МБРР і МАР) вступає в кредитні угоди з *окремими* країнами, а те, що очевидно є необхідним, якщо мова йде про збереження кредитного маршруту, то це креативні механізми, за допомогою яких ряду країн можуть бути зроблені спільні кредити.

Оскільки достатньо складно розробляти і впроваджувати багатодержавні кредити через структурні перешкоди у вигляді певних рамок суверенного боргу, то виникають суттєві стимули для розвитку грантових інструментів, як *нормальної частини операцій Банку у окремих країнах*. Існують, звичайно, значні суперечки стосовно того, чи *всі* операції СБ в бідних країнах, повинні відбуватися на грантовій основі. Практичність механізмів фінансового координування між сусідніми країнами, що розвиваються, додає свою вагу на користь прихильників переходу до грантових інструментів. Таким чином розширення використання грантів є другим набором оперативних наслідків міркувань щодо удосконалення операцій СБ, спрямованих на продукування МСБ.

Теоретичний принцип субсидіарності заявляє, що в ідеалі мають існувати установи регіонального рівня, а не глобальний інститут, як СБ, які повинні займатися вирішенням транскордонних побічних ефектів між невеликим числом сусідніх країн. У короткостроковій перспективі часто існують достатньо сильні аргументи на користь продовження або навіть зміцнення участі СБ у цих МСБ локального рівня. Але в довгостроковій перспективі має відбуватися зміцнення регіональних інститутів для вирішення цих питань за допомогою передачі знань і досвіду. У тій мірі, у якій фінансові ресурси СБ використовуються для цього, вони будуть непрямо допомагати наданню МСБ. Аналогічні міркування можна провести для зміцнення галузевих організацій, які в даний час порівняно слабкі, але необхідні для вирішення питань, пов'язаних з наданням МСБ (здоров'я і ВООЗ – очевидний приклад).

Щодо фундаментальних досліджень в області тропічного сільського господарства і тропічних хвороб, практика СБ і теорія МСБ досить тісно пов'язані; є вражаючі успіхи у минулому і перспективні напрямки розробляються в даний час. Розширення фінансових ресурсів у ці операції настійно рекомендується. Тим не менш, є можливості для реформування діяльності СБ при більш уважному вивченні теорії та практики. По-перше, враховуючи, що в доступному для огляду майбутньому Світовий банк буде по суті залишатися організацією, основний обсяг діяльності якої буде зосереджено на проектах і програмах, спрямованих на конкретні країни, повинні мати місце систематичні спроби інтеграції уроків для конкретної країни у ці глобальні ініціативи, це надасть провідну стратегічну роль Банку наряду і навіть над його фінансовою роллю. Безперечно, деталі такої ініціативи повинні бути ретельно розроблені, але ключовим є слово «систематичні» - використання нових технологій для збору та обробки інформації щодо глобальних ініціатив є тим, у чому Банк повинен відзначитися.

Але досвід різних успішних глобальних ініціатив підкреслює друге питання. У ряді випадків СБ грав центральну роль в якості каталізатора, використовуючи свої можливості, а потім займав менш центральну роль в обговореннях у той час як його фінансова роль підтримувалася недоторканою. Ця «підприємницька роль» банку була корисною в минулому і має підтримуватися і зміцнюватися. Для цього потрібна певна міра «вільного польоту думки» з метою виявлення проблем і потенційних рішень, і встановлення на шлях глобального консенсусу з цього питання. Розширений фонд для реалізації таких інноваційних ідей стосовно МСБ, можливо, шляхом розширення Механізму Грантів Розвитку, є таким чином, четвертою пропозицією.

Як відомо, СБ витрачає значні ресурси на загальні соціальні дослідження самого процесу розвитку, а також на поширення результатів цих досліджень. Банк у цілому, безсумнівно має величезну базу досвіду для надання звітів щодо його діяльності у конкретних країнах. Реформа напрошується в першу чергу в розробці механізмів, які дозволять всесвітній доступ до, так би мовити, «сирої інформації». Нові технології надають певні надії в зв'язку з цим, і СБ вже рухається в цьому напрямку. Але існує фундаментальна проблема. Соціальна наука відрізняється від природничих (точних) наук. Це у набагато більшій мірі «спірні території». Крім того, Банк у цілому не може розглядатися в якості незалежного арбітра в області досліджень з соціальних наук. Його власниками є багаті країни, і він має оперативну політику, яка повинна бути захищена. Ці особливості означають, що соціальні дослідження, зроблені самим Банком, не можуть повною мірою претендувати на мантію МСБ. Питання різко проглядається в багатьох «міждержавних регресійних аналізах», зроблених у СБ. Незалежно від поглядів на якість цих досліджень, є слабкі порівняльні обґрунтування переваг виконання даного типу дослідження Банком – вони не покладаються на інформацію, яка є винятково у розпорядженні Банку через характер його діяльності, на форми і методи дослідження, які характерні для СБ. П'ятий і останній наслідок міркувань з цього питання полягає в тому, що більшість досліджень, виконуваних Банком, має бути передана на виконання Університетам та прозоро незалежним інститутам, у яких, принаймні очікувана незалежність, підвищить їх цінність як МСБ. [11, 6-8]

Завершивши розгляд можливих рекомендацій для МФО у сфері міжнародних суспільних благ, перейдемо до наступних сфер діяльності МФО, у яких можуть бути зроблені певні удосконалення.

#### *Фінансова дедоларизація і МФО*

Існує судження, що МФО, як правило, замінюють внутрішні джерела фінансування у країнах, які не мають інвестиційного класу. Важливо відзначити, що роль міжнародних фінансових інститутів в рамках вузького внутрішнього ринку не обов'язково тягне за собою, як іноді стверджують, значних асигнувань для країн з економіками, що розвиваються. Насправді, недавні роботи показали, що асигнаційний компонент в пільговому кредитуванні Міжнародним Валютним Фондом країн з економіками, що розвиваються, є практично нульовим, і як випливає з відсутності дефолтових епізодів в минулому, такий результат буде застосовуватися і до інших МФО, з аналогічним статусом привілейованого кредитора. [10] Дійсно, однією з ключових особливостей МФО, на відміну від приватних інвесторів, є те, що вони демонструють достатньо добру історію погашення.

Таким чином, досить спрощено, можна вважати, що МФО роблять свій внесок у «трансформацію суверенного ризику». Зокрема, вони можуть розглядатися в якості установ, які забезпечують зв'язок між пропозицією приватних коштів, які шукають інвестиційних цінних паперів, і попитом у коштах країн, які не є особливо привабливими для інвестування. Будучи посередниками між цими двома точками, МФО

використовують свої можливості для спрямування цих коштів на кредитування, яке завдяки їх втручанням, стає віртуально безризиковим.

Тоді цілком природно використовувати цю перевагу для сприяння поставки коштів у місцевих валютах, які втрачені через міркування суверенного ризику. Це не вимагає додаткового розширення кредитування МФО, радше необхідний випуск інвестиційних паперів для задоволення попиту на безризикові цінні папери в місцевих валютах, а також використання доходів для перетворення частини непогашених кредитів МФО таким чином, щоб зберегти збалансовану валютну позицію.

Втім, не зважаючи на те, що конкретні схеми реалізації в цьому напрямку вже були запропоновані і були предметом обговорення економістів і співробітників МФО в останні роки, реальний прогрес, досягнутий на сьогоднішній день в цьому напрямку, є мізерним. Розглянемо існуючі механізми, які пропонуються МФО своїм клієнтам для хеджування їх валютних ризиків, і альтернативні пропозиції, пов'язані з дедоларизацією зовнішніх зобов'язань. Зокрема, розглянемо схему, орієнтовану на задоволення попиту на інвестиційні цінні папери у місцевих валютах резидентами країн, звертаючи увагу на критику, з якою стикаються старі і нові ініціативи такого роду.

Не зважаючи на те, що проблеми, пов'язані з валютними невідповідностями все частіше визнаються МФО, надання ними інструментів для хеджування досі дуже обмежене. Світовий банк, наприклад, пропонує альтернативу конвертації непогашених кредитних зобов'язань в місцеву валюту (або просити своєї своїх зобов'язань в іноземній валюті). Оскільки кредити СБ фінансуються в іноземній валюті, угода вимагає того, щоб Банк організував своєї типу локальна-іноземна валюти з третьою фінансовою установою для передачі валютного ризику.

Такі продукти у місцевій валюті також не без вигод, особливо для країн, які не є привабливими для інвестування, котрі б в іншому випадку не мали доступу до довгострокових свопів безпосередньо на ринках капіталу. Проте, вони, як правило, обмежені в обсязі, коротші за кредити, для хеджування яких вони призначені, та надаються на індивідуальній основі в залежності від кожного випадку за умови існування ліквідного своп ринку.

Що ще більш важливо, ніж розширення пулу фондів у локальній валюті, вони тиснуть на існуючі свопові ринки. Таким чином, в той час як вони, ймовірно, приносять вигоду для місцевих позичальників через більш тривалий термін і скорочені транзакційні (наприклад, заставні) витрати, вони також можуть витіснити наявну пропозицію інструментів хеджування. У будь-якому випадку, і, можливо, через свої обмежені вигоди, ці відносно нові продукти не користуються високим попитом.

СБ також запустив декілька питань щодо екзотичних валют інвестиційного класу. Методика тут не є звичайною. Наприклад, в лютому 2000 року 3-річні євроноти в мексиканських песо було випущено за кордоном і в основному розміщено серед американських інвесторів, на тлі сильного зовнішнього попиту незабаром після цього, рейтингові агентства оголосили, що вони розглядають підвищення рівня боргу країни до інвестиційного класу. З іншого боку, в травні 2000 року чилійські ІСЦ-індексовані, деноміновані у песо 5-річні євроноти було розповсюджено в основному серед вітчизняних інституційних інвесторів, які придбали близько 75% від загальної емісії. Хоча такі емісії мають певні позитивні зовнішні ефекти для розвитку місцевих валютних ринків, їх додана вартість у контексті дедоларизації є сумнівною, оскільки їх роль у трансформації ризику напевне буде менш цінною для країн, які вже користуються статусом інвестиційного класу. На відміну від цього, як показує аналіз проведений Едуардо Леві-Йєтї, найкраще використання переваг МФО тягне за собою зовнішні проблеми (щоб звести до мінімуму витіснення наявних внутрішніх засобів) у країнах не інвестиційного класу (які не в змозі залучити вітчизняних інвесторів, які знаходяться у пошуках активів з низьким ризиком). [13]

Крок в цьому напрямку було зроблено в березні 2004 року, коли колумбійські ІСЦ-індексовані облігації були випущені та розміщені всередині країни від СБ серед внутрішніх інституційних інвесторів. Хоча такі заходи все ще мають потенціал для того, щоб витіснити існуючий попит на активи, деноміновані в песо, тим не менше облігації віталися урядом, як спосіб задовольнити апетит до безризикових довгих активів у місцевій валюті з боку зростаючої приватної пенсійної системи, який в іншому випадку повинен був би бути задоволений іноземними активами. Ближче до схеми, яка нині пропонується, були єврооблігації в бразильських реалах, випущені 11 травня 2004 року Міжамериканським банком розвитку (МБР), які включали обмеження для продажу в Бразилії, щоб уникнути витіснення внутрішніх ресурсів. [13]

Ці епізоди, безсумнівно, відображають довгоочікуване зрушення в стратегії фінансування деяких міжнародних фінансових організацій. Однак, всупереч тому, у що можна було б змусити повірити, вони були повністю мотивовані пошуком нижчої вартості фінансування. Насправді, замість того, щоб використовувати отримані кошти для конвертації непогашених кредитів у ті ж самі екзотичні валюти, вони були відразу переведені у долари. Таким чином, при всіх заслугах, які ці зусилля можуть мати, їх ефективний вплив в плані дедоларизації зобов'язань країн з економікою, що розвивається, був практично нульовим.

Більшість дискусій стосовно типу інструментів, деномінованих в песо, які краще підходять для заміни поточних доларових активів при максимізації їх хеджевого потенціалу, обертаються навколо індексації по ІСЦ, шляху, який довів свою успішність у стримуванні і усуненні фінансової доларизації в Чилі та Ізраїлі, особливо коли справа доходить до довгих фінансових контрактів. Місцевий ІСЦ, який є найбільш очевидним індексом-кандидатом для резидентів країни, стикається з декількома альтернативами в тому ж дусі, зокрема, при орієнтації на іноземних інвесторів.

Загалом, індексація доларових інструментів до ціни, яка тісно корелює з доходом боржника, в принципі, могла б досягти того, що можна було б назвати синтетичною дедоларизацією, яка розриває зв'язок між реальними грошовими потоками активів (які вимірюються в одиницях доходів боржника) та еволюцією реального обмінного курсу. Хоча на практиці ці інструменти можуть бути більш непрозорими для середнього інвестора, ніж прості облигації, індексовані до ІСЦ, та деноміновані у місцевій валюті (і, таким чином, більш важкі для ринку), вони можуть бути вільними від морального ризику і, отже, потенційно привабливішими для досвідчених та більш вибагливих інвесторів. Вирішальне значення у цьому зв'язку відіграє екзогенність обраного індексу.

Стосовно останнього питання, виділяють дві альтернативи: індекс ВВП та товарний індекс. [6] Обидва носять схожий характер, та є еквівалентними простій процентній облигації плюс коротка позиція по товару або ВВП країни-емітента, які разом підпадають під суверенний ризик країни. Хоча товари мають більш легке ціноутворення і легше хеджуються у зв'язку з існуванням ринків похідних інструментів, їх використання скоріш за все буде обмежене експортерами товарів, і тією мірою, в якій цей експорт корелює з доходами країни. Крім того, так само, як і у випадку з валютним свопом, не ясно, як така індексація покращує короткий хедж, придбаний безпосередньо емітентом на ринку деривативів (хоча доступ на ці ринки може бути більш дорогими для емітентів неінвестиційного класу). З іншого боку, у той час як індексація до ВВП може бути більш підходящою для згладжування антициклічних коливань співвідношень боргу до ВВП і позикових витрат, важко зрозуміти, як ВВП-ризик може бути виділений і захеджований потенційними інвесторами, особливо за відсутності ринку ВВП-індексів.

Як тільки ми переключимо свою увагу з міжнародних інвесторів до попиту з боку резидентів, використання індексації по ІСЦ отримує ряд важливих переваг, включаючи той факт, що вона може бути виміряна при щоденній частоті (підвищення точності індексації) автономною установою (забезпечення того, що індекс вільний від впливу урядових маніпуляцій). Враховуючи це, він є природним вибором для того, щоб почати процес дедоларизації за допомогою емітента інвестиційного класу (МФО), який відокремлює суверенний і валютний ризики, для залучення внутрішніх інвесторів, які готові вкладати кошти в їх власній валюті за прийняттого рівня кредитного ризику.

Звернення безпосередньо до внутрішнього ринку, втім, може мати економічні (і політичні) недоліки, адже воно витісняє вже наявні фонди в локальній валюті, викликаючи перехід від високоризикового державного і корпоративного внутрішнього боргу до інвестиційного класу паперів МФО. У цьому випадку, у той час як нова емісія може сприяти розширенню ринку для цінних паперів у місцевих валютах за рахунок залучення нових інвесторів, які раніше зупинилися через ризик країни, вона також може призвести до збільшення вартості внутрішніх фондів, примушуючи уряд позичати за кордоном, що разом призведе до незначних змін в загальному складі державних боргових зобов'язань. Таким чином, з тим щоб максимізувати сприятливий вплив, новий борг повинен бути виданий на міжнародних ринках, щоб задовольнити інвесторів, які шукають стабільних доходів в одиницях локального споживчого кошика, але не хочуть брати на себе суверенний ризик.

Крім отриманих змішаних відгуків від учасників ринку, пропозиції щодо дедоларизації кредитування МФО піддаються критиці всередині цих самих організацій. Розглянемо один з основних аргументів: у присутності короткозорої поведінки, можна було б очікувати, що позичальники з країн з ринками, що формуються, використовуватимуть більш низькі витрати доларових позик в хороші часи, не звертаючи уваги на можливі відповідні затрати пов'язаного ризику, які ймовірно будуть нестися іншими. Відзначимо, що в той час як процентна ставка на песо (чи будь-яку іншу аналогічну валюту), яка стягуватиметься МФО, буде нижче того рівня, якого прагнуть приватні кредитори (у зв'язку з низьким кредитним ризиком), конвертація розміщених позик МФО в місцеву валюту не залишить боржникам премії за валютний ризик, яка початково провокує доларизацію. Іншими словами, якщо б фінансова доларизація була результатом асиметричної оцінки ризику, а не відсутності активів інвестиційного класу, деномінованих у місцевих валютах, як ми наразі стверджуємо, опортуністичні боржники відмовилися б від пропозиції заради того, щоб застрахуватися від майбутнього балансового ефекту за справедливою ціною. Якщо так, то пропонована стратегія дедоларизації, радше ніж страждання від відсутності інтересу інвесторів, може бути засуджена байдужістю самих боржників, для полегшення яких вона призначена. [13]

Цей агентський аргумент виглядає трохи перевищеним у світлі останніх зусиль з дедоларизації у країнах з економіками, що розвиваються. Тим не менше, беручи даний аргумент за чисту монету, можна лише зробити висновок, що в інтересах МФО виправити цю недосконалість, включивши дедоларизацію в стандартний набір умов, а не пропонуючи надто дешеве доларове кредитування, щоб зробити цей порочний цикл нескінченним. У кінцевому рахунку, агентські проблеми забезпечують ще одну причину для того, щоб МФО зайняли більш активну позицію.

*МФО як учасники процесу розвитку приватного сектору.*

Перейдемо до розгляду наступної позиції, яку займає ряд авторів, та яка полягає у тому, що міжнародні фінансові організації мають прикладати більші зусилля до співпраці з приватним сектором.

Оскільки важливість МФО в якості джерела коштів дещо знизилася, в той час як потенційна роль приватного сектора виросла, центральною проблемою для МФО є пошук шляхів сприяння розвитку шляхом розширення можливостей для приватного сектору. Вони повинні розглядати приватний сектор в якості першочергового засобу для досягнення цілей у галузі розвитку. При цьому вони повинні прагнути до того, щоб бідні брали участь в процесі зростання і щоб зростання було екологічно стійким та безпечним. Існує два взаємодоповнюючих способи, в які міжнародні фінансові інститути можуть домагатися досягнення цих цілей:

- 1) вони можуть допомогти урядам створити умови для правильного ринкового зростання;
- 2) вони можуть стати інвестиційними учасниками, працюючи з приватним сектором для розширення і поліпшення притоку приватного капіталу.

Перший з них втілює деякі з більш традиційних ролей МФО. Це включає в себе сприяння забезпеченню макроекономічної стабільності та забезпечення надання необхідної фізичної, інституційної, правової та нормативної бази, інфраструктури. Хоча ці основи мають вирішальне значення для інвестицій і економічного зростання, участь у зростанні вимагає адекватного забезпечення охорони здоров'я та освіти, які, у свою чергу, підвищують зростання самі по собі. Боротьба з бідністю, однак, закликає до більшого стимулювання участі. Вона також включає в себе захист тих, хто не в змозі забезпечити себе, шляхом створення системи соціального забезпечення. МВФ, СБ та регіональні МФО традиційно грали важливу роль у створенні макроекономічної стабільності, в допомозі з податковими, юридичними та секторальними реформами і створенні системи соціального захисту через кредитування на основі політики. Всі ці області продовжують мати важливе значення для ринкового зростання.

Другий підхід представляє територію, яка раніше була не так добре вивчена міжнародними фінансовими організаціями. МФО повинні цікавитись питанням, як вони можуть допомогти у створенні умов для розширення приватного сектора. При цьому, вони повинні визнати зростаюче небажання урядів надавати державні гарантії, небажання що пов'язане з тиском на державні фінанси та вимогами для жорстких бюджетних обмежень, якщо ринкові стимули ефективно функціонують. Визнаючи, що будуть мати місце важливі проекти (зокрема, екологічні та деякі інфраструктурні), для яких державні гарантії будуть необхідними, МФО повинні підтримувати такі наміри, уникаючи державних гарантій, де це можливо. Це означає, що МФО повинні знайти нові способи функціонування; способами, які б дозволяли фінансам приватного сектору досягати ширших цілей у галузі розвитку. Зробити це МФО можуть за рахунок роботи у партнерстві з приватним сектором і прийняття участі в інвестиційному процесі. [7]

Партнерство з приватним сектором передбачає, що МФО повинні, у багатьох відношеннях, діяти і думати, як приватний сектор і піддавати себе змінам у можливостях та обмеженнях ринку. Виклик полягає в поєднанні такого підходу з активною реалізацією цілей МФО у сфері державної політики. Але ясно, що креативність і гнучкість є досить важливими для того, щоб адекватно діяти у відповідь на потреби ринку, і МФО будуть змушені розвивати свої знання в ряді банківських аспектів, які до цих пір були їм менш знайомими.

Є також цілий ряд інших практичних наслідків партнерства між міжнародними фінансовими установами та приватним сектором, які необхідно враховувати. Цілком імовірно, наприклад, що процедурам більшості МФО доводилося б адаптуватися до гнучкості і конфіденційності, потрібних для операцій в приватному секторі. Це не завжди легко уживається з підвітністю громадського сектору. Відмова від суверенно гарантованого кредитування буде також містити заклики до нової культури ризику і ноу-хау, необхідних для аналізу комерційного ризику.

Незважаючи на обмеження, з якими неминуче працюють МФО, існують, тим не менше, вагомі причини, чому приватний сектор часто має інтерес до співпраці з ними. МФО надають ряд сильних сторін таким партнерствам. По-перше, вони наділені такою структурою капіталу, яка допомагає їм поглинати багато ризиків, пов'язаних з прийняттям лідерства у високо ризиковому середовищі. По-друге, їх відносини з урядами в країнах, що розвиваються, дозволяють їм знизити політичні ризики для проекту таким чином, яким комерційні банки не можуть цього зробити. Цей зв'язок також означає, що уряд буде часто мати більше впевненості в проекті, якщо МФО – яка зобов'язана захищати інтереси своїх членів – діє з приватним партнером. Третя сила, яку мають МФО, полягає у їх знаннях та досвіді у цих регіонах. Нарешті, цей досвід і їх доступ до технічної допомоги означає, що вони можуть зменшити ризик, пов'язаний з розвитком проекту. Без підтримки розвитку проекту з боку міжнародних фінансових інститутів, більшість проектів ніколи не відірвалися б від землі.

*Оперативні принципи, які керують партнерськими відносинами з приватним сектором.*

Визнаючи свою обмеженість ресурсів, МФО повинні бути вибірковими в своїх підходах. Вони повинні використовувати свої сильні сторони, щоб розширити межі розвитку приватного сектора, а не просто витіснити приватний сектор з діяльності, яку він добре підготовлений виконувати самостійно. І вони можуть бути ефективними у вирішенні цієї задачі тільки тоді, коли вони самі подають приклад здорової і добре скерованої установи.

Таким чином, вони вимагають чітких оперативних принципів. Можна виділити три принципи, які повинні регулювати діяльність МФО в цій галузі.

Перше і найголовніше, проекти МФО повинні мати ширший розвитковий або перехідний вплив. Це насправді більше, ніж оперативний принцип, це основна мета МФО. Якщо інвестиційні проекти, що підтримуються МФО, призначені для сприяння розвитку приватного сектору, вони повинні бути оцінені щодо їх впливу як на інвестиційний клімат, так і на можливість підприємств і фінансових установ, відповідати йому. Кожна МФО має розробити методи, які зосереджені на її власному мандаті.

Проекти у державному і приватному секторі, що підтримуються МФО, можуть мати ряд якісних характеристик, які слугують для просування розвитку приватного сектора. Ключовими формаціями ринкової економіки є самі ринки, інститути і політики, які підтримують та розвивають ринки і ринкову поведінку, навички та інновації. Вибір та розробка проекту повинні втілювати оцінку впливу проекту на ці якісні аспекти, на додаток до традиційних критеріїв економічної віддачі та впливу на навколишнє середовище.

По-друге, здорова банківська практика повинна бути прийнята і реалізована з високими рівнем прямої та чесності. Фінансові доходи МФО повинні бути порівнянні з ризиками. Здоровий ринково орієнтований

розвиток не може бути підкріплений інвестиціями, які є комерційно нездоровими. Будучи впевненими, що їх проекти є фінансово здоровими і життєздатними, МФО подають приклад і встановлюють важливі стандарти в області бухгалтерського обліку, розкриття інформації та корпоративного управління. Точне слідування цьому принципу також забезпечує фінансове здоров'я самої установи. Це дуже важливо для авторитету.

Взаємодоповнюваність є третім ключовим принципом участі МФО. Привілеї, якими користуються МФО – в тому числі, перш за все, їх капітальна база – часто дозволяють їм витіснити приватне фінансування або надавати несправедливу конкурентну перевагу для своїх приватних партнерів. Замість цього вони повинні стимулювати приватний сектор діяти у таких регіонах або у такі способи, з якими він інакше не був би готовий працювати. Взаємодоповнюваність МФО може виникнути двома шляхами: МФО сприяє фінансуванню, яке не доступне на прийнятних умовах в іншому місці, і її участь чинить глибокий вплив на генерацію, розробку і реалізацію проекту. Хороший дизайн проектів буде сприяти досягненню як раціональних принципів банківської практики, так і впливу на розвиток або перехід. [7]

Задоволення трьох критеріїв не обов'язково означає, що варто прагнути їх максимізації в кожному проекті. Важливо те, що вони задоволені портфелем діяльності в цілому. Іноді прагнення до особливо безпечних інвестиційних можливостей є виправданим, якщо воно дозволяє МФО приймати ризиковані позиції в інших місцях. Компроміси можуть існувати також між обмеженням вартості розробки проектів і підвищенням їх впливу на перехід або на процес розвитку. Знову ж таки, найбільш розумним підходом було б розглядати характеристики портфеля в цілому, а не окремих проектів.

**Висновки.** Наразі ми розглянули лише три пропозиції, підходи до поліпшення діяльності міжнародних фінансових організацій, які полягають у зміні підходів до надання міжнародних суспільних благ, у фінансовій дедоларизації діяльності МФО, а також у просуванні співпраці з приватним сектором. Втім, список пропозицій безумовно не обмежується цими трьома позиціями – кількість механізмів надзвичайно велика та різноманітна, та включає в себе як певні оперативні, короткострокові покращення, так і варіанти глобальних змін. Єдине, що важливо як для запропонованих, так і для усіх, без виключення, інших пропозицій, то це наявність спільного бажання, усвідомлення важливості та необхідності змін найближчим часом з боку абсолютної більшості країн світу, не залежно від їх статусу, рівня розвитку чи якихось інших факторів. Лише спільні, єдинонаправлені дії усього міжнародного співтовариства можуть запустити дієвий механізм змін.

#### *Список використаних джерел:*

1. Ларионова М. В. Проблемы эффективности и реформы системы международных многосторонних институтов / под общ. ред. М. В. Ларионовой; Гос. ун-т - Высшая школа экономики. - М. : ТЕИС, 2007. - 268 с.
2. Міжнародні організації: Навчальний посібник / За ред. Ю. Г. Козака, В. В. Ковалевського. – К., 2003.
3. Поважна Н.Я. Міжнародні валютно-фінансові організації як складова інституціональної основи глобалізації світової економіки // Збірник наукових праць. Міжнародна економіка. – К.: Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України – 2000. – Вип. 27.– С. 198.
4. Циганкова Т. М., Гордеева Т. Ф. Міжнародні організації: Навч. посібник. - Вид. 2-ге, перероб. і доп. - К.: КНЕУ, 2001. - 340 с.
5. Arce M, Daniel G and Sandler T (2002). Regional Public Goods: Typologies, Provision, Financing and Development Assistance. Almqvist and Wiksell International, Stockholm.
6. Borensztein, E. and P. Mauro (2002). Reviving the Case for GDP-Indexed Bonds. IMF Policy Discussion Paper 02/10.
7. Buiters Willem and Hans Peter Lankes (2001) International Financial Institutions - Adapting to a World of Private Capital Flows, Forthcoming in Dilip Das, Editor, Perspectives in Global Finance Routledge, London & New York
8. Eichengreen, B., R. Hausmann, and U. Panizza (2003). Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They are Not the Same and Why it Matters, NBER Working Paper No. 10036.
9. Ferroni M and Mody A, eds. (2002). International Public Goods: Incentives, Measurement and Financing. Kluwer Academic Publishers, Norwell, MA.
10. Jeanne, O. and J. Zettelmeyer (2001) "International Bailouts, Moral Hazard, and Conditionality," Economic Policy 16, issue No 33, October.
11. Kanbur Ravi (2002) International Financial Institutions and International Public Goods: Operational Implications for the World Bank, UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT, G-24 Discussion Paper Series, No. 19
12. Levine, R., 2005. Finance and growth: Theory and evidence. In: Philippe, Aghion, Steven, Durlauf (Eds.), Handbook of Economic Growth. Elsevier Science, The Netherlands.
13. Levy-Yeyati Eduardo (2004) Dollars, Debt and the IFIs: Dedollarizing Multilateral Lending, Business School Universidad Torcuato Di Tella, <http://profesores.utdt.edu/~ely/IFIs.pdf>
14. Moshirian, Fariborz, 1998. National financial policies, global environmental damage, and missing international institutions. International Journal of Social Economics 25/26, 320–335.
15. Sagasti F and Bezanson K (2001). Financing and Providing Global Public Goods: Expectations and Prospects. Fritzes Kundservice, Stockholm.