

ISSN 1605-2005

БАНКІВСЬКА СПРАВА



3/2009

БАНКІВСЬКА



СПРАВА

Науково-практичне видання. Виходить 6 разів на рік
Видається із січня 1995 року

№ 3(87) — 2009

ЗМІСТ

ТЕОРІЯ І ПРАКТИКА

- Олег Колодізєв, В'ячеслав Поляков.** Роль та місце фондів суверенного багатства у формуванні глобальних потоків капіталу 3
- Ігор Дорошенко, Олексій Делі.** Теоретико-методологічні основи концепції розвитку фінансових ринків в умовах глобальної кризи 20

ПРОБЛЕМИ МАКРОЕКОНОМІКИ

- Юрій Харазішвілі, Надія Дмитренко.** Прогнозування наявної та оптимальної частки фонду оплати праці у ВВП 32
- Костянтин Паливода.** Капітальні інвестиції: фінансово-економічна сутність та форми прояву 46

БАНКІВСЬКІ ТЕХНОЛОГІЇ

- Ольга Вовчак, Ірина Ковалишин.** Система іпотечних облігацій як механізм рефінансування іпотечних кредитів: європейська практика та впровадження в Україні 56
- Олена Чуб.** До питання використання банками механізмів сек'юритизації активів 66
- Віра Крилова, Валентин Сатинський, Оксана Приходько.** Розрахунок капіталу банку під процентний ризик торгового портфеля 73

АНАЛІЗУЮТЬ НАУКОВЦІ

- Андрій Скарнєв.** Контролінгові аспекти реінжинірингу бізнес-процесів підприємства 81
- Олександр Любунь.** Оцінка ефективності банківської діяльності у промисловому секторі економіки 87

РЕЦЕНЗІЇ

- Василь Кравченко.** Фундаментальне дослідження капітальних інвестицій 91
- Анотації 95

CONTENTS

THEORY AND PRACTICE

- Oleg Kolodiziev, Viacheslav Poliakov.** The Role and Place of the Funds of Sovereign Wealth in Forming Global Capital Flows 3
- Igor Doroshenko, Olexii Deli.** Theoretical-Methodological Foundations of the Conception of Financial Markets’ Development under the Conditions of Global Crisis 20

PROBLEMS OF MACROECONOMICS

- Yurii Kharazishvili, Nadiya Dmytrenko.** Prognosticating the Cash and Optimum Part of the Wages Fund 32
- Kostiantyn Palyvoda.** Capital Investments: Financial-Economic Essence and Forms of Manifestation. 46

BANKING TECHNOLOGIES

- Ol’ga Vovchuk, Iryna Kovalyshyn.** The System of Mortgage Bonds as a Mechanism of Refunding Mortgage Credits: European Practice and its Introduction in Ukraine 56
- Olena Choub.** On Application by the Banks of the Mechanisms of Securitization of Assets 66
- Vira Krylova, Valentyn Satyns’kyi, Oksana Prykhod’ko.** Calculating the Bank’s Capital at an Interest Risk of Trade Portfolio. 73

SCIENTISTS ANALYSE

- Andrii Sknar’.** Controlling Aspects of Reengineering the Enterprises’ Business Processes 81
- Olexandr Liubun’.** The Estimation of the Efficiency of Banking Activities in the Industrial Sector of Economy. 87

REVIEWS

- Vasyl’ Kravchenko.** Fundamental Inquiry on Capital Investments 91
- Annotations 96

Індекс журналу в каталозі передплатних видань України 74060.

Постановою президії ВАК України від 9 червня 1999 р. № 1-05/7 журнал “Банківська справа” внесено до Переліку № 1 наукових фахових видань України, в яких можуть публікуватися результати дисертаційних робіт з економічних наук на здобуття наукових ступенів доктора і кандидата наук.

Головний редактор — В.Д. БАЗИЛЕВИЧ

Керівник проекту “Журнал “Банківська справа” — В.І. КАРАСЬОВ

Редакційна рада: А.С. ГАЛЬЧИНСЬКИЙ, В.М. ГЕЄЦЬ, В.О. ЛИТВИЦЬКИЙ, А.М. МОРОЗ, А.І. СТЕПАНЕНКО.

Редакційна колегія: В.І. КАРАСЬОВ, В.Д. БАЗИЛЕВИЧ, В.А. ГЛАДКИЙ — заступник головного редактора, В.П. РОЗУМНИЙ — відповідальний секретар, О.В. ВАСЮРЕНКО (м. Харків), Г.В. ЗАДОРЖНИЙ (м. Харків), О.А. КИРИЧЕНКО (м. Київ), Т.Т. КОВАЛЬЧУК (м. Київ), В.Д. ЛАГУТІН (м. Київ), І.О. ЛЮТИЙ (м. Київ), В.І. МІЩЕНКО (м. Київ), К.В. ПАЛИВОДА (м. Київ), С.М. ПАНЧИШИН (м. Львів), Т.С. СМОВЖЕНКО (м. Львів), С.І. ЮРІЙ (м. Тернопіль).

Над журналом працювали: Ю.М. Заїка, Л.В. Кирпич, Л.С. Кулешова, Ю.О. Загоруйко, Ю.М. Проценко, Л.І. Жиборовська, С.М. Сафронова.

Видання зареєстровано в Держкомпресі України. Свідоцтво КВ № 820 від 07.07.1994. Усі права застережено. Передруки і переклади дозволяються лише за згодою автора та редакції. Редакція не обов’язково поділяє думку автора. Відповідальність за достовірність фактів, цитат, власних імен, географічних назв та іншої інформації несуть автори публікацій. Відповідальність за зміст рекламних оголошень несе рекламодавець.

Адреса редакції: 01034, м. Київ, вул. Стрілецька, 28, тел. (044) 272-42-91, факс (044) 234-23-36.

E-mail: banking@banking.com.ua <http://www.banking.com.ua>

Видавець — Товариство “Знання” України, КОО.

Підписано до друку 21.04.2009. Формат 70×108 1/16. Папір офс. №1. Друк офс. Гарнітура шкільна.

Ум. друк. арк. 8,3. Обл.-вид. арк. 8,4. Наклад 1000 примірників. Зам. № 9-483

АТ “Віпол”, 01154, м. Київ, вул. Волинська, 60.

© “Банківська справа”, 2009



**Олег
Колодізєв**

Завідувач кафедри банківської справи Харківського національного економічного університету, кандидат економічних наук, доцент

РОЛЬ ТА МІСЦЕ ФОНДІВ СУВЕРЕННОГО БАГАТСТВА У ФОРМУВАННІ ГЛОБАЛЬНИХ ПОТОКІВ КАПІТАЛУ



**В'ячеслав
Поляков**

Заступник директора регіонального представництва у Харкові Компанії з управління активами *Parex Asset Management Ukraine*

Стрімкий розвиток інтеграційних процесів у структурі відносин глобального фінансового ринку сприяє формуванню умов для економічного зростання світової економіки. Як зазначають провідні фахівці з вивчення проблем лібералізації фінансових відносин та розвитку науково-технічного прогресу, "...швидке збільшення обсягів активів, які перебувають під управлінням інституціональних інвесторів, випереджає зростання пропозиції фінансових ресурсів сприяли розширенню обсягів транскордонних активів"¹.

Останнім часом значно зростає інтерес до діяльності фондів суверенного багатства (ФСБ). Дослідженню проблем їх діяльності присвячена доволі незначна кількість публікацій про первинний практичний досвід, наукових праць як зарубіжних дослідників, так і вітчизняних науковців. Уважаємо за доцільне відзначити зусилля фахівців Світового банку, Deutsche Bank, Norges Bank, МВФ і тих, хто має безпосереднє відношення до відображення подій та бере участь у вирішенні цих проблем. Серед авторів офіційних зарубіжних видань заслуговують на увагу дослідження таких фахівців, як С. Джонсон, Р.М. Кіммет, К. Кох, Р. Керу, С. Керн, Ч. Пазарбашолу, М. Госвами, а також вітчизняних вчених, серед яких Є. Мазін, Б. Пшик та ін.

Проте відзначаючи певні позитивні результати, досягнуті переважно зарубіжними науковцями, в дослідженні ролі, місця та перспектив діяльності фондів суверенного багатства з метою реалізації завдань фінансового регіонального розвитку, слід зазначити, що вивчення сутності цього питання — на початковому етапі. Це і зумовлює необхідність подальшого формування теоретичної бази та поглиблення науково-методичних засад для проведення негайних досліджень у цьому напрямі, що і свідчить про актуальність пропонованої статті.

Фонди суверенного багатства (SWFs — Sovereign wealth funds) — або державні інвестиційні фонди — це "фінансові важкоатлети", що володіють величезними коштами, які належать державам. Країни світу підтримують або управляють громадськими фондами й інвестують їх у

¹ Пазарбашолу Ч., Госвами М., Ри Дж. *Меняючийся облик інвесторів // Финансы @ развитие. — 2007. — № 3. — С. 28—31.*

широкий діапазон активів різних видів. Ресурси ФСБ головним чином формуються від надлишку ліквідності в суспільному секторі, що походить від урядових фінансових надлишків, або є офіційними резервами центральних банків.

Фонди суверенного багатства можуть бути поділені на два типи фондів згідно з їх первинною метою формування. *Перший тип* — це так звані *стабілізаційні фонди*, метою яких є вирівнювання бюджетної і фінансової політики країни, відособлення їх від короткострокових бюджетних або резервних подій, які можуть бути викликані змінами цін на основних ринках, тобто цін на нафту або корисні копалини, а також змінами валютних курсів.

Другий тип — це *ощадні фонди* або *фонди майбутніх поколінь*, які накопичують запаси багатства країни для майбутніх поколінь за рахунок використання активів, які ці фонди розміщують для інвестування доходів від використання природних ресурсів країни.

Спочатку задумані іноземними урядами у 1950-х роках як засіб інвестування надмірних валютних доходів ФСБ усе більше привертають увагу на тлі зростання кількості і розмірів, а також їх потенційного економічного і політичного впливу. З 2000 р. кількість тих фондів, що належать державам, подвоїлася з 20 майже до 40 фондів, під управлінням яких знаходиться приблизно 1,9 трлн дол. США та 3,1 трлн дол. США глобальних активів відповідно.

До сьогодні холдинги залишаються вельми сконцентрованими, з виділенням головних п'яти топ-фондів із загальної кількості, що мають відношення приблизно до 70 % загальних активів цієї індустрії².

Усі країни світу мають валютні запаси (як правило, в доларах, євро або єнах). Коли країна, управляючи позитивним сальдо поточного рахунку, накопичує більше запасів, ніж це потрібно для реалізації негайних цілей, вона може створити ФСБ, щоб управляти цими “надлишковими” ресурсами.

Незважаючи на спільні цілі й інвестиційну поведінку, характерні для інших типів фондів — пенсійних, інвестиційних фондів і трастів, хедж-фондів або фондів приватних активів, ФСБ, по суті, відрізняються від них, оскільки вони не є приватними. Це ключовий момент, який визначає важливі питання щодо термінів фінансової ринкової політики корпоративного управління. У табл. 1 наведені основні світові ФСБ.

Діяльність фондів, що належать державі, представляє тільки один із способів підтримки фінансових і корпоративних активів, залежно від поглядів цієї держави. Країна вкладає капітал безпосередньо у фінансові активи, особливо акції, і діє як пасивний або активний міноритарій або основний утримувач акцій. Так само державні суб'єкти можуть тримати активи від імені держави. Ці суб'єкти, перш за все, включають центральні банки, що підтримують офіційні резерви.

Країни також можуть бути непрямыми власниками фінансових активів через діючі державні компанії, які, у свою чергу, мають частки у приватних компаніях. І, нарешті, держави можуть вдаватися до неофіційного впливу на приватні корпорації, наприклад, впливаючи на

² Johnson S. *The Rise of Sovereign Wealth Funds // International Monetary Fund*. — 2007. — September.

Таблиця 1. Двадцять найбільш важливих світових фондів суверенного багатства

Країна	Назва фонду	Сума, млрд дол. США	Рік заснування	Джерело походження коштів
ОАЕ	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	875	1976	Нафта
Сінгапур	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	330	1981	Нетоварні позиції
Норвегія	Government Pension Fund-Global (GPFGB)	322	1990	Нафта
Саудівська Аравія	Кілька фондів	300	—	Те саме
Кувейт	Kuwait Investment Authority (KIA)	250	1953	“—”
Китай	China Investment Company Ltd.	200	2007	Нетоварні позиції
Гонконг	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	140	1998	Те саме
Росія	Stabilization Fund of the Russian Federation (SFRF)	127	2003	Нафта
Китай	Central Hujin Investment Corp.	100	2003	Нетоварні позиції
Сінгапур	Temasek Holdings	108	1974	Те саме
Австралія	Australian Government Future Fund (AGFF)	50	2004	“—”
Лівія	Reserve Fund	50	—	Нафта
Катар	Qatar Investment Authority (QIA)	40	2000	Те саме
США	Alaska Permanent Reserve Fund Corporation (APRF)	40	1976	“—”
Бруней	Brunei Investment Agency (BIA)	35	1983	“—”
Ірландія	National Pensions Reserve Fund (NPRF)	29	2001	Нетоварні позиції
Алжир	Reserve Fund	25	—	Нафта
Південна Корея	Korea Investment Corporation (KIC)	20	2006	Нетоварні позиції
Малайзія	Khazanah Nasional BHD (KNB)	18	1993	Те саме
Казахстан	Kazakhstan National Fund (KNF)	18	2000	Нафта, газ, метали
Всього		3 190		

корпоративні рішення або вибір методів управління приватних компаній. Усе це є важливими важелями державного впливу на приватний сектор, що у багатьох випадках сьогодні істотніше, ніж вплив фондів суверенного багатства.

Оцінка розміру ринку і визначення тенденцій зростання. Оскільки ФСБ зазвичай не розкривають детальну інформацію про свої операції, індивідуальні показники і повні обсяги своїх активів, що знаходяться в їх управлінні і належать державі, розмір ринку не може бути визначений кількісно з достатньою точністю.

За ринковою оцінкою, активи, що знаходяться в управлінні ФСБ, можуть нині складати до 3,1 трлн дол. США. Це вдвічі більше за обсяги індустрії хедж-фондів, які консолідують 1,4 трлн дол. США активів у своєму управлінні, але становлять лише 1/7 глобальної індустрії інвестиційних фондів (21 трлн дол. США активів в управлінні), і меншими ніж 5 % від банківських активів усього світу (рис. 1). Відносно оцінки реальних розмірів, таким чином, зазначимо, що ФСБ — значуща індустрія порівняно з хедж-фондами, але нині є набагато меншою, ніж більшість інших типів інституційних інвесторів.

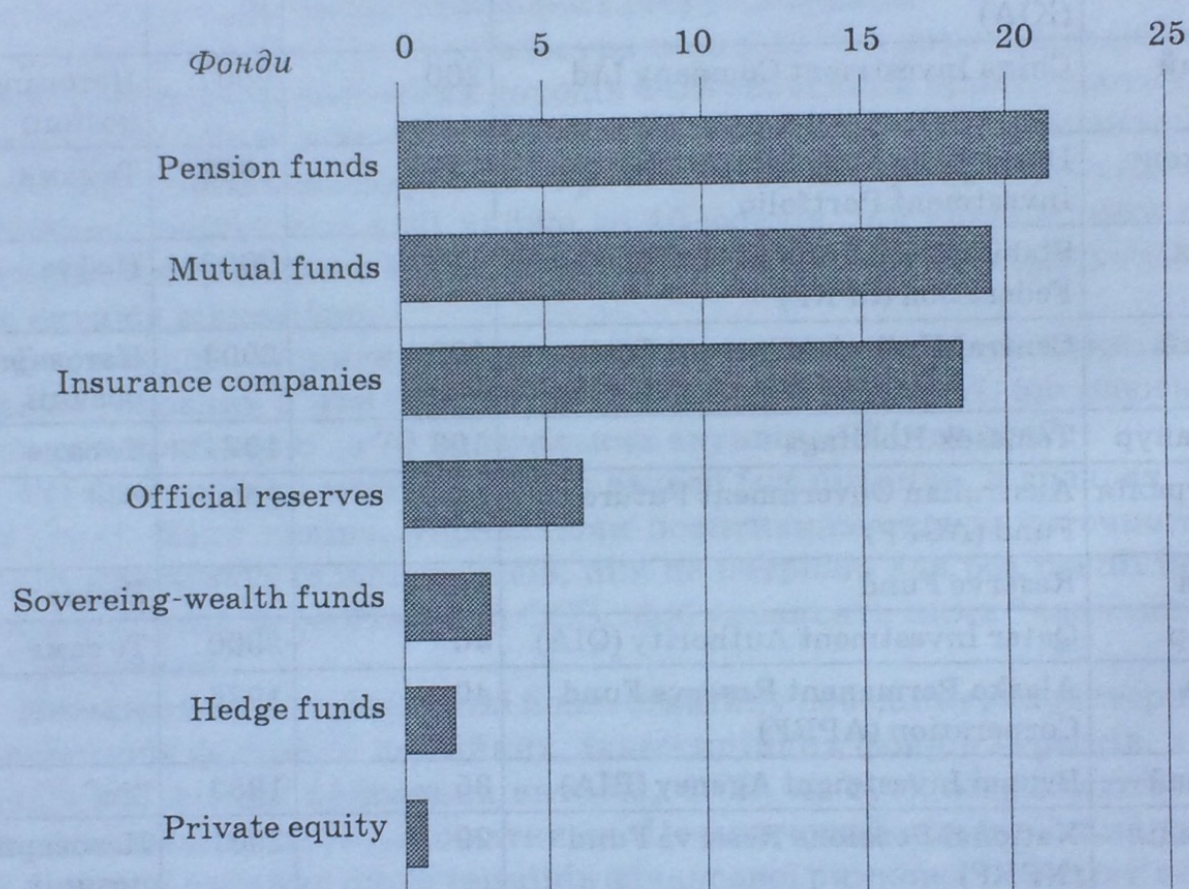


Рис. 1. Розмір світових активів в управлінні фондів, трлн дол. США

Якщо говорити мовою цифр, то зростання офіційних резервів у всьому світі було відчутним — середня щорічна норма зростання становила 13 % протягом минулого десятиліття і 20 % тільки за минулі п'ять років. Накопичення доходів і запасів у країнах продовжуватиметься так довго, доки буде підтримуватися рівень споживання і виробництва в промислово розвинутих країнах і країнах з економікою, що формується.

За висновками експертів, сумарні надлишки їх поточного рахунку залишаться і будуть виключені з основних регуляторів обмінних курсів щодо реалізації політики обмінного курсу. Вірогідною залишиться тенденція до зростання ставок щодо заощаджень, особливо у США. Зростання внутрішнього попиту в економіках азіатських країн і подальша ди-

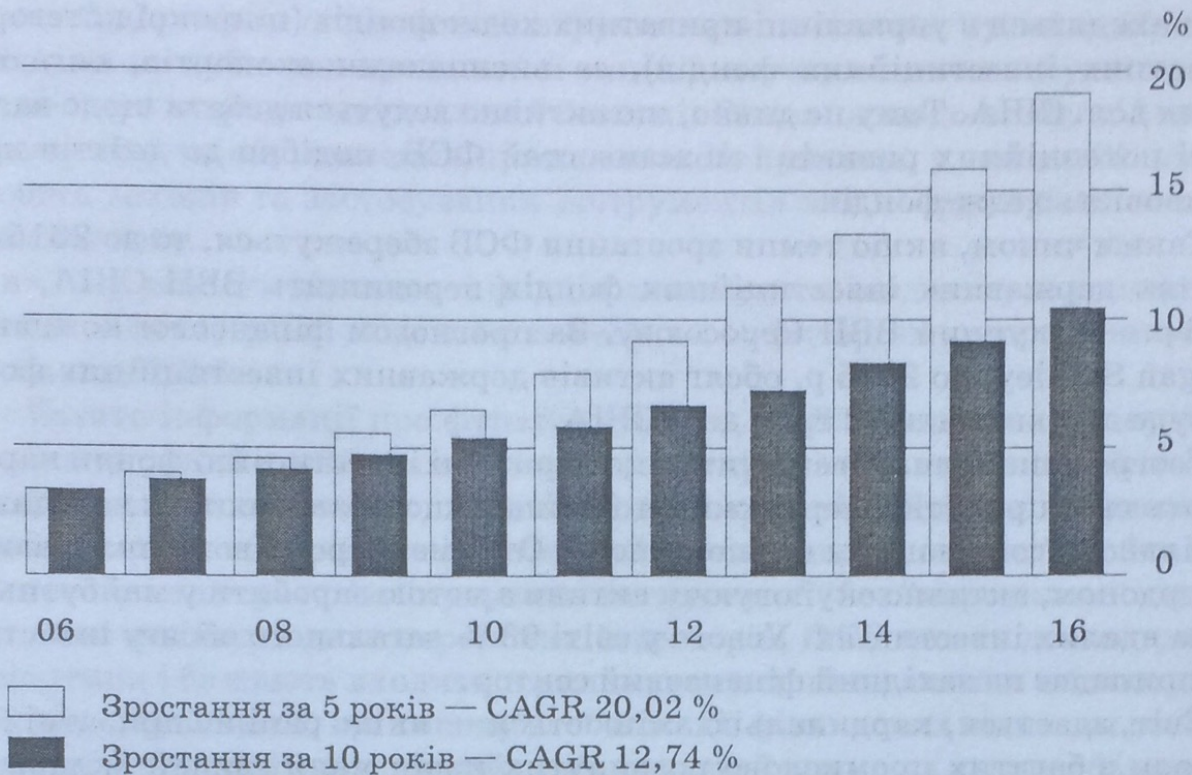


Рис. 2. Динаміка зростання ФСБ

Примітка. CAGR (Compounded Average Growth Rate) — складена середня норма зростання протягом декількох років. Це геометричне середнє число щорічних норм зростання. CAGR використовується для опису зростання протягом певного періоду деякого елемента бізнесу, зазвичай доходу.

версифікація доходів на Близькому Сході можуть, проте, сприяти пом'якшенню глобальної невідповідності поточного рахунку в наступні роки. Таким чином, можна стверджувати, якщо офіційні резерви будуть і надалі зростати середніми десятирічними темпами, а ФСБ водночас будуть збільшуватися, то загальні активи, що знаходяться під управлінням ФСБ, можуть, за інших рівних умов, збільшитися більш ніж на 5 трлн дол. США протягом наступних п'яти років і понад 10 трлн дол. США протягом наступного десятиріччя, як показано на рис. 2.

Насправді 3,1 трлн дол. США — це багато чи мало? Так, ВВП США становить 12 трлн дол. США, загальна вартість цінних паперів (враховуючи облігації й акції), деномінованих у доларах США, за оцінками експертів, складає більш ніж 50 трлн дол. США, а вартість цінних паперів у глобальному масштабі наближається до 165 трлн дол. У цьому контексті 3,1 трлн — істотні, але не величезні. Тому "...маловірогідно, що ФСБ мають достатні можливості диктувати фінансову волю світовій економіці. Навіть така висока оцінка, майже в 3,1 трлн дол. США, активів, в умовах сьогодення — всього лише невелика частка всіх глобальних інвестицій, які консервативно оцінені в межах 165 трлн"⁸.

Водночас, такі обсяги активів — це обсяги, які є більшими за розміри деяких ринків, що розвиваються. Загальна вартість ринку цінних паперів в Африці, на Близькому Сході і в країнах Європи, де ринки ще формуються, за оцінками аналітиків, складає 4 трлн дол. США. Приблизно такий самий розмір подібних ринків у всій Латинській Америці. Активи,

⁸ Kimmett R.M. *Public Footprints in Private Markets // Foreign Affairs.* — 2008. — January/February.

що знаходяться в управлінні приватних хедж-фондів (широкої категорії приватних інвестиційних фондів), за висновками експертів, сягають 2 трлн дол. США. Тому не дивно, що активно ведуться дебати щодо вагомості потенційних ризиків і можливостей ФСБ, подібно до дебатів про впливовість хедж-фондів.

Таким чином, якщо темпи зростання ФСБ збережуться, то до 2015 р. капітал державних інвестиційних фондів перевищить ВВП США, а у 2016 р. — сукупний ВВП Євросоюзу. За прогнозом фінансової компанії Morgan Stanley, до 2015 р. обсяг активів державних інвестиційних фондів буде дорівнювати 12 трлн дол. США.

Географічний аналіз свідчить, що державні інвестиційні фонди нарощують свої прибутки переважно в країнах, що розвиваються, завдяки стабільно високим цінам на енергоносії. Отримані гроші вони вкладають за кордоном, активно скуповуючи активи з метою заробити у майбутньому на вдалих інвестиціях. Усього у світі 93 % загального обсягу інвестицій припадає на західний фінансовий сектор.

Світ, здається, кардинально змінюється — якщо раніше приватні інвестори з багатих промислово розвинутих країн мали звичай вкладати капітал по всій земній кулі, то сьогодні уряди країн з економікою, що формується, стають основними акціонерами західних компаній, про що свідчать статистичні дані, наведені на рис. 3.

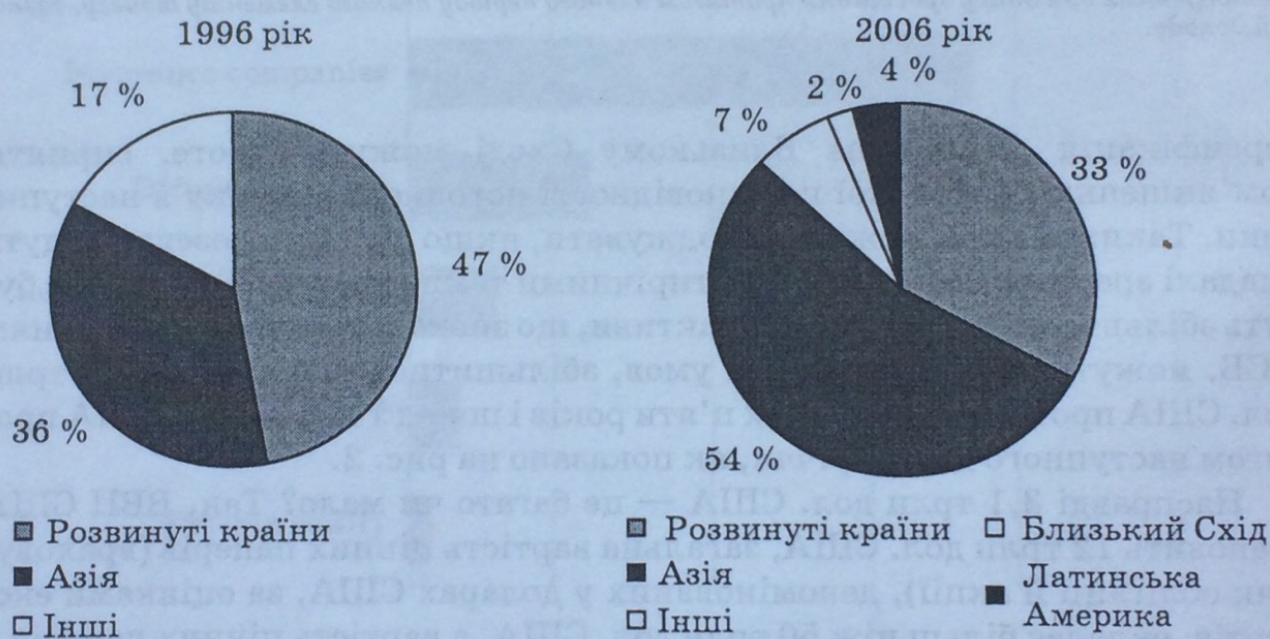


Рис. 3. Регіональний розподіл офіційних резервів, у відсотках до загальносвітових*

* Джерело: Дослідження Deutsche Bank, вересень 2007.

Незважаючи на свої порівняно незначні розміри, зростання ФСБ має серйозне значення для забезпечення глобальної фінансової ринкової стабільності, корпоративного управління і реалізації національних інтересів. Тому політика фондів суверенного багатства має базуватися на таких ключових принципах:

- Відкритість ринків для іноземних інвестицій фондів (основне правило).
- Відкритість доступу до ринкового простору.

- Відсутність політичного втручання з політично чутливими інвестиціями як найменш прийнятної опції, і застосування лише у випадках, коли існує загроза національній безпеці. Рішення щодо плану дій мають базуватися на обумовлених принципах. Наприклад, у межах ЄС проект певних заходів та застосування інструментів має координуватися всіма учасниками.

- Прозорість діяльності фондів досягається завдяки узгодженим на міжнародному рівні кодексам поведінки і критеріям, розробленим, наприклад, МВФ.

Багато інформації про функціонування ФСБ залишається закритою, оскільки уряди країн вважають за краще тримати в таємниці обсяги активів, пасивів або зміни інвестиційних стратегій. Доречно зауважити, що їх діяльність зорієнтована традиційно на “довгу позицію”, тобто вони застосовують стратегію “купувати-та-тримати”, без “коротких позицій”. Подібно до інших довгострокових інвесторів, ФСБ мають довгострокові орієнтири і бажають входити в ринок, коли ціни на активи падають. Необхідно зауважити, що в епоху глобалізації фінансових відносин реалізація такої стратегії має певний стабілізуючий вплив на світову фінансову систему.

Класифікація фондів суверенного багатства за джерелами походження і визначення їх типів. Згідно з компетентною думкою провідних фахівців, існує дві загальні категорії фондів суверенного багатства, заснованих на джерелі валютних активів⁴.

Тип перший, так званий *товарний ФСБ* фінансується за рахунок надмірних валютних доходів від товарного експорту або державних податків. Коли товарні ціни знаходяться на високому рівні, як ми спостерігаємо сьогодні на нафтовому ринку, експортери мають істотні прибутки, які можуть нівелювати внутрішню інфляцію. Але у випадку, коли товарні ціни падають, наслідки для країн, які покладаються на експортний дохід як первинне джерело урядового доходу, можуть бути руйнівними та коштувати дуже дорого. Тому ФСБ — “саме той механізм, який може використовуватися, щоб згладжувати подібні ефекти мінливих цін на потоки доходу, зберігати багатство, отримане за рахунок природних ресурсів країни, для наступних поколінь”⁵.

Але товарні ресурси не єдине джерело суверенного багатства країни. Багато азійських ринків, що формуються, забезпечували управління надлишками поточного рахунку разом з управлінням своїми обмінними курсами. Оскільки країни поглинали долари, використовуючи урядові зобов’язання, вони накопичували резерви. Спочатку країни вважали за краще вкладати в безпечні ліквідні активи, подібні до американських казначейських зобов’язань. Але тепер економіки Китаю, Південної Кореї і Тайваню мають у своєму розпорядженні більше резервів, ніж їм необхідно для захисту від фінансових потрясінь. З огляду на це уряди країн світу природно хочуть сформуванню й забезпечити вищий рівень прибутковості, ніж той, який гарантують казначейські зобов’язання. Тому вони і створюють фонди, щоб самим більш ефективно управляти своїми активами.

⁴ *Sovereign Wealth Funds — State Investments on the Rise / Deutsche Bank Research // Current Issues. — 2007. — September 10. — P. 4.*

⁵ *Перспективи розвитку світової економіки / МВФ, жовтень 2007.*

Другий тип, відомий як *нетоварний ФСБ*, фінансується через додаткові іноземні валютні активи, накопичені як результат управління постійними надлишками балансу поточного рахунку. Так, Китай у вересні 2007 р. створив свій власний нетоварний ФСБ — Корпорацію Інвестицій Китаю — КІК (the China Investment Corporation (CIC))⁶.

Ідея про те, що уряди повинні відкласти дещо на чорний день, має довгу історію. Кірибаті — маленька тихоокеанська острівна країна, яка добувала для добрив гуано, заснувала Резервний фонд вирівнювання доходів Кірибаті (Kiribati Revenue Equalisation Reserve Fund) у 1956 р. Сьогодні гуано давно закінчилося, але гроші (400 млн дол. США) залишаються й нині. Якщо цим 400-мільйонним фондом управляти з прибутковістю 10 % річних, це збільшить ВВП острова у шість разів. Багато нафтових виробників у наші дні управляють активами за подібною схемою зі схожих причин. Упровадження такого підходу є дуже ефективною політикою, яка працює на майбутнє. Необхідно дуже ретельно зберігати те, що маєш, на роки вперед, коли ціни на нафту можуть знизитися, для поколінь, які житимуть після того, як нафта закінчиться.



Рис. 4. Динаміка порівняльної прибутковості активів

* *Примітка.* Morgan Stanley Capital International Indices — міжнародні індекси капіталів Морган Стенлі, що розраховуються "Морган Стенлі капітал інтернешнл груп" для більш ніж 45 фондових ринків світу.

Крім того, прибутковість портфеля активів буде вищою, ніж окремого товару. На рис. 4 показано, наскільки прибутковість акцій перевищила прибутковість операцій від продажу нафти в період між 1985 і 2007 рр. Для експортера краще продати так багато нафти, як він може це зробити сьогодні, й інвестувати отримані кошти в отримання доходів,

⁶ Sovereign Wealth Funds — State Investments on the Rise / Deutsche Bank Research // Current Issues. — 2007. — September 10. — P. 4.

ніж залишити нафту в землі, сподіваючись на розширення виробництва у наступні десятиліття. Сучасні події щодо змін цін на нафту й інші товари тільки додає привабливості такій стратегії.

У реальності, додаткові прибутки й резерви, які інвестуються у ФСБ, у більшості випадків походять від продажу нафти, газу або інших природних ресурсів. Це відображено в огляді джерел формування ФСБ, наведеному в табл. 1.

Більшість ФСБ були засновані від нафтового експорту багатими цим товаром країнами, в яких накопичуються доходи від продажу природних ресурсів або податків, що залишаються від продажу цих товарів. Типовими прикладами країн, що експортують нафту і використовують ФСБ, є: Кувейт, Катар, ОАЕ, Саудівська Аравія, Росія, Венесуела, Штат Аляска у складі США. У Чилі, Ботсвані й Кірибаті природні ресурси у вигляді міді, алмазів або корисних копалин переважно формують основу фінансування фондів суверенного багатства.

Потенційні переваги передачі управління національним багатством до фондів суверенного багатства можна узагальнити так.

- **Стабілізація багатства нації з урахуванням фактору часу.** Фонди суверенного багатства, особливо стабілізаційні фонди, можуть допомогти захистити економіку від мінливості вартості нафти або інших предметів споживання на товарних ринках. У цьому випадку фонд слугує ліквідним пулом, який поповнюється під час періоду сприятливих цін на товари або притоку резервів і який може бути використаний у разі падіння цін на актив або його відсутності.

- **Диверсифікація національного багатства.** Країнам — експортерам нафти або інших товарів доволі часто доводиться управляти ризиком концентрації, що є істотним унаслідок їх залежності від природного ресурсу, який вони продають на міжнародних ринках. Цей ризик має відношення до наявних природних ресурсів так само, як і до небезпеки переміщення капіталу. Продаж природних ресурсів, у свою чергу, приводить до переоцінки реального обмінного курсу і, таким чином, зменшує конкурентоспроможність інших секторів економіки. Диверсифікація національного багатства, інвестування капіталу на принципах інтернаціоналізації відносин у великий діапазон активів може забезпечити зменшення рівня ризику концентрації певної галузі економіки.

- **Оптимізація портфеля активів з урахуванням співвідношення факторів “ризик — прибутковість”.** Уряди країн прагнуть оптимізувати структуру національного багатства відносно співвідношення показників “ризик — прибутковість”. У більшості випадків портфелі активів центрального банку інвестуються у високоякісні урядові цінні папери й інструменти грошового ринку. Як свідчить статистика, за попередні 60 років існування ФСБ уряди країн заробляли близько 1 % реального доходу щорічно. Якщо розглянути альтернативний варіант, то, навпаки, еквівалентний реальний дохід щодо диверсифікованого портфеля з 60 % акцій і 40 % облігацій склав би в середньому приблизно 6 %, як показано в табл. 2.

Важливо звернути увагу, що проблеми безпеки та інші політичні загрози не характерні для типових країн-реципієнтів, але можуть бути також актуальними і для країн конкретного ФСБ. Фактично, багато економік країн, у яких є ФСБ, залишаються значно менш відкритими, ніж

Таблиця 2. Показники ризику і прибутковості інвестиційних портфелів

Умовний портфель 1946—2004 рр.	Середній реальний дохід, у відсотках річних	Середньорічне стан- дартне відхилення прибутковості, %	Вірогідність нега- тивної прибутко- вості для періоду в 10 років, %
Типовий портфель центрального банку	0,98	1,24	37,0
Типовий портфель пенсійних фондів	5,75	12,45	12,5
Портфель з усіх ЦБ США	7,11	19,37	13,3

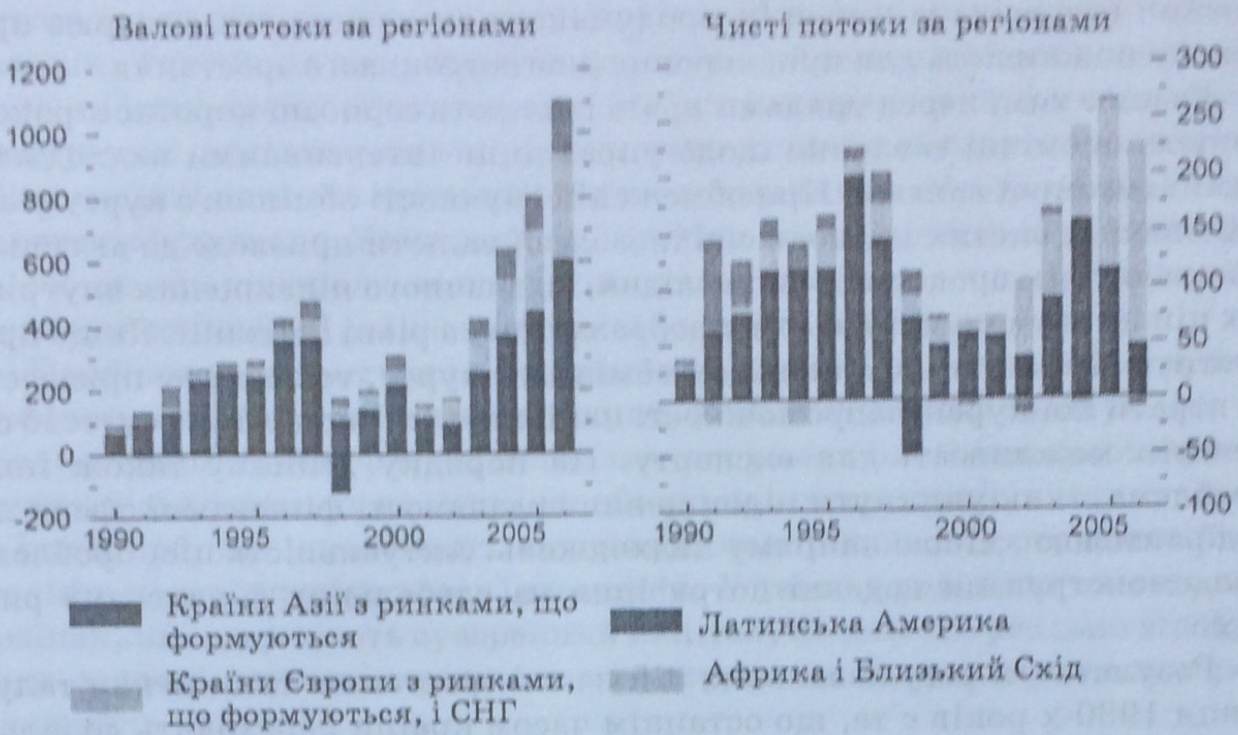
традиційно промислово розвинуті економіки. Наприклад, Росія спромоглася обмежити частку іноземної участі в економіці, особливо в сегменті виробництва вуглеводнів і запроваджує юридичні обмеження для іноземних інвестицій у майбутні стратегічні сектори своєї економіки. Так само і Китай встановлює безліч обмежень на прямі іноземні інвестиції, захищаючи свої ключові галузі промисловості, такі як телекомунікації і фінанси. На всі прямі іноземні інвестиції поширюється заборона участі іноземців у внутрішніх компаніях більше 25 %. Країни — члени Ради об'єднання країн Персидської затоки, у свою чергу, захищаються від втручання іноземних інвесторів у нафтодобувну галузь, банківську справу і ринки нерухомості.

Дослідження проблеми значних надходжень іноземної валюти. Практичний досвід функціонування фондів суверенного багатства однозначно підтвердив, що вони є значними потоками капіталу, які реально можуть впливати на показники обмінного курсу, інфляції та ін. Вірогідність такого впливу значно збільшується для країн, ринки яких знаходяться на етапі формування. Безперечним є такий факт: якщо та чи інша країна має незначні за світовими мірками показники грошової маси, сукупну капіталізацію підприємств, то вплив потоків капіталу на її економіку може відчутним⁷. Так, і Україну з її економікою, що розвивається, можна віднести до такого типу країн. Цей факт свідчить про необхідність вживання додаткових заходів урядом України для підвищення уваги до процесу управління впливом іноземних інвестицій на національну економіку та її безпеку.

Показники динаміки чистих надходжень іноземної валюти в багатьох країнах з ринком, що формується, у 2007 р. знаходилися на рекордно високому рівні (рис. 5) і загальна тенденція залишилася позитивною.

Як показано на рис. 5, валові потоки в доларовому еквіваленті різко збільшилися за останні декілька років до рівнів, що в два рази перевищують пік, досягнутий у 1996 р. На думку аналітиків, такі показники валових потоків частково відображають процес так званої *трансграничної фінансової диверсифікації*. Потоки капіталу в країни з ринками, що формуються, досягли рекордних рівнів у 2005—2006 рр. і продовжували зростати в першій половині 2007 р., незважаючи на нещодавні потрясіння на фінансових ринках. Це підтверджує той факт, що достатність ва-

⁷ Перспективи розвитку світової економіки / МВФ, жовтень 2007.



Валові потоки



Рис. 5. Потоки приватного капіталу в країни з ринком, що формується, млрд дол. США*

* Джерело: МВФ, база даних "Перспективи розвитку світової економіки і розрахунки персоналу МВФ."

лютних ресурсів, за умови їх продуманого використання, створює прекрасну можливість для прискорення довгострокового зростання.

Разом з тим, перед урядами країн постають серйозні короткострокові макроекономічні завдання щодо управління інтенсивними надходженнями іноземної валюти. При обмеженій гнучкості обмінного курсу різке збільшення чистих надходжень іноземної валюти призведе до активізації кредитних процесів і, як наслідок, до значного підвищення внутрішніх цін на активи, що з часом відобразиться на рівні інфляції. Якщо пустити ситуацію зі зміцненням обмінного курсу, то це може призвести до втрати конкурентоспроможності національної економіки і суттєво обмежити можливості для експорту. На порядку денному також інша проблема — як уникнути підвищення вразливості фінансової сфери перед раптовою зміною напрямку надходжень. Актуальність цієї проблеми продемонстрували недавні потрясіння на глобальних фінансових ринках.

Результатом регулювальних дій на тлі зростання потоків капіталу з кінця 1980-х років є те, що останнім часом країни переходять до більш гнучких валютних режимів регулювання і більшою мірою допускають підвищення обмінних курсів, хоча валютні інтервенції центрального банку залишаються основним інструментом протидії підвищенню курсу. Подібні результати можна було спостерігати, коли обмінні курси значно підвищилися, наприклад, у латиноамериканських країнах, що застосовують таргетування інфляції (Бразилія, Колумбія, Мексика і Чилі), та у азійських країнах (Індія, Корея, Таїланд). Не стала винятком й Україна, що здійснила у травні 2008 р. ревальвацію національної валюти до долара на 4,1 % з рівня 5,05 до 4,85 (наявний курс на 8,5 % з 5,00 до приблизно 4,60).

Реалізація подібних заходів дає змогу підсилити прямий контроль як за грошово-кредитною базою, так і за зростанням обсягів кредитування. При цьому такі заходи допомагають обмежити дії щодо односторонньої зміни курсу і, тим самим, обмежити стимули для додаткового надходження капіталу. Як свідчить практика, в умовах значного припливу капіталу країни також продовжують здійснювати інтервенції, паралельно накопичуючи резерви у спробах обмежити рівень зростання обмінного курсу. Хоча досвід показує, що подібні інтервенції не бувають успішними впродовж тривалого періоду.

Обмеження бюджетних витрат в умовах значного припливу капіталу також допомагають знизити тиск на реальний обмінний курс і ризики, коли надходження поступово сповільнюються або змінюються відпливом. Країнам, що відчують проблеми “перегріву економіки” в контексті швидкого зростання виробництва і припливу капіталу, було корисним більшою мірою обмежити бюджетні витрати, а також зберігати значно більшу частку активів у швидко зростаючих доходах. Такі дії були б більш доцільними, ніж ті, що допускають стрімке зростання державних витрат або передчасне зниження податків. У сучасних умовах це особливо актуально для країн СНД, що мають значний дефіцит рахунку поточних операцій і в економіці яких особливо помітні “вузькі місця” — швидке зростання державних витрат.

Окрім інструментів макроекономічної політики, деякі країни вживають заходів щодо обмеження або заборони надходжень капіталу, встано-

вивши нормативи безпроцентних обов'язкових резервів для певних видів активів. Так, Індія запровадила додаткові обмеження щодо зовнішніх комерційних позик. Ефективність таких заходів, як правило, з часом знижується, оскільки інвестори знаходять способи обходити встановлені обмеження, і це може призводити до негативних наслідків для розвитку фінансової системи. Узагальнення досвіду реальних подій свідчить про те, що заходи контролю за операціями з капіталом істотно не впливають на макроекономічні результати трансформації капіталу.

Проблеми використання фондів суверенного багатства як інструменту фінансового чи політичного впливу. ФСБ, по суті, позиціонуються як урядові інвестиційні фонди, які за певних умов можна використовувати для реалізації певних політичних або економічних цілей, якщо суверенні інвестори, що управляють активами, мають бажання отримати більше, ніж просто прибуток від інвестицій. У такому разі ціни на активи в країнах, які одержують суверенний капітал, не можуть реально відобразити основні ринкові принципи, і ресурси не будуть ефективно розміщені⁸.

Зростання обсягів інвестицій з боку державних фондів викликає побоювання у розвинутих країн, куди в основному спрямовують кошти ФСБ, що уряди використовуватимуть ці фонди як інструменти політичного тиску. Лише невелика кількість публічної інформації доступна для громадськості щодо визначення реальних фінансових цілей суверенних інвесторів. Керівництва країн все більше замислюються над реальними вигодами від отримання інвестицій з цих фондів і мають побоювання щодо зростання наявної загрози їх економічній і національній безпеці. Так, Франція і Німеччина вже оголосили про намір блокувати вкладення державних фондів у свої економіки⁹.

Найбільша протидія діяльності фондів суверенного багатства спостерігається в Європі, де чиниться значний тиск на державні інвестиційні фонди, на відміну від Америки. США більш лояльно ставляться до присутності коштів державних інвестиційних фондів. Завдяки їм деякі фінансові інститути Америки змогли пережити кредитну кризу. За даними Global Insight, у 2007 р. державні інвестиційні фонди вклали до 80 млрд дол. США тільки у фінансові компанії Сполучених Штатів. Зокрема, державний інвестиційний фонд з Абу-Дабі вклав в період кризи 7,5 млрд дол. США в американський банк Citigroup. Крім того, цей банк отримав ще 6,8 млрд дол. США від сингапурського інвестфонду.

На думку експертів, існують ознаки того, що і Росія використовує свій стабілізаційний фонд (127 млрд дол. США) для задоволення стратегічних інтересів, у разі, коли вона нещодавно виявила цікавість до придбання великої частки головної корпорації, що володіє компанією Airbus.

Стосовно вивчення наслідків функціонування ФСБ, американцями висловлюється заклопотаність щодо того, що вони не є звичайними інвесторами. Їх зв'язки із зарубіжними урядами створюють потенційну можливість того, що вони будуть використані для політичного тиску, впливу на ринки або для підриву позицій економічних конкурентів.

⁸ Cox C. *The Rise of Sovereign Business, speech given.* — 2007. — December 5.

⁹ Carew R., Walker M., Cummins C., Bart K. *Barriers to Entry // The Wall Street Journal.* — 2008. — January 15. — P. C1.

Ось яскравий приклад протекціонізму: перший ФСБ, Kuwait Investment Office, у 1987 р. купив більш ніж 20 % компанії British Petroleum, тоді тільки що приватизованої. Британський уряд, очолюваний Маргарет Тетчер, не мав бажання бачити так багато національного багатства в руках іноземного уряду, а тим більше — нафтового виробника. Було вжито певних заходів і Кувейт вимушений був продати більше половини своєї частки.

Ризик того, що ФСБ можуть зловживати, є певною мірою теоретичним, але небезпека фінансового протекціонізму дуже реальна. Так, Ніколя Саркозі, французький президент, і Ангела Меркель, канцлер Німеччини, нещодавно висловили свої зауваження з цього приводу.

Стратегічним завданням ФСБ є інвестування державних грошей, переважно за кордон і на якомога більш тривалий період у відносно безризикові активи. Крім того, інтереси фондів також є різноманітними. Так, Норвегія розглядає свої кошти як пенсійний фонд, Росія та Іран мають стабілізаційні фонди, щоб протистояти мінливостям цін на енергоносії, Китай і Південна Корея висловлюють прагнення щодо збільшення доходів — і, можливо, шукають доступ на ринки інтелекту, ідей і технологій.

Визначення перспектив та прогнозу поширення практичного досвіду ФСБ. За повідомленнями офіційних джерел, протягом 2008 р. Росія накопичувала достатню кількість коштів на рахунках стабілізаційного фонду і висловлюється впевненість у готовності до їх інвестування за кордон. За приблизними оцінками розмір інвестицій може досягти 25 млрд дол. США. Міністерство фінансів Росії на основі вивчення досвіду інвестування фондів Норвегії і Сінгапуру передбачає майбутній рівень прибутковості від таких вкладень близько 3—4 %, при цьому наголошує на тому, що країна не має наміру придбавати контрольні пакети акцій компаній.

Інвестиційною стратегією Росії передбачається, що вкладення здійснюватимуться на дворічній основі. Є намір певну частину коштів інвестувати і на більш довгостроковий період, але переважно кошти інвестиційного фонду будуть спрямовуватися на придбання держоблігацій, а також вкладати їх як в акції й облігації компаній, так і у вторинні фінансові інструменти.

Досвід Норвегії і Сінгапуру — країн, що володіють одними з найбільших фондів майбутніх поколінь, є досить продуктивним. За кількісними показниками Норвезький державний пенсійний фонд є найбільшим серед пенсійних фондів Європи. Він був створений у 2006 р. шляхом реорганізації колишнього Нафтового фонду і тепер об'єднує кошти двох фондів: Pension Fund — Global і Pension Fund — Norway.

Норвегія є прикладом того, як можна надійно інвестувати кошти в активи від держоблігацій для придбання часток компаній. Так, у сферу інтересів державного пенсійного фонду у 2008 р. потрапили високодохідні сектори російської економіки, такі як нафтогазова галузь і металургія. З огляду на поточний обсяг коштів пенсійного фонду Росія може відчувати на собі тиск більше ніж 2,5 млрд дол. США інвестицій.

На кінець 2007 р. обсяг інвестиційного фонду, який управляється структурою центрального банку Норвегії Norges Bank, склав 2 019 млрд норвезьких крон, або 253 млрд євро (близько 400 млрд дол. США). Серед-

ньорічна прибутковість фонду з 1998 р. складає 6 %. Фонд функціонує як фонд майбутніх поколінь, інвестуючи нафтогазові доходи в акції й облігації зарубіжних компаній з метою збереження коштів для майбутнього, коли доходи від чорного золота вичерпаються. Близько 60 % засобів фонду зараз вкладено в облігації, розміщені на американському, європейському й азіатському ринках, решта коштів вкладена в акції іноземних компаній¹⁰.

Частка країн, що розвиваються, в портфелі фонду буде збільшена з 5 до 10 %. Включення більшої кількості ринків, що розвиваються, дозволить поліпшити диверсифікацію ризику, а еталонний портфель краще відображатиме ситуацію на світових фондових ринках. Як новий вид вкладень фонд має намір інвестувати в нерухомість, частка яких з часом буде доведена до 5 % від загального обсягу фонду. Згідно з планами уряду Норвегії передбачається збільшення частки в акціонерному капіталі компаній з 5 до 10 %. При цьому фонд залишиться фінансовим, а не стратегічним інвестором.

Аналіз останніх тенденцій підтверджує наявність ситуації щодо зміщення фінансової ваги із заходу на схід, особливо до Китаю, Азії, Близького Сходу та інших енергетичних регіонів. Так, Китай у вересні 2007 р. створив свій власний нетоварний ФСБ — Корпорацію інвестицій Китаю — КІК (the China Investment Corporation (CIC)). До утворення цієї організації Китай інвестував свої надмірні валютні запаси в американські урядові боргові зобов'язання, що дозволило Китаю заробити додаткові кошти з незначним рівнем ризику за рахунок інвестованих резервів. Але це принесло користь і американській економіці за рахунок зниження процентних ставок і зниження вартості залучення коштів для американських домашніх господарств і фірм. З КІК Китай матиме можливість отримувати більші прибутки переважно за рахунок формування більш диверсифікованого інвестиційного портфеля.

Як свідчить статистика, розмістивши 200 млрд дол. США валютних резервів Китаю, КІК став одним з найбільших у світі ФСБ після фонду Об'єднаних Арабських Еміратів Abu Dhabi Investment Authority з його 875 млрд дол. США в активах¹¹. При цьому було наголошено, що Китай буде здійснювати обережний підхід до своїх суверенних інвестицій, залишаючись осторонь від чутливих до змін іноземних галузей транспортування, енергії і телекомунікаційних активів.

Саудівська Аравія також інвестує приблизно 300 млрд дол. США в надмірні іноземні валютні запаси. Проте, враховуючи технічні аспекти механізму спрямування коштів, такі фонди не відносяться до ФСБ. У 2008 р. державний фонд почав діяти також і в Японії.

В умовах перерозподілу впливу на глобальні фінансові ринки деякі аналітики вважають, що уряди країн менше цікавляться доходами, отриманими від управління ФСБ, ніж можливим передбачуваним впливом на міжнародні позиції. Наприклад, Кевін Хассетт з американського Інституту підприємств (Kevin Hassett of the American Enterprise Institute) висловлює заклопотаність тим, що той самий Китай купив Citigroup. А що, “якщо США захоче прийняти сторону Тайваню в його конфлікті з

¹⁰ *Jen. Currencies: How Big Can Sovereign Wealth Funds Be by 2015.*

¹¹ *Ibid.*

Китаєм і потім буде загрозувати закрити банк? Або, менш апокаліптично, припустимо, що Венесуела викупила Alcoa і приступила до закриття його алюмінієвих плавильень у США” з метою переміщення виробництва до Латинської Америки як частини стратегії розвитку.

З погляду на забезпечення національної безпеки відзначимо, що у США, наприклад, створений Американський комітет з іноземних інвестицій США (The U.S. Committee on Foreign Investments in the United States — CFIUS), який забезпечує об'єктивний, відкритий механізм для розгляду і, якщо необхідно, здійснює блокування небезпечних іноземних урядових інвестицій, які можуть мати негативні наслідки для безпеки США. CFIUS володіє необхідними правами для додаткового дослідження потенційних операцій, в яких іноземний уряд або юридична особа, контрольована іноземним урядом, прагне придбати американські активи, особливо, енергетичні.

Приділяється також увага питанням інвестиційної політики ФСБ після поглинань Сінгапуром частки в 9 % UBS AG у грудні 2007 р. і придбанням Абу-Дабі частки в 4,9 % Citigroup Inc.

Хочеться відмітити, що ФСБ є, крім усього іншого, виключно важливим джерелом доходів для сторонніх фінансових компаній, які використовують ФСБ як донорів. Так, провідні інвестиційні банки Morgan Stanley and Lehman Brothers і багато дрібніших гравців відводять ФСБ спеціальну роль, фокусуючись на роботі з ними (ФСБ як донор), тримаючи для цього цілі підрозділи.

Фонди суверенного багатства мають довгострокові цілі. Компанії, що шукають стійку капітальну базу, можуть визнати ФСБ дуже привабливими і надійними інвесторами. І дійсно, державні фонди тривалий час користувалися значним попитом серед професійних інвесторів усіх континентів.

Зростання індустрії фондів суверенного багатства буде впливати не тільки на ринки цінних паперів, а також і на інвестиційні послуги щодо торгівлі й придбання акцій та боргових інструментів. З одного боку, ФСБ має вибір віддати в управління (outsourcing) усю або частину фондів зовнішнім менеджерам. Подібний метод був використаний Корпорацією інвестицій Кореї (Korea Investment Corporation), яка має близько трьох чвертей з 20 млрд дол. США свого портфеля в управлінні зовнішніх менеджерів.

Зберігається зростаюча тенденція купівлі-продажу ФСБ істотної частки акцій або боргових траншів у приватних компаніях. Такі процеси можуть спричинити появу складних інвестиційних банківських послуг. Вони включають консалтинг, оцінку, юридичний і бухгалтерський консалтинг, розміщення і розподіл, послуги врегулювання фінансових суперечок.

Висновки. В умовах активного нарощення темпів світових інтеграційних процесів, поглиблення глобалізації фінансових відносин неможливо уявити Україну як країну, яка б залишилася на їх узбіччі. Насамперед, цей факт стосується її особливого місця і ролі у геополітичному просторі. Фонди суверенного багатства є достатньо новим і могутнім гравцем на сучасному глобальному фінансовому ринку. Інвестиційні потоки не мають реальних меж, незважаючи на формальні обмеження з боку деяких країн. Як свідчать результати проведених досліджень, за таких об-

ставин суверенні інвестори не дуже зацікавлені у вкладенні своїх активів у вітчизняний фінансовий ринок. Але часи змінюються, змінюються обставини й умови економічного зростання України, з'являються цікаві можливості для інвестування коштів суверенних фондів у конкурентоспроможні галузі національної економіки.

Серед причин невикладення суверенними інвесторами коштів в активи фінансового ринку України можна назвати такі, що пов'язані з високим ступенем ризику неповернення коштів, недостатністю або взагалі відсутністю гарантій отримання прибутку. Крім того, зацікавленості фондів суверенного багатства у фінансуванні широкомасштабних інвестиційних та інноваційних програм в Україні за висновками експертів перешкоджає "недостатня прозорість і ліквідність ринку цінних паперів, несприятлива система оподаткування та наявність значних фінансових ризиків"¹².

Зі змінами економічних можливостей для національної економіки виникає необхідність чіткого розуміння нагальності вирішення проблем, які насамперед пов'язані з національною безпекою, збереженням самостійності стратегічних галузей економіки та забезпеченням ефективного контролю за раціональним використанням вичерпних природних ресурсів.

Через деякий період стануть актуальними питання про створення фондів суверенного багатства і в Україні, якщо їх функціонування буде доцільним для реалізації стратегічного завдання розвитку національної економіки — забезпечення соціально-економічного розвитку, підвищення добробуту населення та збереження суверенного багатства для майбутніх поколінь. Усе це потребує розуміння тих механізмів управління компетентними менеджерами на рівні держави, які будуть у майбутньому вирішувати питання діяльності суверенних фондів.

¹² Пшик Б. *Фонди суверенного багатства: зарубіжний досвід, проблеми та перспективи діяльності в Україні* // Вісн. Нац. банку України. — 2008. — № 7. — С. 36—40.

АНОТАЦІЇ

Олег Колодізев, В'ячеслав Поляков. *Роль та місце фондів суверенного багатства у формуванні глобальних потоків капіталу.*

Розглядаються тенденції розвитку фондів суверенного багатства. Наводяться прогнози зростання міжнародного ринку капіталів та сучасні географічні особливості розподілу капіталів. Досліджуються можливі загрози і переваги для національного ринку з боку ФСБ, аналізуються методи фінансового протекціонізму для захисту внутрішнього ринку капіталів.

Ігор Дорошенко, Олексій Делі. *Теоретико-методологічні основи концепції розвитку фінансових ринків в умовах глобальної кризи.*

Теоретико-методологічною основою сучасної економічної теорії автори називають відмову держав від ліберального курсу та посилення державного регулювання на всіх рівнях.

Юрій Харазішвілі, Надія Дмитренко. *Прогнозування наявної та оптимальної частки фонду оплати праці у ВВП.*

Проведено факторний аналіз змін фактичної частки фонду оплати праці у ВВП (ВДВ) та динаміки ФОП в цілому по Україні та за основними видами економічної діяльності. Здійснено порівняння темпів зростання реальної заробітної плати, ФОП найманих працівників з темпами інфляції, економічного зростання реального ВВП та продуктивності праці. Розроблена методика прогнозування заробітної плати, ФОП та частки ФОП у ВВП (ВДВ) в цілому по Україні та за основними видами економічної діяльності.

Костянтин Паливода. *Капітальні інвестиції: фінансово-економічна сутність та форми прояву.*

У статті йдеться про двоїстий, суперечливий зміст сучасного поняття інвестицій: вони є матеріальною основою зростання суспільного багатства, однак у сучасному суспільстві нерідко виявляються відірваними від реального виробничого процесу.

Ольга Вовчак, Ірина Ковалишин. *Система іпотечних облігацій як механізм рефінансування іпотечних кредитів: європейська практика та впровадження в Україні.*

Розглядаються особливості та принципи рефінансування іпотечних кредитів шляхом використання механізму іпотечних облігацій. Аналізується система регулювання іпотечних облігацій, а також окреслені основні тенденції використання іпотечних облігацій як ефективного інструменту мобілізації фінансових ресурсів та обґрунтовані перспективи його впровадження в Україні.

Олена Чуб. *До питання використання банками механізмів сек'юритизації активів.*

Визначається роль сек'юритизації в умовах ринків, що розвиваються, охарактеризовано три основні методи реалізації угод сек'юритизації із урахуванням характерних для них особливостей. Проаналізовано сучасний стан та перспективи розвитку операцій сек'юритизації у країнах СНД й Україні.

Віра Крилова, Валентин Сатинський, Оксана Приходько. *Розрахунок капіталу банку під процентний ризик торгового портфеля.*

Визначаються передумови та перспективи запровадження підходів до врахування процентного ризику при розрахунку достатності капіталу банку.

Андрій Скаррь. *Контролінгові аспекти реінжинірингу бізнес-процесів підприємств.*

Автор висвітлює основні принципи реінжинірингу, який дозволяє удосконалювати наявну організаційну систему підприємств з метою оптимізації їх діяльності. Також деталізуються причини необхідності його проведення.

Олександр Любунь. *Оцінка ефективності банківської діяльності у промисловому секторі економіки.*

У статті розглядаються питання, пов'язані з оцінкою ефективності банківської діяльності у промисловому секторі економіки.

ANNOTATIONS

Oleg Kolodiziev, Viacheslav Poliakov. *The Role and Place of the Funds of Sovereign Wealth in Forming Global Capital Flows.*

The tendencies of the development of the funds of sovereign wealth are being considered. The predictions of the growth of the international market of capitals and modern geographical peculiarities of capital distribution are being furnished. Possible menaces and advantages for the national market on the part of SWFs are being investigated; the methods of financial protectionism for the defence of the internal market of capitals are being analysed.

Igor Doroshenko, Olexii Deli. *Theoretical-Methodological Foundations of the Conception of Financial Markets' Development under the Conditions of Global Crisis.*

The authors consider the refusal of the states from liberal course and intensification of the state regulation on all the levels to be theoretical-methodological foundation of modern economic theory.

Yurii Kharazishvili, Nadiya Dmytrenko. *Prognosticating the Cash and Optimum Part of the Wages Fund.*

The factor analysis has been carried out of the changes in the factual part of the wages fund in GDP and its dynamics all over Ukraine as whole and in the main types of economic activities. The rate of growth in real wages, wages fund for hired workers have been compared with the rate of inflation, economic growth of real GDP and productivity of labour. The methods of predicting wages, wages fund and the part of wages fund in GDP all over Ukraine as a whole and in the main types of economic activities have been worked out.

Kostiantyn Palyvoda. *Capital Investments: Financial-Economic Essence and Forms of Manifestation.*

The article deals with the ambivalent, contradictory contents of modern conception of investments: they are material basis of the growth of public wealth, but in modern society they are more often than not torn away from real production process.

Ol'ga Vovchuk, Iryna Kovalyshyn. *The System of Mortgage Bonds as a Mechanism of Refunding Mortgage Credits: European Practice and its Introduction in Ukraine.*

The peculiarities and principles of refunding mortgage credits by way of applying the mechanism of mortgage bonds are being considered. The system of regulating mortgage bonds is being analysed and the main tendencies in applying mortgage bonds as an effective instrument of mobilizing financial resources are outlined; prospects of introducing them in Ukraine are substantiated.

Olena Choub. *On Application by the Banks of the Mechanisms of Securitization of Assets.*

The role of securitization under the conditions of existing developing markets is being determined; three basic methods of carrying out the agreements on securitization taking into account their specific features, have been described. The modern state and prospects of development of securitization operations in the countries of CIS and in Ukraine are analysed.

Vira Krylova, Valentyn Satyns'kyi, Oksana Prykhod'ko. *Calculating the Bank's Capital at an Interest Risk of Trade Portfolio.*

The authors determine the prerequisites and prospects of introducing approaches taking into account interest risk while calculating the capital sufficiency.

Andrii Sknar'. *Controlling Aspects of Reengineering the Enterprises' Business Processes.*

The author dwells on the basic principles of reengineering which allows to perfect existing organizational system of the enterprises aimed at optimizing their activities. The reasons of the urgency of reengineering are being furnished.

Olexandr Liubun'. *The Estimation of the Efficiency of Banking Activities in the Industrial Sector of Economy.*

The issues pertaining the efficiency of banking activities in the industrial sector of economy are being considered.