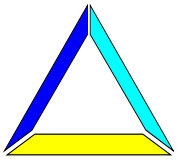
Інститут Економічних Досліджень та Політичних Консультацій в Україні

Німецька Консультативна Група при Уряді України

Рейтарська 8/5-А, 01034 Київ, Тел. +38044) 278-6342, 278-6360, Факс 278-6336
E-mail: institute@ier.kiev.ua, http://www.ier.kiev.ua



V18

Структура прямих іноземних інвестицій в Україну та їх макроекономічні наслідки

Резюме

З початку 1990-х до початку 2000-х рр. Україна не спромоглась залучити значні надходження прямих іноземних інвестицій (ПІІ). Ця ситуація суттєво змінилась протягом останніх двох років, і прогнозується, що обсяги ПІІ залишаться значними і надалі. Окрім загальних економічних переваг від них, ці потоки ПІІ виконують важливу функцію джерела зовнішнього фінансування на фоні зростання дефіциту рахунку поточних операцій.

Однак детальніше вивчення показників надходження ПІІ за останні роки показав, що їх структура зміщена в бік сектора послуг, головним чином фінансового посередництва, і менше – в бік промисловості, орієнтованої на експорт. Хоча ПІІ у сектори послуг звичайно ж вітаються, особливо у банківську сферу, існують і ризики, пов'язані з концентрацією ПІІ у секторах, не орієнтованих на експорт. Якщо загальний вплив експортно-орієнтованих ПІІ має сприяти покращенню рахунку поточних операцій принаймні у довгостроковій перспективі, цього не можна сказати про ПІІ, які не орієнтовані на експорт і натомість можуть збільшувати імпорт. Як результат, головний ризик полягає у майбутньому погіршенні зовнішнього балансу економіки через недиверсифіковану структуру потоків ПІІ.

Окрім цих ризиків, викликаних різними видами ПІІ, великі притоки можуть загалом супроводжуватись негативними наслідками у монетарній сфері та сфері обмінного курсу, і як наслідок можуть призвести до реального укріплення курсу та втрати конкурентоспроможності. Відповідно, видається необхідним визначити правильні заходи для подолання таких наслідків.

Викликом для урядовців в Україні є розробка стратегії максимізації вигод ПІІ з одночасним контролем за пов'язаними з ними ризиками. Політика залучення більших потоків ПІІ включає зусилля у напрямі подальшої приватизації та загального покращення інвестиційного клімату. Для того, щоб досягти більш диверсифікованої структури потоків у майбутньому, ми рекомендуємо як найкраще рішення швидкий вступ до СОТ, після якого Україна зможе розпочати переговори про створення зони вільної торгівлі з ЄС. Тим часом, потрібно уважно спостерігати за структурою потоків ПІІ. Нарешті, урядовці повинні реагувати на негативні наслідки великих обсягів ПІІ на монетарні агрегати та обмінний курс за допомогою використання політики стерилізації та можливого запровадження приватизаційного рахунку.

Зміст:

1 Вступ
2 ПІІ в Україну: минуле та сучасне
3 Структура ПІІ
  3.1 ПІІ, що орієнтовані на експорт
  3.2 ПІІ, що орієнтовані на пошук ринку
4 Вплив ПІІ на монетарні агрегати та обмінний курс
5 Висновки та рекомендації щодо економічної політики

1 Вступ

І наукові дослідження, і практичний досвід щодо ПІІ у перехідних країнах або країнах з ринками, що знаходяться в процесі становлення, виділяють певне число переваг, пов'язаних з потоками цього специфічного типу іноземного капіталу. Окрім підтримання нагромадження капіталу (зазвичай стримуваного обмеженою пропозицією внутрішніх заощаджень), ці переваги включають покращення технологій, ноу-хау, управлінські навички, які позитивно впливають на економічне зростання та добробут.

У той час як у 1990-ті рр. та на початку цього тисячоліття Україна не спромоглась залучити значні обсяги ПІІ в розрахунку на одну особу, ситуація значно змінилася останнім часом одночасно з покращенням макроекономічних та структурних умов. Повторний продаж "Криворіжсталі" іноземній компанії у 2005 році зробив цей рік рекордним по потоках ПІІ. Суттєвий притік ПІІ у 2006 році, темпи зростання якого, за очікуваннями, збережуться у 2007 році, означає, що Україна нарешті прийшла до ситуації, коли ПІІ набули важливості і у кількісному, і в якісному вимірах.

Окрім згаданих вище економічних переваг ПІІ набувають значущості на фоні існування та зростання дефіциту рахунку поточних операцій. Після кризи 1998 року Україна демонструвала відносно високі рівні профіциту рахунку поточний операцій, який у 2006 році[1] став дефіцитним вперше за останні кілька років. Цей дефіцит, який є новим досвідом для країни, за прогнозом більшості міжнародних організацій, буде зростати й надалі (МВФ прогнозує дефіцит рахунку поточних операцій на рівні 3,8% ВВП у 2007 році, а Світовий банк 3,4% у 2007 році та 4,1% у 2008 році)[2]. Враховуючи зміни у зовнішньому балансі країни, фінансування цього дефіциту у майбутні роки автоматично перетворюється на важливу проблему. Тотожність платіжного балансу відновлюють або потоки приватного капіталу, що можуть набувати кількох форм, або зміна офіційних резервів. Серед потоків приватного капіталу ПІІ вважаються особливо надійним джерелом зовнішнього фінансування з огляду на їх довгостроковий та стабільний характер. Більш того, дефіцит рахунку поточних операцій, зазвичай, не розглядається як серйозна проблема, якщо він повністю фінансується за рахунок ПІІ.

Однак існують також певні макроекономічні ризики, пов'язані з ПІІ, особливо якщо інвестиції надходять у великих обсягах за короткий період часу та спрямовані тільки в обмежене коло галузей. Таким чином, виграші від ПІІ для довгострокового економічного розвитку не можна сприймати як даність, оскільки з притоком іноземних інвестицій пов'язані як переваги, так і недоліки, які також залежать від типу ПІІ. Викликом для урядовців у даному випадку є мінімізація ризиків, спричинених кількісними та якісними аспектами потоків ПІІ, з одночасною максимізацією виграшів від іноземного капіталу.

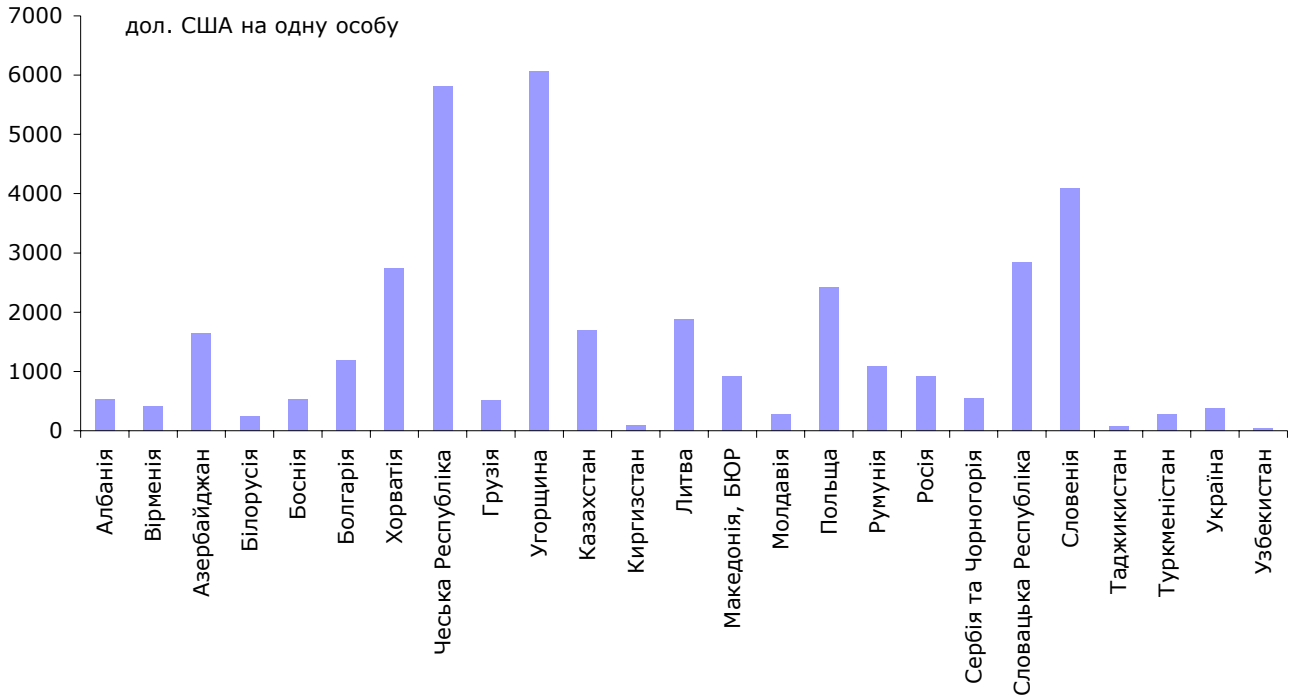
Метою даної роботи є здійснення аналізу потоків ПІІ в Україну, беручи до уваги різні аспекти. У Розділі 2 ми аналізуємо минулі, теперішні та майбутні тенденції ПІІ в Україні. Розділ 3 присвячений структурному огляду та аналізу того, у який спосіб різні види ПІІ впливають на економічну діяльність. Загальний вплив ПІІ на монетарну агрегати та обмінний курс пояснено у Розділі 4. Загальні висновки та рекомендації щодо економічної політики представлені у Розділі 5.

2 ПІІ в Україну: минуле та сучасне

Притік ПІІ в Україну відбувся із запізненням у порівнянні з більшістю перехідних країн, включаючи Центральну Європу та СНД. Відповідно до Світового інвестиційного звіту за 2006 рік, у 2005 році ПІІ на одну особу в Україні були лише на рівні 370 дол. США, у той час як в Угорщині вони перевищували 6000 дол. США (рис. 1). Лише декілька країн з перехідною економікою, як-то країни Середньої Азії (Узбекистан і Таджикистан) та Білорусія, демонстрували гірші за українські показники.

[1] Дефіцит поточного рахунку за перші 9 місяців 2006 року складав 0,3 млрд. дол. США.
[2] Джерела: World Economic Outlook September 2006 (IMF) та Global Economic Prospects 2007 (World Bank).

Рисунок 1
ПІІ на одну особу в країнах з перехідною економікою у 2005 році



Джерела: UNCTAD World Investment Report 2006, IFS

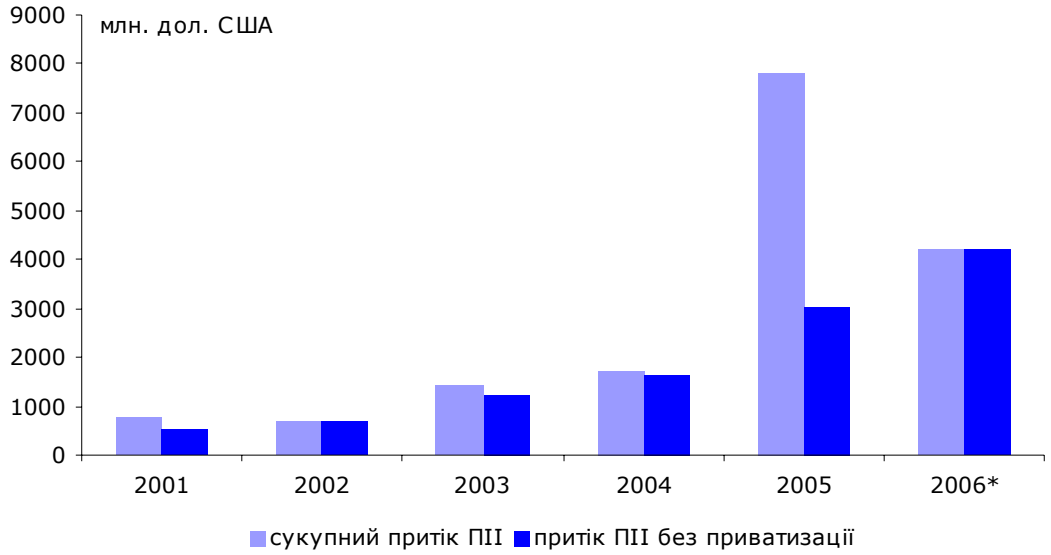
Ситуація змінилась у другій половині 2005 та у 2006 роках, коли потоки ПІІ значно зросли (рис. 2). Згідно з даними Національного банку України (НБУ), притік ПІІ за 9 місяців 2006 року склав 3,56 млрд. дол. США, що у 3,5 рази більше, ніж було за той же період попереднього року. Ключовою відмінністю ПІІ у 2006 році було те, що вони не пов'язані з приватизацією. Раніше деякі помітні сплески ПІІ в Україну були спричинені приватизаційним процесом: у 2001 році це була приватизація кількох компаній з виробництва та розподілення електроенергії (обленерго), у 2003 році – підприємств хімічної галузі, у 2005 році – повторна приватизація "Криворіжсталі", що принесла рекордний обсяг ПІІ у сумі 4,8 млрд. дол. США. У 2006 році уперше такі значні притоки капіталу надійшли головним чином у формі злиття та придбання (mergers and acquisitions – M&A), зокрема у банківському секторі.

Перспективи майбутніх потоків ПІІ видаються сприятливими. Згідно з консенсус-прогнозом Міністерства економіки[3], у 2007 році обсяги ПІІ в Україну очікуються на рівні 3,1 млрд. дол. США. Міжнародні експерти є навіть більш оптимістичними стосовно майбутніх потоків ПІІ. Так, Дослідницька група журналу "Economist" (Economist Intelligence Unit) прогнозує збільшення притоку ПІІ до 4,5 млрд. дол. США у 2007 році та до 4,8 млрд. дол. США у 2008 році. Середньорічний обсяг ПІІ у 2007-2011 рр. очікується на рівні 4,3 млрд. дол. США. Зростання обсягів інвестицій експерти пов'язують із пом'якшенням ліцензійних вимог[4] внаслідок очікуваного вступу України до СОТ.

Прискорення притоку ПІІ збалансовує дефіцит рахунку поточних операцій України, що за 9 місяців 2006 року становив 0,3 млрд. дол. США, тоді як дефіцит торгового балансу склав 2,9 млрд. дол. США. Роль ПІІ як форми фінансування дефіциту рахунку поточних операцій важлива для стабільності останнього, оскільки забезпечує Україні кошти для фінансування інвестицій, не піддаючи країну ризикам економічної дестабілізації[5].

[3] http://www.me.gov.ua/file/link/87021/file/Cons_Forecast_October06.doc
[4] Ukraine: Business Environment at a Glance. EIU, Viewswire. January 2, 2007.
[5] Зовнішній сектор: повернення рахунку поточних операцій. // Нові виклики для економічної політики України: рекомендації до плану невідкладних дій. – Київ, липень 2006. – http://www.ier.kiev.ua/

Рисунок 2
Надходження ПІІ в Україну у 2001-2006 рр.

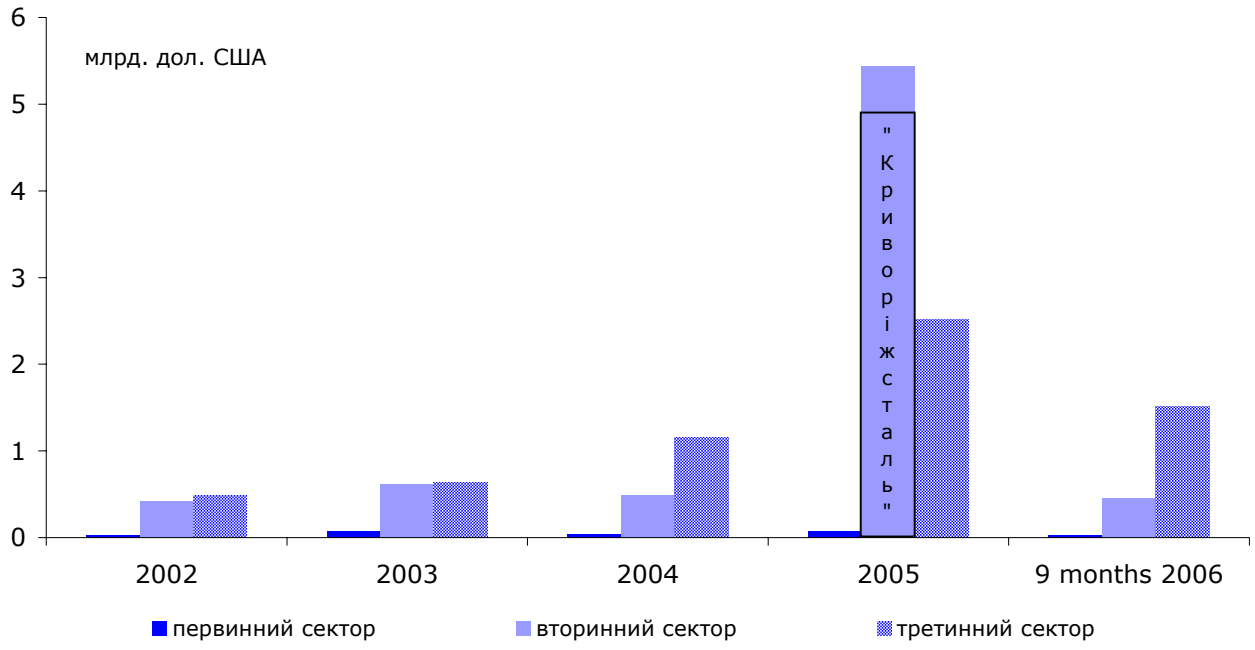


Джерело: НБУ, оцінки ІЕД
Примітка: * Оцінка ІЕД

3 Структура ПІІ

Розглянувши загальну динаміку ПІІ в економіку України, ми готові перейти від загального до галузевої огляду, який дозволяє підкреслити певні тенденції. Рисунок 3 ілюструє галузевий розподіл потоків ПІІ в Україну за останні роки.

Рисунок 3
Надходження ПІІ в Україну, 2002-2006 рр.



Джерело: Держкомстат, НБУ, оцінки ІЕД.

Притік ПІІ у первинний сектор (тобто сільське та рибне господарство) незначний, як показано на рис. 3, тому не буде розглядатись далі. Вторинний сектор – промисловий сектор, здебільшого переробна промисловість. Тут спостерігається відносно стабільний рівень без чіткої динаміки, який був перерваний величезним зростанням у 2005 році. Цей сплеск пов'язаний з продажем "Криворіжсталі" іноземним власникам і, відповідно, розглядається як особливий випадок. Не враховуючи цю приватизаційну угоду, розвиток був би подібний до того, що мав місце в попередні роки. Третинний сектор містить широкий ряд послуг, таких як фінансове посередництво, оптова та роздрібна торгівля, транспорт, операції з нерухомістю тощо. Тут спостерігається дуже активний притік прямих інвестицій. Починаючи з 2002-2003 років обсяг потоків був подібний до ПІІ у промисловість, а у 2004 – перші дев'ять місяців 2006 роках ПІІ у послуги чітко випередили останні, якщо у порівняннях не брати до уваги продаж "Криворіжсталі" у 2005 році. Лише в цьому секторі може бути визначена чітка тенденція зростання за весь період 2002-2006 років. Основною серед галузей третинного сектору, що отримували інвестиції, було фінансове посередництво.

Якщо говорити прозагальний обсяг ПІІ в Україну (що не зазначено на рис. 3, який описує потоки), то він становить 19,9 млрд. дол. США на початок жовтня 2006 року[6]. У той час, як частка первинного сектора дуже незначна і становить 1,9%, розподіл між іншими секторами достатньо рівний: 49,9% у вторинний сектор, 48,2% у третинний.

В цілому потоки ПІІ можуть пояснюватись двома ключовими мотивами: для нарощування експортних потужностей (експортно-орієнтовані ПІІ) та для входження на внутрішній ринок. Кожна форма ПІІ має різні економічні наслідки, і їх значимість для України потрібно уважно дослідити.

3. ПІІ, що орієнтовані на експорт

Потоки ПІІ, що орієнтовані на експорт (так звані "вертикальні ПІІ"), призводять до міжнародного перерозподілу виробництва та збільшують експортні потоки. У цьому випадку мультинаціональні підприємства намагаються сконцентрувати певні види діяльності з вартісного ланцюга у деяких країнах та експортувати отримані товари на наступний рівень обробки, що може розміщуватись в інших країнах. Це особливо стосується працемістких виробництв, коли ПІІ можуть здобувати перевагу завдяки відносно низькій вартості праці у приймаючій країні. Такі інвестиції також здійснюються особливо у **вторинний сектор**, тобто у промисловість, тоді як інші сектори економіки також можуть виступати потенційними одержувачами таких потоків, але в меншій мірі[7].

Окрім очевидних наслідків на виробництво та зайнятість, цей тип ПІІ посилює експортну базу та веде до зростання міжнародної конкурентоспроможності. Це може призвести у довгостроковому періоді до сукупного покращення стану рахунку поточних операцій із зростанням прибутку від іноземної валюти. Однак у короткостроковому періоді може мати місце негативний вплив на рахунокпоточних операцій , оскільки зазвичай відбувається імпорт основних фондів задля модернізації та розширення виробничих потужностей. Ці фонди (наприклад, устаткування) можуть відповідно розглядатись як довгострокові активи, що забезпечать приплив іноземної валюти, чого не станеться, якщо ці інвестиції здійснюватимуться у сектор послуг, не орієнтований на експорт. Якщо ПІІ спрямовані на заміщення імпорту, наприклад, запровадження енергозберігаючих технологій, що допомагають заощаджувати імпортний газ, то описаний вище механізм працюватиме в основному у той же спосіб щодо чистого впливу на рахунок поточних операцій. Чистий експорт зросте у довгостроковому періоді.

Існує два різні шляхи, якими ПІІ можуть надходити у країну: у формі ПІІ "з нуля" (green field) або через злиття та придбання. Перший включає створення нових основних фондів, а другий передає наявні активи під контроль іноземних власників. Відповідно, у

[6] Статутний капітал

[7] Прирівнювання експортної орієнтації до виробництва товарів (тобто промислових видів діяльності) не є абсолютно правильним, особливо в умовах глобалізації. Окрім традиціного експорту послуг, наприклад, туризм, нові дискусії стосовно передачі виконання певних послуг створюють нові еспортні можливості для ринків, які розвиваються. Експортна орієнтація, таким чином, все більшою мірою є результатом міжнародної реструктуризації, чи стосується вона товарів, чи послуг.

короткостроковому періоді може статись, що ПІІ "з нуля" матимуть сильніший ефект на створення потужностей та експорт, ніж ПІІ через злиття та придбання. Однак відмінність між різними формами ПІІ зменшується у середньо- та довгостроковому періодах, оскільки ПІІ через злиття та придбання часто також передбачають подальші інвестиції та аналогічне розширення потужностей.

Ключовий момент – це те, що ПІІ, орієнтовані на експорт, можуть сприяти еволюції конкурентоспроможної промислової структури, дозволяючи, таким чином, розвиток нових спеціалізацій та поступову зміну порівняльних переваг країни. Відповідно, перехід від традиційного (менш диверсифікованого) експорту, який складається з товарів із низькою доданою вартістю та низьким рівнем обробки, до експорту більшої кількості товарів з вищою доданою вартістю, може відбуватись більш згладжено.

Як показано на рис. 3, Україна не спромоглась залучити значні обсяги ПІІ, що орієнтовані на експорт, у переробну галузь протягом останніх років (якщо виключити з розгляду випадок "Криворіжсталі"). Однак у країні наявні певні важливі передумови для потенційно високих потоків експортно-орієнтованих ПІІ, як у формі "з нуля", так і через злиття та придбання: низькі витрати на оплату праці разом з високоосвіченою робочою силою, географічне положення на кордоні з ЄС та факт, що у багатьох країнах-конкурентах з Центральної та Східної Європи (деякі з яких стали новими членами ЄС) постійно зростають витрати на оплату праці. Останній момент заслуговує на більшу увагу, оскільки він передбачає, що ці країни втратили частину своїх традиційних порівняльних переваг у виробництві працемістких товарів. Потоки ПІІ відображають цей факт, змінюючись у напрямі до менш розвинутих країн Центральної та Східної Європи.

3.2 ПІІ, що орієнтовані на пошук ринку

Притік ПІІ, що орієнтовані на пошук ринку (так звані "горизонтальні ПІІ"), насамперед покликаний сприяти розширенню діяльності компаній з метою обслуговування внутрішнього ринку. Це означає потребу у створенні інституцій, які можуть ефективно виконати це завдання. Можлива експортна мотивація не є головною причиною такого притоку, хоча характер таких прямих інвестицій може з часом змінитись. Часто такі ПІІ здійснюються у невиробничі сектори, тобто в **третинний сектор**.

Україна з її динамічним зростанням внутрішнього попиту однозначно стала привабливою для ПІІ, що орієнтовані на пошук ринку. Як зазначалось вище, протягом останніх років головний притік ПІІ зосередився на ринку послуг, насамперед на фінансовому посередництві, тобто банківській сфері. В той час як сукупна частка іноземної власності банків складала 9% в сукупних активах банків на початку 2005 р., цей показник зріс до 37% на початок жовтня 2006 р.[8] На сьогодні й надалі спостерігається значна зміна структури власності, оскільки відбувається пожвавлення операцій злиття та придбання. В Додатку 1 подано огляд окремих транзакцій злиття і придбання в Україні, які здійснювались протягом останніх років за участі іноземних компаній. Причинами нещодавнього інтересу є привабливі темпи росту та надзвичайний потенціал, що пояснюється низьким рівнем охоплення населення банківськими послугами. Більш того, макроекономічна ситуація покращилась і залишається доволі стабільною.

Не можна заперечити важливість притоку цього виду ПІІ у фінансовий сектор, оскільки збільшення ліквідності фінансової системи є передумовою економічного зростання і процвітання. В цілому продаж вітчизняних банків іноземним прямим інвесторам є позитивним кроком, оскільки він сприяє збільшенню конкурентності, стійкості та ефективності фінансового посередництва. Іноземні власники (загалом банки) запроваджують найновіші технології, у тому числі у банківському менеджменті, правила ефективного корпоративного управління, а також забезпечують доступ до дешевих фінансових ресурсів за кордоном. Натомість, таке покращення фінансової інфраструктури може стимулювати подальший притік ПІІ в інші сектори економіки.

Сьогоднішній бум у зростанні притоку ПІІ в банківський сектор (так само як і зростання притоку ПІІ в третинний сектор) може вважатись позитивним кроком в напрямку прискорення розвитку та конвергенції банківської сфери до світових стандартів. Водночас,

[8] Джерело: ING Bank Ukraine.

значні обсяги ПІІ та майбутній притік пов'язаного капіталу, зокрема іноземних кредитів, протягом короткострокового періоду створює підстави для занепокоєння. Такі притоки капіталу можуть ще більше збільшити і без того значний сукупний попит (особливо споживання), який, натомість, призведе до зростання імпорту (насамперед споживчих товарів) та дефіциту рахунку поточних операцій, а також до збільшення інфляційного ризику. Отже, ці надходження впливатимуть на імпорт в цілому.

Разом з тим, оскільки ПІІ є орієнтованими радше на пошук ринку, ніж на експорт, не спостерігається збільшення експорту і, відповідно, доходів, отриманих в іноземній валюті. Характер ПІІ, що орієнтовані на пошук ринку, щодо подальшого розвитку експорту та пропозиції іноземної валюти відрізняється від особливостей ПІІ, що спрямовані на експорт. ПІІ, що орієнтовані на пошук ринку, спрямовуються не тільки в банківський сектор, але й в інші сфери третинного сектора (наприклад, оптову та роздрібну торгівлю). Отже, слід обережно спостерігати за цими надходженнями ПІІ, оскільки вони потенційно можуть погіршити зовнішній баланс країни (дефіцит рахунку поточних операцій, обмінний курс).

4 Вплив ПІІ на монетарні агрегати та обмінний курс

У попередньому розділі було приділено увагу макроекономічним наслідкам від надходження різних видів ПІІ. Йшлося про те, що притоки ПІІ можуть вплинути на економіку по-різному залежно від їх початкової мотивації. Однак дискусію щодо впливу ПІІ на макроекономічні показники не можна вважати завершеною. Притоки ПІІ, незважаючи на їх види, в подальшому призводять до змін монетарних агрегатів та обмінного курсу. Оскільки вони є потенційно значним притоком капіталу певного виду, слід зупинитись на стабілізаційних заходах.

Несподіване надходження значних обсягів іноземного капіталу в малу відкриту економіку призводить насамперед до збільшення пропозиції на валютному ринку.[9] Цей притік капіталу може не обов'язково бути пов'язаний із ПІІ, а може бути портфельними інвестиціями або ж банківською позикою. Однак в країнах із перехідною економікою з відносно нерозвиненими ринками капіталу та банківською системою такий притік є найчастіше спричинений надходженням ПІІ.

Надлишкова пропозиція іноземної валюти, яка виникає в результаті притоку капіталу, створює для влади дилему щодо заходів економічної політики. З одного боку, за умови відсутності інтервенцій з боку центрального банку виникне номінальна (та реальна) ревальвація національної валюти, що призведе до втрати конкурентоспроможності експорту. Це також матиме негативний вплив на зайнятість та економічне зростання. З іншого боку, якщо центральний банк вирішить використати (нестерилізовані) інтервенції з метою утримати стабільний номінальний обмінний курс, відбудеться зростання грошової маси і, відповідно, інфляції. В будь-якому разі матиме місце реальна ревальвація та втрата країною міжнародної конкурентоспроможності. Це, більш за все, призведе до зростання зовнішніх дисбалансів.

Є кілька заходів, які можуть бути використані у відповідь на ризики зміни монетарних агрегатів та обмінного курсу, що виникають внаслідок надходження ПІІ:

1) Політика стерилізації:

Типовим інструментом, який використовується з метою нівелювання впливу валютних інтервенцій на монетарні агрегати, є використання політики стерилізації. Центральний банк може поглинути надлишкову ліквідність шляхом продажу наявних державних облігацій або ж випуску депозитних сертифікатів. Однак заходи із стерилізації можуть призвести до підвищення відсоткових ставок в країні, що призведе до подальшого надходження капіталу, який є чутливим до зміни ставок. Як наслідок, виникне коло, яке називають "пасткою стерилізації". Більш того, якщо відсоткові ставки в країні перевищують іноземні, існують прямі витрати на використання заходів стерилізації, які можуть бути значними і призвести до великих (операційних) втрат.

2) Повернення зовнішнього боргу:

[9] Див. також Консультативну роботу Інституту V3 "Управління потоками капіталів: забезпечити довгострокові вигоди та контролювати короткострокові ризики", лютий 2006 р.

Цей захід покликаний принаймні частково нівелювати надходження капіталу шляхом повернення державного зовнішнього боргу приватним кредиторам, а також міжнародним інституціям. Основною причиною використання цього заходу є створення компенсуючого відтоку іноземної валюти.

3) Перенесення рахунків уряду:

Шляхом перенесення рахунків уряду із приватних банків до центрального банку, влада може дещо обмежити зростання грошової маси. Цей захід є надзвичайно ефективним в країнах, де депозиту уряду формують значну частку депозитів комерційних банків.

4) Спеціальні приватизаційні рахунки:

Це особливий захід на випадок, коли притік капіталу пов'язаний із приватизацією, тобто держава отримує надходження в іноземній валюті. Деякі країни, зокрема Чеська Республіка, створили приватизаційні рахунки в центральному банку,[10] на які уряд / міністерство фінансів спрямовують іноземну валюту, яку вони отримали від продажу державної власності. Коли уряду потрібна частина цих коштів, центральний банк конвертує їх в національну валюту за межами звичайного валютного ринку шляхом прямого викупу іноземної валюти, яку він спрямовує до своїх міжнародних резервів. Це утримує значні кошти іноземної валюти від виходу на ринок через нерівномірні проміжки часу.

При виборі заходів економічної політики, що слід застосовувати в Україні, потрібно зробити декілька зауважень. Як зазначалось в інших консультативних роботах,[11] повернення зовнішнього боргу (варіант 2) не є бажаним, зважаючи на його незначний обсяг та важливу функцію орієнтиру, яку він відіграє. Переведення рахунків уряду (варіант 3) також не є прийнятним в умовах України, оскільки депозити вже тримаються на казначейському рахунку в НБУ. Отже, вважається за доцільне зосередити увагу на політиці стерилізації та можливості створення приватизаційних рахунків.

5 Висновки та рекомендації щодо економічної політики

Вищенаведений аналіз показав, що потоки ПІІ значно зросли за останні роки і потенційно можуть значно вплинути на майбутнє економічне процвітання України, тобто на економічне зростання та подальшу інтеграцію в світову економіку. Це має важливе значення в світлі очікуваного подальшого зростання дефіциту рахунку поточних операцій, для якого ПІІ можуть стати надійним джерелом фінансування.

Пропозиція 1: Активне сприяння залученню ПІІ повинне стати найголовнішим пріоритетом політики уряду, особливо зважаючи на зростання конкуренції за цей вид іноземного капіталу. Форми залучення можуть бути різними. Насамперед слід покращити інвестиційний та бізнес клімат в країні. Подальша приватизація великих державних підприємств іноземним інвесторам є одним із каталізаторів залучення ПІІ.

Слід зосереджувати увагу на розподілі ПІІ по секторах, радше ніж на їх загальному обсязі. Дуже важливо досягнути **диверсифікованого притоку ПІІ**. Ця диверсифікація є основою для покращення якості і стійкості зростання протягом середньострокового періоду та мінімізації майбутніх ризиків, що пов'язані із зовнішніми дисбалансами. ПІІ, що орієнтовані на пошук ринку, і спрямовуються насамперед у сферу послуг є дуже важливими, але вони мають супроводжуватись притоком ПІІ, що орієнтовані на розширення експорту товарів переробної промисловості. Наш аналіз показав, що притік ПІІ в Україну не був повністю збалансованим протягом останні років.

Хоча потенційно існує значний перелік інструментів, що можуть використовуватись для активного адресного залучення ПІІ, що орієнтовані на експорт, а саме спеціальні економічні зони або ж експорто-переробні зони, теоретична та емпірична оцінка таких

[10] Ці рахунки можуть бути також відкриті в інших установах. Див. Bank for International Settlements (2005): Globalisation and monetary policy in emerging markets, BIS Policy Papers №23, с.85.
[11] Див. також Консультативну роботу Інституту V11 "Великі приватизаційні надходження: як Україні розумно використати ці гроші", жовтень 2006 р.

інструментів залишається неоднозначною[12] та потребує подальшого аналізу. Створення таких зон є потенційно корисним для залучення ПІІ, що орієнтовані на експорт. Однак слід ретельно проаналізувати їх вигоди та ризики, що вони спричиняють (зокрема зменшення бази оподаткування, пошук ренти, корупцію, тощо).

Однак найкращим заходом економічної політики, спрямованої на збільшення диверсифікації ПІІ, і який уникає цих проблем, є набуття членства в СОТ, особливо за умови наступного підписання угоди про створення зони вільної торгівлі з ЄС. Такий крок знизить торговельні бар'єри, особливо в галузях виробництва, що зробить більш ймовірним надходження ПІІ, що орієнтовані на експорт, в ці сектори. Очікувана лібералізація в торгівлі (передусім галузей переробної промисловості) може сприяти збалансуванню надходжень ПІІ в різні сектори економіки.

Пропозиція 2: Залучення диверсифікованих ПІІ є важливим для стабільного розвитку в середньостроковому періоді. Використання інструментів щодо сприяння надходженню інвестицій, що орієнтовані на експорт, потребує подальшого аналізу. Водночас, позитивні наслідки можна очікувати від вступу до СОТ та укладання договору про вільну торгівлю з ЄС. Тим часом, рекомендується чітко спостерігати за надходженнями ПІІ, щоб виявляти збільшення зовнішніх дисбалансів в країні.

Окремо від цих міркувань щодо секторального розподілу, варто зазначити, що неочікуване надходження значного обсягу ПІІ може створити проблеми для стабілізаційної політики. Малі відкриті країни, зокрема Україна, можуть зіткнутись з негативним впливом таких надходжень на монетарні агрегати та обмінний курс, що призведе до реальної ревальвації та втрати міжнародної конкурентоспроможності. Отже, урядовцям слід розробити заходи, спрямовані на подолання ревальваційного тиску, що виникає.

Пропозиція 3: Серед можливих заходів, спрямованих на подолання потенційно негативних наслідки від значних надходжень ПІІ, Україні слід зосередити увагу на використанні політики стерилізації та можливому створенні приватизаційного рахунку.

Роберт Кірхнер / Вероніка Мовчан / Рікардо Джуччі

Січень 2007 р.

[12] Див. також Аналітичну роботу Інституту "Спеціальні економічні зони в Україні: альтернативний погляд", грудень 2006 р., щодо аналізу досвіду інших країн, а також ситуації в Україні.

Додаток 1
Огляд операцій із злиття і поглинання в українському банківському секторі за участі іноземних компаній

Дата	Покупець	Банк, щодо якого здійснювалась операція	Придбана частка акцій
Лип-06	PPF Group (Чеська республіка)	Агробанк	26-32* млн. дол. США за 100%
Лип -06	EFG Eurobank (Греція)	Універсальний	30-40* млн. дол. США за 99,3%
Лип -06	Russian Standard (Російська Федерація)	Автоінвестстройбанк	9,2-10 млн. дол. США за а <50% stake
Лип -06	Erste Bank (Австрія)	Банк Престиж	35,3 млн. дол. США за 50,5%
Квіт-06	Портфельні інвестори	Укрінбанк	30 млн. дол. США за 20%
Трав-06	OTP Bank (Угорщина)	Raiffeisenbank-Україна	833 млн. дол. США за 100%
Квіт -06	Портфельні інвестори	Родовід банк	37 млн. дол. США за 19%
Бер-06	Портфельні інвестори	Мегабанк	19 млн. дол. США за 20%
Бер -06	Credit Agricole (Франція)	Індекс банк	264 млн. дол. США за 100%
Лют-06	Banca Intesa (Італія)	Укрсоцбанк	1,16 млрд. дол. США за 88%
Січ-06	Vneshtorgbank (Російська Федерація)	Мрія	70 млн. дол. США за 98%
Груд-05	BNP Paribas (Франція)	УкрСиббанк	~ 350 млн. дол. США за 51%
Жовт-05	Портфельні інвестори	Форум	20 млн. дол. США за 10%
Серп-05	Raiffeisen International (Австрія)	Банк Аваль	1,028 млрд. дол. США за 93,5%
Квіт -04	PKO Bank Polski (Польща)	Кредит банк	30 млн. дол. США за 66,65%
Січ -04	Vilniaus Bankas (Литва) (член групи SEB)	Ажіо банк	23,3 млн. євро за >90%

Джерело: Concorde Capital, 2006 р.

Додаток 2
Надходження ПІІ в країни із перехідною економікою, млрд. дол. США

Рік	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Чеська Республіка	7,35	8,57	9,23	14,38	17,55	21,64	27,09	38,67	45,29	57,26	59,46
Угорщина	11,30	13,28	17,97	20,73	23,26	22,87	27,41	36,22	48,34	62,69	61,22
Литва	0,35	0,70	1,04	1,63	2,06	2,33	2,67	3,98	4,96	6,39	6,46
Польща	7,84	11,46	14,59	22,46	26,08	34,23	41,25	48,32	57,88	85,61	93,33
Словацька Республіка	0,81	1,25	1,67	2,13	2,27	3,73	4,84	8,53	11,86	15,36	15,32
Словенія	1,89	2,04	2,19	2,76	2,69	2,89	2,60	4,11	6,48	7,57	8,06
Вірменія	0,07	0,08	0,14	0,37	0,51	0,63	0,72	0,87	1,02	1,01	1,22
Азербайджан	0,33	0,96	2,09	3,10	3,61	3,74	3,96	5,36	8,64	12,20	13,88
Білорусь	0,05	0,15	0,51	0,71	1,16	1,31	1,40	1,65	1,90	2,06	2,38
Грузія	0,03	0,07	0,25	0,51	0,59	0,73	0,86	1,03	1,37	1,87	2,32
Казахстан	2,90	4,03	5,35	6,51	7,98	10,08	12,92	15,46	17,59	22,33	25,15
Киргизія	0,14	0,19	0,27	0,38	0,43	0,45	0,44	0,48	0,49	0,68	0,52
Молдова	0,09	0,12	0,19	0,24	0,31	0,44	0,54	0,67	0,76	0,91	1,13
Російська Федерація	0,35	0,43	0,97	0,37	0,73	32,20	52,92	70,88	96,73	117,89	132,49
Таджикистан	0,04	0,06	0,08	0,11	0,11	0,14	0,15	0,18	0,20	0,47	0,52
Туркменістан	0,42	0,52	0,63	0,69	0,82	0,94	1,11	1,21	1,31	1,30	1,36
Україна	0,90	1,44	2,06	2,80	3,25	3,88	4,80	5,92	7,57	9,61	17,21
Узбекистан	0,11	0,20	0,36	0,50	0,62	0,70	0,78	0,85	0,92	0,92	0,96
Албанія	0,20	0,29	0,34	0,38	0,42	0,57	0,78	0,91	1,09	1,42	1,68
Боснія	0,01	0,01	0,01	0,07	0,25	0,40	0,52	0,78	1,16	1,77	2,07
Болгарія	0,45	0,55	1,06	1,60	2,40	2,26	2,76	3,70	6,25	9,22	9,17
Хорватія	0,48	0,99	2,14	1,93	2,56	3,52	4,31	6,86	10,29	12,60	12,52
Македонія	0,16	0,17	0,20	0,33	0,36	0,54	0,92	1,21	1,62	1,78	1,88
Румунія	0,82	1,10	2,35	4,42	5,47	6,48	7,64	7,80	12,19	20,52	23,82
Сербія і Чорногорія	0,33	0,33	1,07	1,18	1,29	1,32	1,48	1,62	2,98	3,95	5,43

Джерело: UNCTAD WIR 2006