

ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД  
«УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ  
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ»

# **ЗВІТ**

**(проміжний)**

**ЗА ТЕМОЮ «РЕФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ  
УКРАЇНИ В УМОВАХ ЄВРОІНТЕГРАЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ»**

(НОМЕР ДЕРЖАВНОЇ РЕЄСТРАЦІЇ 0109U006782)

**про науково-дослідну роботу**

**«МЕХАНІЗМ УДОСКОНАЛЕННЯ МАКРОЕКОНОМІЧНОГО  
РЕГУЛЮВАННЯ РОЗВИТКУ НАЦІОНАЛЬНОГО  
ГОСПОДАРСТВА ФІНАНСОВИМИ ВАЖЕЛЯМИ»**

## ВИКОНАВЦІ

Д.е.н., професор (керівник)

І. О. Школьник

К.е.н., доцент

О.О. Сунцова

К.е.н., доцент (відповідальний виконавець)

Л. Л. Гриценко

## ЗМІСТ

РОЗДІЛ 1. МЕТОДОЛОГІЧНІ ПІДХОДИ ДО ВИБОРУ ВАЖЕЛІВ ФІНАНСОВОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ МАКРОЕКОНОМІЧНОГО РЕГУЛЮВАННЯ РОЗВИТКУ НАЦІОНАЛЬНОГО ГОСПОДАРСТВА	4
1.1 Фінансові методи та ризики у регулюванні регіонального та економічного розвитку як складова його фінансового механізму	4
1.2 Детермінанти механізму макроекономічного регулювання розвитку національного господарства	13
РОЗДІЛ 2. СТАН ФІНАНСОВОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ СОЦІАЛЬНО- ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ УКРАЇНИ: ЕКЗОГЕННІ ВПЛИВИ ТА ВНУТРІШНІ СУПЕРЕЧНОСТІ	20
2.1 Вплив екзогенних чинників на фінансову систему України	20
2.2 Динаміка соціально-економічного розвитку національного господарства та оцінка ефективності використання фінансових важелів його регулювання	42
РОЗДІЛ 3. НАУКОВО-МЕТОДИЧНИЙ ПІДХІД ДО ВИМІРЮВАННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ФІНАНСОВОГО МЕХАНІЗМУ РЕГУЛЮВАННЯ СОЦІАЛЬНО-ЕКОНОМІЧНИХ ПРОЦЕСІВ	67
3.1 Перевірка ефективності фінансового механізму регулювання соціально-економічних процесів на основі методики визначення фінансових індикаторів рівня соціально-економічного розвитку держави	67
3.2 Основні технічні індикатори фінансового механізму: аналіз та оцінювання впливу на темпи економічного росту	73
СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ	104

## РОЗДІЛ 1

# МЕТОДОЛОГІЧНІ ПІДХОДИ ДО ВИБОРУ ВАЖЕЛІВ ФІНАНСОВОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ МАКРОЕКОНОМІЧНОГО РЕГУЛЮВАННЯ РОЗВИТКУ НАЦІОНАЛЬНОГО ГОСПОДАРСТВА

1.1 Фінансові методи та ризики у регулюванні регіонального та економічного розвитку як складова його фінансового механізму

Як вже зазначалось вище, фінансові методи – це засіб впливу фінансових відносин на процеси суб'єктів господарювання та держави. В західній літературі [282, 283] основним призначенням фінансових методів полягає у вимірюванні співвідношення розмірів вкладених у певну ланку фінансів чи галузь економіки ресурсів отриманим прибуткам [288]. При цьому мають значення абсолютно всі вкладені ресурси, які можна фінансово виміряти [303], як от, наприклад, трудовий капітал, виміряний розміром заробітної плати, інтелектуальний капітал, виміряний або розміром економії в результаті впровадження новацій, або розміром збитків.

Умовно усі фінансові методи можна класифікувати на [270]:

- функціональні фінансові методи;
- апаратні фінансові методи;
- аналітичні фінансові методи;
- регуляторні фінансові методи.

Розглянемо особливості застосування деяких із них.

Основним інструментом податкового планування є схеми податкової оптимізації. Рішення про вибір конкретної схеми приймається суб'єктом господарювання залежно від цілей, яких бажає досягти платник, можливостей (для застосування деяких маневрів потрібен значний проміжок час або додаткові витрати на її впровадження (створення підприємства-сателіта), ставлення до конкретних оптимізаційних заходів третіх осіб (контрагентів, працівників, контролюючих органів), періоду, в продовж якого буде використовуватися оптимізація (для разової угоди чи тривалого застосування).

Залежно від змін, що будуть здійснені на підприємстві при впровадженні податкової оптимізації схеми можна поділити на:

- локальні - передбачають оптимізаційні заходи лише щодо одного податку або збору;

- комплексні - пов'язані з податковим плануванням конкретних господарських операцій щодо всіх пов'язаних з ними податків і зборів;

- глобальні - передбачають податкове планування податкових наслідків здійснення різних видів господарської діяльності та відповідну структурну реорганізацію підприємства.

За сферою застосування усі існуючі схеми податкової оптимізації можна згрупувати за спільними ознаками (методами) системи заходів податкової політики:

- метод зміни відносин. Зазвичай одна й та сама господарська мета може бути досягнута кількома альтернативними шляхами. Чинне законодавство майже не обмежує суб'єкта господарювання у виборі форми, контрагентів та інших умов угоди тощо. Платник податку має можливість обирати оптимальний варіант з урахуванням економічного результату та впливу на оподаткування. Суть подібного методу полягає у заміні операції, яка передбачає надмірне оподаткування на операцію, яка дозволяє досягти цієї або максимально наближеної мети, але зі значно легшими податковими витратами. (Передача майна безоплатно – продаж за 1 грн. – зниження податкових зобов'язань з ПДВ);

- метод поділу відносин. Суть полягає у заміні однієї операції на кілька, що в результаті дозволяє зменшити загальну суму податкових зобов'язань (наприклад, договір про підрядні роботи з фізичною особою замінюється на два договори: договір про придбання матеріалі та договір надання послуг – у цьому випадку базою для обчислення відрахувань до позабюджетних фондів буде лише вартість наданих послуг);

- метод скорочення бази оподаткування. Виходить з того, що чим менша база оподаткування, тим менше податку доведеться сплатити (наприклад, продаж

товаро-матеріальних цінностей (ТМЦ) за ціною нижче ціни придбання, основних засобів – нижче балансової вартості – як наслідок зниження податкових зобов'язань продавця з податку на прибуток);

- метод відстрочення податкового платежу. Сукупність дій, які дозволяють перенести момент виникнення об'єкта оподаткування на майбутні податкові періоди. (Використання договору комісії замість укладання договору поставки – дозволяє відстрочити момент збільшення валових доходів у продавця; переказ коштів останнього дня звітного періоду);

- метод перенесення бази оподаткування. Тут присутні два і більше підприємства, одне з яких має з деяких податків нижчі (або нульові) ставки оподаткування [71]. Ці підприємства так взаємодіють, щоб максимально зменшити базу оподаткування у підприємства з більшою податковою ставкою. Існують такі види перенесення бази оподаткування:

- метод пільгового підприємства. Полягає у перенесенні об'єкта оподаткування (окремих операцій, видів діяльності, майна) на інші суб'єкти господарювання, які мають пільговий режим оподаткування, що пов'язаний з особливим статусом цих суб'єктів підприємницької діяльності (суб'єкти малого підприємництва, що використовують спрощену систему оподаткування, сільгоспвиробники, підприємства громадських організацій інвалідів, неприбуткові організації тощо)[71];

- метод делегування податків підприємству-сателіту. Полягає у передачі об'єкта оподаткування іншому підприємству пов'язаному з платником податків. Цей метод пов'язаний з розміщенням податкоємних видів діяльності на інших підприємства, контрольованих платником (перенесення сплати ПДВ на підприємство-експортера);

- метод офшор. Перенесення об'єкта оподаткування на територію юрисдикції, де діють особливі умови оподаткування – податкові пільги (tax benefits) в середині країни (до спеціальних економічних зон) або інші країни

(офшорні зони - tax heaven), де діяльність оподатковується за низькими ставками або повністю звільнена від оподаткування.

- метод використання облікової політики. Ґрунтується на взаємозалежності податкового та бухгалтерського обліку. Так за допомогою зміни облікової політики можуть бути змінені розміри податкових баз (наприклад, залежно від обраного методу обліку запасів, підприємство отримуватиме різну суму валових витрат).

Сучасний стан розвитку податкового законодавства залишає бажати кращого, що викликано надмірною його перевантаженістю різноманітними актами, норми яких не завжди узгоджені між собою, складністю нечіткістю трактування окремих положень (фактично наслідок відсутності Податкового кодексу), наявністю значної кількості необґрунтованих пільг, що створюють податкові преференції для одних учасників ринку та значні фіскальні проблеми для інших. Даний дисбаланс та заплутаність законодавства створює сприятливі умови для розробки та використання господарюючими суб'єктами широкого спектру інструментів зменшення податкового навантаження.

Загально відомо, що податкові платежі мають істотний вплив на фінансову систему держави, адже від розміру податкових надходжень у кінцевому результаті залежить величина фінансування будь-яких бюджетних програм в межах прийнятого та затвердженого у встановленому порядку бюджету на відповідних рік. Як доводять деякі із фінансових теорій [372], планування податкових потоків впливають і на рівень соціально-економічного розвитку держави та окремих її регіонів. Тому дослідження питання ризиків податкового планування на місцевому рівні є актуальним та потребує уваги також стосовно визначення впливу на планові бюджетні та податкові показники легальних схем податкової мінімізації та ухилення від оподаткування.

Питанню класифікації ризиків податкового та бюджетного планування у теоретичному аспекті приділено багато уваги у західних наукових виданнях. Так, американські фінансисти Д. Кембелл, Е. Томсетт, Д. Джонсон та ін. [71] у своїх

працях вказують на можливість визначення впливу податкового планування на темпи економічного зростання певної держави, а відтак і на соціально-економічний розвиток певної країни. Серед вітчизняних науковців даною проблематикою займалися такі економісти як Т.І.Єфіменко, І.О. Луніна та багато інших [121, 84, 85]. Не зважаючи на значний внесок вітчизняних вчених у розробку питання податкового та бюджетного планування, невирішеним досі лишається визначення впливу ризиків податкового планування на темпи економічного зростання країни та соціально-економічний розвиток регіонів, спробу дослідження чого і буде здійснено в даному дослідженні.

Як і будь-яка діяльність податкове планування має свої ризики. Дана група ризиків відрізняється від “податкових ризиків”, оскільки останні є різновидом фінансових ризиків, що характеризують можливість непередбачених фінансових втрат платника, пов'язаних із введенням нових видів податків, збільшенням податкових ставок щодо діючих податків, скасуванням податкових пільг або “податкових канікул”, що використовуються підприємством, зміною порядку і строків внесення податкових платежів. По суті справи, у такому розумінні йдеться про ризики зміни системи оподаткування внаслідок зміни податкового законодавства, що, з одного боку, має враховуватися і в податковому плануванні, а з іншого — є більш загальним терміном, який стосується будь-якого підприємства і безпосередньо не пов'язаний саме з податковим плануванням.

Загалом, ризики що створюються податковим плануванням можна поділити на два класи: ризики внутрішнього та зовнішнього середовища.

До ризиків зовнішнього середовища належать чотири групи ризиків.

Фінансові ризики є фінансовими втратами підприємства внаслідок реалізації заходів податкового планування у вигляді можливого донарахування сум податків та застосування штрафних санкцій, а також пов'язані з реалізацією оптимізаційних схем інші види фінансових ризиків (інвестиційні, відсоткові, кредитні тощо).

Ризики податкового законодавства включають дві підгрупи:



перша — ризики, які класифікуються як податкові і пов'язані зі зміною норм податкового законодавства;

друга — ризики, пов'язані з неоднозначним трактуванням норм регуляторних актів та внутрішньою суперечливістю податкового законодавства (що безпосередньо стосується податкового планування).

Внаслідок невизначеності можливого сприйняття однієї й тієї самої норми (оскільки в законодавстві існують численні і вельми суттєві суперечності між основними податковими законами), що використовується у конкретному варіанті податкового планування, ризик помилки і можливих втрат у вигляді фінансових санкцій зростає у кілька разів порівняно із ситуацією, коли оптимізаційна схема базується на однозначних нормах законодавства. Звичайно, неоднозначне трактування або внутрішні суперечності законодавчої і нормативної бази оподаткування підпадають під поняття “конфлікт інтересів” у розумінні Закону № 2181 [32], який має бути вирішено на користь платника. Однак на практиці такого порядку, та й то не завжди, дотримуються лише судові органи. Що стосується органів податкової служби, то вони переважно просто ігнорують цю норму законодавства. Тому платникам, які використовують у процесі податкового планування такі двозначні або суперечливі норми, загрожують щонайменше додаткові втрати у вигляді судових витрат.

Комерційні ризики у податковому плануванні обумовлені можливою реакцією контрагентів на зміну форми операцій, податкового статусу платника або інших суттєвих умов господарської операції, передбачених оптимізаційною схемою. Тому в наслідок впровадження схем оптимізації, які можуть мати негативний вплив на контрагента (наприклад, у випадку перекладання податку на контрагента), - платник податків може втратити частину господарських зв'язків або частину виручки у результаті зміни цінових параметрів угод.

Ризики податкового контролю, як і ризики законодавства, включають дві підгрупи.

Перша, пов'язана із збільшенням імовірності контрольно-перевірочних заходів контролюючими органами. Аби уникнути зайвої уваги з боку перевіряючих органів, варто звернути особливу увагу на ті фактори ризику, які контролюються органами податкової служби відповідно до Порядку розподілу платників податків за категоріями уваги та їх супроводу [32], а також на рівень податкового навантаження. Контроль за цими показниками з метою недопущення перевищення граничних їх рівнів дозволяє певною мірою знизити ризик податкових перевірок.

Друга, пов'язана з можливим застосуванням за результатами перевірок санкцій нефінансового характеру: заходів адміністративно та кримінальної відповідальності, що їх вживають до посадових осіб підприємства, а також нефінансових заходів відповідальності, які застосовують до підприємства (податкова застава, адміністративний арешт активів тощо).

Внутрішні ризики податкового планування поділяються на такі групи:

- ресурсні ризики - імовірність втрат внаслідок невідповідності ресурсного забезпечення підприємства вимогам конкретних заходів податкового планування;
- ризики організаційного характеру - виникають внаслідок практичної реалізації заходів податкового планування (наприклад, непередбачені витрати на створення підприємств-сателітів);
- соціальні ризики - пов'язані з можливістю виникнення конфліктних ситуацій у колективі підприємства внаслідок прояву різноспрямованих інтересів під час реалізації заходів податкового планування (наприклад, при зміні структури виплат працівникам – з метою зменшення відрахувань соціальних внесків, які нараховуються на фонд оплати праці – причиною соціальної напруги може стати майбутнє зменшення розмірів пенсії працівників – проявом ризику є зниження продуктивності праці, її якості).

Для оцінки ризиків з точки зору їх значимості для соціально-економічного розвитку регіонів України виникає потреба оцінити рівень однорідності (гомогенності) бази оподаткування за регіонами та надходжень від податків у регіоні. У випадку наявності суттєвого рівня розбіжностей за цими показниками

потрібно також оцінити рівень конвергенції баз оподаткування в регіональному розрізі.

Для оцінки взаємозв'язків ризиків у податковому плануванні та регіональним соціально-економічним розвитком використаємо метод регресійного аналізу, який засвідчує прямий функціональний зв'язок між абсолютним значенням податкових надходжень за регіонами та регіональним валовим продуктом, який і свідчить про рівень соціально-економічного розвитку регіонів. Ця залежність є статистично значущою, оскільки досить високим є значення коефіцієнта кореляції, та сталою, оскільки форма залежності є інваріантною до часу. Це означає, що пропорція розподілу валової доданої вартості через податкові надходження за регіонами залишаються стабільними з деяким незначним інтервалом коливань. У середньому ризики податкового планування на місцевому рівні впливають на близько 0,2 % валової регіонального валового продукту, при цьому до 95 % значень цього показника перебуває в інтервалі  $\pm 0,032$  %.

Для визначення більш детального значення ризиків місцевого податкового планування на рівень соціально-економічного розвитку регіонів України проведемо кластерний аналіз за показником регіонального валового продукту (ВДВ) на душу населення. Для цього за кластерами розбиваємо регіони України за рівнем регіонального розвитку: кластер 1 – місто Київ, Дніпропетровська, Донецька, Запорізька, Полтавська області; кластер 2 – місто Севастополь, Київська, Луганська, Миколаївська, Одеська, Харківська області; кластер 3 – АРК, Вінницька, Волинська, Івано-Франківська, Кіровоградська, Львівська, Рівненська, Сумська, Херсонська, Хмельницька, Черкаська, Чернівецька області; кластер 4 – решта регіонів України.

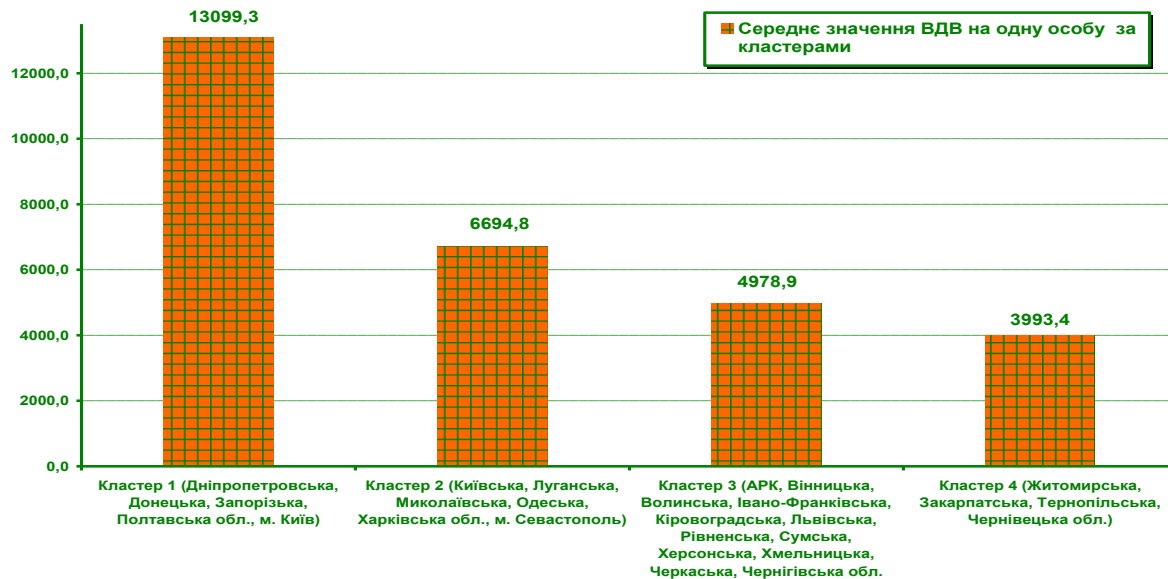


Рисунок. 1.1 – Результати кластерного аналізу регіонів за показником ВДВ на одну особу та середні значення показника за кластерами за 2001–2009 роки (розраховано автором на основі даних [66])

За результатами кластерного аналізу, поданого на рис. 1.1, прослідковується суттєва перевага у соціально-економічному розвитку регіонів першого кластера. Відмітимо, що для регіонів України першого кластера спостерігається також найменші значення оцінки ризиків податкового планування на місцевому рівні. Середнє значення ВДВ на 1 жителя в першому кластері на порядок вище, ніж інших трьох.

За регіональною ознакою податкова база в регіонах України є досить різною. Певні її регіони мають власну специфіку, яка впливає на розміри податкової бази, то більшість з них є однорідними за показником ВДВ на одного мешканця. Як видно із проведеного дослідження впливу ризиків податкового планування на місцевому рівні та регіональних баз оподаткування щодо їхньої гомо/гетерогенності, за вибіркою, однозначний висновок зробити не можна. У цілому вся вибірка регіонів України є гетерогенною, проте, якщо з неї виключити деякі окремі промислово розвинені регіони, то виявляється, що можна стверджувати про певний рівень гомогенності ризиків податкового планування на

місцевому рівні та регіональних баз оподаткування. Отже, про однорідність податкових баз та рівня соціально-економічного розвитку різних регіонів казати не можна, тому що в кожному з них своя специфіка.

В процесі здійснення податкового планування варто врахувати не лише фінансовий результат, який можливо отримати в результаті запровадження схем оптимізації, але й ризики, які з ними пов'язані. Чим більш детальніший аналіз ризиків та інших фінансових витрат буде проведено тим більш обґрунтованим буде вибір дійсно оптимального варіанту дій.

## 1.2 Детермінанти механізму макроекономічного регулювання розвитку національного господарства

У будь-якого механізму є набір своїх складових (детермінант), які формують певні визначені процеси. Так само, і у механізму регулювання економічного розвитку є набір власних детермінант. Перш ніж переходити до їх розгляду, зауважимо, що на загальнодержавному рівні механізм регулювання економічного розвитку може бути директивним та регулюючим [105].

Директивний механізм регулювання економічного розвитку застосовується виключно у сфері державного управління та прямого державного регулювання. До нього відносять податкове регулювання, управління державним боргом та державний кредит, витрати бюджетів всіх рівнів управління (центрального та місцевого), бюджетне фінансування, організація бюджетного устрою та бюджетного процесу. При директивному механізмі регулювання економічного розвитку саме держава розробляє систему заходів, обов'язкових до виконання для всіх учасників даного механізму. Зауважимо, що в певних окремих випадках директивний механізм може використовуватись і в інших відносинах, в яких

держава безпосередньої участі не бере (наприклад – нарахування та сплата податків суб'єктами господарювання, тощо) [105].

Регулюючий механізм регулювання економічного розвитку покликаний на побудову певних регуляторних заходів, які визначають поведінку суб'єктів господарювання недержавного сектору в певному конкретному сегменті національного господарства. При його застосуванні держава встановлює певний порядок внутрішніх господарських чи фінансових взаємовідносин, обов'язків до виконання приватними суб'єктами господарювання, та здійснює контроль за якісними показниками виконання таких регуляторних заходів. При цьому може встановлюватись загальний порядок використання фінансових ресурсів суб'єктами господарювання, як до так і після сплати податків. Дія регулюючого механізму регулювання економічного розвитку є унікальною для кожної окремої країни світу [105].

Визначаючи дію механізму регулювання економічного розвитку заради активізації економічного зростання, а також давши визначення його складової - фінансового механізму - зауважимо, що його можна розглядати у вузькому та у широкому розумінні. При чому, спостерігається певне протистояння наукових шкіл, які визначають що є фінансовим механізмом. Так звана московська наукова школа, засновником якої є В.К. Сенчагов [250], а також вітчизняні її прибічники, як от С.В. Ковальчук, І.В. Форкун [105] визначають фінансовий механізм виключно у вузькому його розумінні. Фінансовий механізм у вузькому розумінні – це система дії фінансових важелів, яка виражається в організації, плануванні та стимулюванні використання фінансових ресурсів [105, стор. 70]. За такого визначення можна перерахувати і верхній щабель детермінант фінансового механізму, якими будуть лише: фінансові методи, фінансові важелі, нормативно-правове забезпечення та інформаційне забезпечення.

Розглянемо визначення кожного з детермінант верхнього щабля.

Фінансовий метод – це засіб впливу фінансових відносин на процеси господарювання [105, стор. 71]. Якщо ж розглядати застосування фінансових

методів у контексті активізації соціально-економічних процесів, то вони є засобами впливу фінансів на прискорення чи уповільнення соціально-економічного розвитку. Фінансові методи можуть бути застосовані для управління рухом фінансових ресурсів, та при матеріальному чи фінансовому стимулюванні і відповідальності за ефективне використання фінансових ресурсів з метою активізації фінансового розвитку та економічного зростання. Дія фінансових методів проявляється через утворення та використанні фондів фінансових ресурсів, тобто інвестування, планування, прогнозування, оподаткування, страхування, фінансову оренду та ін..

Фінансовий важіль (інструмент) – це свого роду спосіб дії фінансового методу [105, стор. 72]. Фінансові важелі поділяють на фінансові стимули та фінансові санкції.

Нормативно-правове забезпечення дозволяє фінансовому механізму функціонувати у межах правового поля, а також законодавчо закріплювати певні норми та положення, які впливатимуть та/чи регулюватимуть господарську діяльність суб'єктів в межах однієї економіки. В Україні нормативно-правовим забезпеченням фінансового механізму є Конституція України, закони України та інші нормативно-правові регуляторні акти центральних та місцевих органів влади.

Інформаційним забезпеченням є економічна, комерційна, фінансова та інша інформація [105, стор. 73]. Крім того, будь-яка інформація, яка містить відомості про стан фінансової стійкості, ліквідності, платоспроможності тощо суб'єкта господарювання так само має відношення до фінансового механізму активізації економічного розвитку держави у складі детермінанти верхнього шаблю – інформаційного забезпечення.

У західній літературі виділяють і другий шабель складових фінансового механізму – так звані “глибокі детермінанти” [303, 340, 341, 394]. До них відносять засоби економіко-математичного прогнозування та моделювання, та, в першу чергу, імітаційне моделювання на основі теорії ігор. Західні науковці пояснюють необхідність такого кроку до виділення глибоких детермінант

фінансово механізму просто – не всі можливі фактори та впливи може бути виділено при проведенні аналізу ефективності впровадження фінансової політики за допомогою фінансово механізму, якщо застосовувати тільки перший верхній щабель його детермінант. Головною ж метою представників західного напрямку фінансової науки є не стільки просто виділити складові фінансового механізму, а й оцінити їх вплив та спрогнозувати можливий розвиток фінансової системи у цілому при певних умовах. Зауважимо, що у даному дослідженні ми схилиємося до думки західних науковців, але ретельно адаптованої до застосування в умовах України.

Отже, складовими (детермінантами) фінансового механізму є (рис.1.2):

Питанню детермінант верхнього щабля присвячено велику кількість робіт [338, 314, 315, 399, 400, 372, 286, 297, 305, 366-369], тому тепер розглянемо деякі із глибоких детермінант фінансового механізму активізації соціально-економічного розвитку.

А тепер спробуємо зробити теоретичну оцінку впливу детермінант фінансового механізму другого рівня (глибоких детермінант) на ступінь регулювання темпів соціально-економічного розвитку певної країни. Для цього побудуємо економіко-математичну модель. Для цього модифікуємо відому модель Кобба-Дугласа в такий спосіб:

$$\Delta \text{ВВП}_i = \alpha_1 + \alpha_2 \log Y_{0i} + \alpha_3 \text{ИЗак}_i + \alpha_4 \log \text{ТБ}i + \alpha_5 \Gamma_i + \varepsilon_i \quad (1.1)$$

де:  $\Delta \text{ВВП}_i$  – темпи приросту ВВП у країні  $i$ ;

$Y_{0i}$  – рівень ВВП у країні  $i$  у базовому році;

$\text{ИЗак}_i$  – індекс законності в країні  $i$ ;

$\text{ТБ}i$  – сальдо торговельного балансу в країні  $i$ ;

$\Gamma_i$  - геополітична ситуація в країні  $i$ , визначена як індекс за даними Hall&Jones [341].





Рисунок 1.2 – Детермінанти фінансового механізму (визначено автором на основі аналізу джерел [338, 314, 315, 399, 400, 372, 286, 297, 305, 366-369])

Проаналізуємо статистичні дані для нашої моделі в 153 країнах з різним рівнем економічного розвитку. Вхідні дані представлені [434, 430, 431, 433]. Емпіричні результати панельних даних представлені в таблиці 1.3.

За результатами розрахунків, представлених у таблиці 1.3, видно, що нормативна база у певній державі є основним фактором, що пояснює рівняння довготривалого зростання, тобто, у державах, де нормативна база, яка регулює економічний розвиток, є недосконалою, ефекту довготривалого у часі економічного зростання не досягається, і, навпаки, в державах, де нормативна база сприяє діловій активності суб'єктів господарювання, має місце тривалий економічний розвиток. Також, за нашими розрахунками із застосуванням

одночасно двох тестів - OLS і SLS - видно, що вплив глибоких детермінант фінансового механізму на прискорення або скорочення темпів соціально-економічного розвитку певної країни є, але воно незначне. Відзначимо, що коефіцієнти  $\Gamma_i$  та  $\log TBi$  є незначними, що показує вплив так званої “обмовленої конвергенції”. Тест на ендогенованість між  $IZak_i$  та  $\log TBi$  показав наявність слабкого зв'язку між ними, тобто стан законодавчо-нормативної бази певної держави не суттєво вплине на сальдо торгівельного балансу. Ідентичні результати стосовно ендогенованості показників законодавчо-нормативної бази та сальдо торгівельного балансу дало альтернативне тестування SLS.

Таблиця 1.1 – Емпіричні результати розрахунків моделі впливу деяких глибоких детермінант фінансового механізму на рівень соціально-економічного розвитку країни (за статистичною інформацією 152 країн з різним рівнем економічного розвитку)\*

Панельні дані	Модель 1 $ВВП_i = \alpha_i + \alpha_2 \log Y_{0i} + \alpha_3 IZak_i + \alpha_4 \log TBi + \alpha_5 \Gamma_i + \varepsilon_i$			
	OLS – тест (123 обстежень)		2 SLS – тест (60 обстежень)	
Змінні	Значення коефіцієнтів	Стандартна помилка	Значення коефіцієнтів	Стандартна помилка
$\log Y_{0i}$	- 0,0100 (- 4,95)	0,002	- 0,0080 (- 1,97)	0,0041
$IZak_i$	0,0062 (7,25)	0,0009	0,0080 (3,30)	0,0024
$\log TBi$	0,0006 (0,59)	0,0010	- 0,0002 (- 0,08)	0,0027
$\Gamma_i$	1,37 e-06 (0,28)	0,0001	- 0,0001 (- 0,82)	0,0001
$R^2$	0,4322			

\* розраховано автором за вхідними даними [434, 430, 431, 433]

З вищесказаного можна зробити висновок стосовно апробування цієї регресії, що твердження Д.Родріга стосовно інституційної складової у забезпеченні довготривалого економічного розвитку знашли своє підтвердження. Іншими словами, інституційна складова набагато перевищує роль “відкритості” економіки чи географічного розташування країни у питанні забезпечення довготривалого економічного зростання цієї держави. Цей непередбачуваний результат, в першу чергу, входить у теоретичну суперечку із положеннями неокласичної теорії

економічного росту. Але, саме негаразди у інституційній складовій національного господарства різних держав спровокували суттєве скорочення темпів економічного росту під час світової фінансової рецесії, що вже практично підтверджує правильність отриманих нами за допомогою тестування OLS та SLS результатів.

## РОЗДІЛ 2

### СТАН ФІНАНСОВОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ СОЦІАЛЬНО-ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ УКРАЇНИ: ЕКЗОГЕННІ ВПЛИВИ ТА ВНУТРІШНІ СУПЕРЕЧНОСТІ

#### 2.1 Вплив екзогенних чинників на фінансову систему України

Україна за час своєї незалежності, вже мала досвід пережити фінансову та економічну кризу у 1992-1995 роках, і, на сьогодні також, знаходиться на порозі фінансової кризи 2008-2009 років. Якщо перша криза була спричинена головним чином внутрішніми суперечностями, то сьогодні ми маємо справу із негативними екзогенними впливами.

Більш детально розглянемо, яким же чином можна класифікувати чинники та їх особливості впливу на фінансову систему.

Проблеми класифікації чинників та їх особливостей цікавили науковців дуже давно. Так, свого часу нобелівський лауреат Р.Аксерольд виявив такі основні 6 груп чинників впливу на соціум комплексного характеру:

1. Бурхливий розвиток військових та інформаційних технологій;
2. Самоідентифікація націй на основі власної політики, культури, релігії;
3. Скорочення та виникнення дефіциту природних ресурсів, необхідних для життя людини – води, їжі, енергії, тощо;
4. Переміщення центрів влади на планеті – від США та Європейського Союзу до Китаю та Індії.
5. Продовження небезпечних тенденцій розшарування на багаті та бідні країни та збільшення розриву між ними.
6. Можливість виникнення демографічної кризи.

Деякі вчені, взявши на замітку класифікацію Аксерольда, вважають впливи від цих чинників апокаліптичними [85, с.138-139]. Не обійшли увагою дослідження Р.Аксерольда і американські вчені, особливо Е.Денісон, який

дослідив їх вплив на показники макроекономічної стабільності США [65, с. 384, та 317].

За його розрахунками, які базувались на аналізі даних з 1929 по 1982 роки, найбільше впливають на показники зростання ВВП такі чинники:

- збільшення продуктивності праці + 68%;
- збільшення трудозатрат + 32 %;
- технічний прогрес + 28 %;
- витрати капіталу +19%;
- підготовка досвідчених працівників, освіта +14%;
- економія внаслідок збільшення масштабів виробництва +9%;
- оптимізація використання ресурсів +8%;
- нормативно-правові та інституційні чинники – 9%.

Як видно з наведених ним даних, за умов до кризового періоду до 1982 року, в США приблизно дві третини зростання ВВП завдячують позитивному впливу чинника збільшення продуктивності праці.

Загалом, усі чинники, які впливають на фінансову систему, можна спробувати класифікувати так:

1. за групами:

- натуральні;
- антропогенні.

2. за місцем виникнення (походження):

- ендогенні;
- екзогенні;
- комбіновані.

3. за характером дії:

- об'єктивні;
- суб'єктивні.

4. за періодичністю виникнення:



## 12. за функціональністю:

- інформаційні;
- технічні;
- наукові;
- організаційні;
- фінансового забезпечення;
- кадрові.

Надана класифікація чинників впливу на фінансову систему будь-якої країни дає можливість певним чином розділити впливи для уточнення їх впливу.

Оцінки рівня соціально-економічного розвитку України ряду міжнародних організацій (МВФ [433], Світового банку [241-245]), міжнародних банків (UniCredit [128], Citigroup [432]), рейтингових агенцій (Standart & Poor's [246], Fitch [328-332]) аналітичних центрів (Economist Intelligence Unit [304]) підтверджують, що в Україні мають місце суттєві зовнішні ризики для подальшого зростання економіки.

Таблиця 2.1 – Міжнародні оцінки зовнішніх та внутрішніх чинників економічного росту та фінансової стабільності України, 2008 рік\*

	МВФ	Світовий банк	UniCredit	Citigroup	Economist Intelligence Unit
ВВП, %	6,4	6,0	6,3	5,8	6,5
ІСЦ, %	25,3	21,5	24,9	25,0	25,0
Баланс рахунку поточних операцій, % ВВП	-7,2	-8,4	-7,2	-8,4	-7,0
Баланс зведеного бюджету, % ВВП	-	-1,6	-1,4	-2,2	-1,7

\*розраховано автором за даними [241, 242, 243, 244, 245, 246, 348, 349, 350, 413, 414, 415, 432]

Основними екзогенними чинниками, що впливатимуть на фінансову стабільність України в 2008-2009 рр., визнаються наступні [86]:

- сповільнення темпів економічного зростання внаслідок скорочення виробництва в будівництві, що матиме негативний вплив на бюджет, банківську систему, рівень довіри інвесторів;
- сповільнення світової економіки, що впливатиме як на обсяги зовнішнього попиту на вітчизняну продукцію, так і на обсяги прямих іноземних інвестицій в Україну;
- різке скорочення обсягів іноземного капіталу за причин наростаючої глобальної фінансової нестабільності, що посилює тиск на валютні резерви НБУ;
- скорочення обсягів надходження іноземної валюти внаслідок розширення дефіциту рахунку поточних операцій;
- скорочення темпів зростання пропозиції грошей;
- негативний вплив глобального фінансового і економічного спаду на потоки капіталів в Україні;
- погіршення якості кредитів та сповільнення темпів кредитування економіки, що послабить позиції України стосовно економічного зростання;
- зростання обсягів нарахованих відсотків за зовнішніми запозиченнями і виплат дивідендів за прямими іноземними інвестиціями та зростання негативного сальдо рахунку поточних операцій;
- реальна ревальвація гривні, яка знижуватиме вартість імпортованих споживчих та інвестиційних товарів та погіршуватиме конкурентоспроможність експорту;
- подальша номінальна девальвація курсу гривні, що має потенціал прискорювати інфляційні тенденції;
- спад обсягів експорту металопродукції в умовах сповільнення темпів росту світової економіки;
- погіршення умов зовнішньої торгівлі внаслідок зниження цін на продовольчі товари і металопродукцію на світовому ринку при зростанні вартості імпортованих енергоресурсів;



- зростання державного боргу переважно за рахунок залучення урядом міжнародної фінансової допомоги на будівництво доріг загальнодержавного значення та коштів для фінансування інфраструктурних проектів, пов'язаних з проведенням Євро-2012;

- зниження припливу прямих іноземних інвестицій та поява у зв'язку з цим ризику фінансування дефіциту рахунку поточних операцій;

- зниження показників зовнішньої ліквідності та поява залежності від припливу іноземного капіталу як чинника підтримки національної валюти;

- негативне чисте зовнішнього сальдо за операціями з позичковим капіталом;

- політична невизначеність, яка зумовлює зростання вартості рефінансування внаслідок значного підвищення інвесторами рівня ризиків;

Основними внутрішніми супечностями у фінансовій системі України, які вплинули на саме такі оцінки ризиків міжнародними організаціями, були [86]:

- нерозвиненість внутрішнього ринку, недостатні обсяги нагромадження та надмірна частка споживання призвели до стабільного погіршення сальдо зовнішньої торгівлі та створило ризики валютної дестабілізації (за 2003–2007 рр. номінальні доходи населення зросли в 4,2 рази, реальні – в 2,1 рази, а реальний ВВП – лише в 1,4 рази [29]);

- вузькість механізмів рефінансування банківської системи та інституційна нерозвиненість фінансової системи обумовили надмірну вартість внутрішніх фінансових ресурсів. В такій ситуації, при стрімкому зростанні попиту на кредитні ресурси, відбувся значний вихід комерційних банків на ринки зовнішніх запозичень;

- переважаюча інвестиційна привабливість секторів із високою ліквідністю та якнайшвидшим обігом коштів: за 2000-2008 рр. інвестиції в промисловість зросли в 1,5 рази, в той час як в операції з нерухомістю – в 1,9 рази, фінансову діяльність – 2,4 рази, роздрібну торгівлю – утричі [29]. У дорецесійному 2007 році

інвестиції в промисловість збільшилися на 27 %, в той час як в роздрібну торгівлю – на 48 %, фінансову діяльність 60 % [29];

- концентрація експорту України на сировині, в умовах декларування експортоорієнтованої моделі розвитку економіки, що обумовило хронічне нарощування дефіциту зовнішньої торгівлі та високу залежність економіки України від курсових коливань, кон'юнктури світових ринків, тощо.

- збереження високого рівня фіскального вилучення коштів у фізичних осіб на потреби споживання;

- зменшення або навіть зникнення видатків на розвиток у бюджетах всіх рівнів: у 2008 р. видатки зведеного бюджету України зросли на 46,9 % (у 2007 – на 20,9 %), видатки на соціальний захист і соціальне забезпечення – на 53,5 % (у 2007 році – на 16 % [29]). Частка капітальних видатків у загальній сумі видатків Зведеного бюджету України була найменшою за всі попередні роки і в 2008 році становила лише 6 %;

- відсутність дієвих важелів регулювання зовнішніх запозичень, які здійснюють вітчизняні суб'єкти господарювання. Це обумовило ревальваційний тиск з боку припливу на ринок залучених не облікованих грошей і спричинило надмірне нагромадження зовнішніх зобов'язань;

- погіршення фінансової надійності позичальників, особливо, за межами України;

- погіршення умов торгівлі та зовнішньоторговельного сальдо;

- наступне девальваційне падіння;

- поточна демонетизація економіки, яка виникла за рахунок перевищення фіскальних надходжень над запланованими (за рахунок підвищення рівня інфляції). НБУ за таких умов не прийняв рішень стосовно ефективного витрачання надлишку, а відтак, відбулось заморожування суттєвої частини коштів на єдиному казначейському рахунку;

Розглянемо динаміку основних показників фінансового забезпечення економічного росту України.

Для оцінки основних показників фінансового забезпечення економічного росту будь-якої країни, умовно згрупуємо їх на такі, на наш погляд, найбільш значимі:

- показники сальдо платіжного балансу – для визначення та оцінки типу фінансової стратегії соціально-економічного розвитку країни (експортно- чи імпортоорієнтована);
- стан державного боргу для можливості точного корегування майбутніх та наявних фінансових резервів для економічного зростання країни;
- показники фінансової діяльності у сфері державних фінансів – для оцінки можливостей державного регулювання активізації економічного росту країни;
- показники місцевих фінансів, як основи до регіонального розвитку, як складової соціально-економічного розвитку держави;
- оцінка можливостей інвестувати у розвиток з боку громадян країни та фінансів домогосподарств;
- оцінка потенціалу розвитку діяльності суб'єктів господарювання та оцінка необхідності їх фінансового забезпечення.

Розглянемо тепер за цими групами сучасний стан фінансового забезпечення економічного росту України:

#### 1. Показники сальдо платіжного балансу.

Ми пропонуємо використовувати ці показники для оцінки ефекту залучення фінансових ресурсів на зовнішніх ринках. Показники сальдо поточного рахунку платіжного балансу представлено у таблиці 2.2.

Вважається, що ефект залучення фінансових капіталів на зовнішніх ринках є позитивним, якщо обсяги експорту товарів перевищують обсяги їх імпорту, обчислених у одній валюті для забезпечення порівнюваності даних.

Як показано на таблиці 2.2, сальдо поточного рахунку платіжного балансу починаючи із 2006 року має негативну тенденцію, яка посилюється. При чому, слід відмітити, що за показниками сальдо платіжного балансу, і в 2006-му і в 2007 роках ми мали позитивне його значення, а от за показниками відношення до ВВП

у % - негативне. Тому, можна стверджувати, що Україна втратила можливість використовувати фінансові резерви додаткового залучення із міжнародних ринків на активізацію власного економічного розвитку.

Таблиця 2.2 – Показники сальдо поточного рахунку платіжного балансу\*

Період	Сальдо поточного рахунку платіжного балансу	
	млн. дол. США	у % до ВВП
2002	3 173	7,5
2003	2 891	5,8
2004	6 909	10,6
2005	2 531	2,9
2006	-1 617	-1,5
2007	- 5272	- 3,7
2008	-12 933	-7,1
2009	-12887	-7,0

\* дані Державного комітету статистики України, розрахунки автора [29, 66]

Розглянемо більш детально у таблиці 2.3, за рахунок яких операцій ми маємо таку негативну ситуацію.

Як видно з таблиці 2.3, Україна, починаючи із 2002 року поступово впроваджує експортноорієнтовану стратегію розвитку: так, обсяги експорту з року в рік лише збільшуються. Імпорт же носить скачкоподібний характер, і він є більш реагованим на зміни у внутрішньому та зовнішньому середовищах. За таких умов, Україна поступово втрачає бенефіції від впровадження експортноорієнтованої фінансової стратегії розвитку і переорієнтовується на імпортоорієнтовану, яка є менш привабливою для України та прискорення темпів її економічного розвитку. Тому, починаючи із 2-го кварталу 2008 року, центральний уряд країни спрямовує свою діяльність на скорочення імпорту та робить спроби реанімувати ті галузі економіки, які можуть збільшити експортні потоки України.

2. Стан державного боргу як показник до коригування наявних та майбутніх фінансових ресурсів для стимулювання економічного розвитку

Показники державного боргу та його співвідношення з офіційними резервними активами країни представлено у таблиці 2.4.

Таблиця 2.3 – Динаміка експорту та імпорту товарів, робіт та послуг\*

Період	Експорт товарів та послуг**		Імпорт товарів та послуг**	
	млн. дол. США	у % до ВВП	млн. дол. США	у % до ВВП
2002	23 351	55,1	21 494	50,7
2003	28 953	57,8	27 665	55,2
2004	41 291	63,6	36 313	56,0
2005	44 378	51,3	43 707	50,6
2006	50 239	46,6	53 307	49,5
2007	64 001	44,8	72 153	50,6
1 квартал	13 369	49,0	15 054	55,2
2 квартал	15 775	48,2	17 028	52,1
3 квартал	17 523	44,8	18 593	47,6
4 квартал	17 334	39,7	21 478	49,2
2008	85 612	47,0	100 132	55,0
1 квартал	17 528	47,4	21 979	59,5
2 квартал	23 516	50,2	27 425	58,5
3 квартал	27 253	47,5	29 830	51,9
4 квартал	17 315	42,5	20 898	51,3

\* дані Державного комітету статистики України [29, 66]

\*\* Дані за IV квартал 2007 року та I - III квартали 2008 року були скориговані.

Як видно з таблиці 2.4, до 2007 року НБУ нарощував розміри офіційних резервних активів, і лише у 2008 році і на початку 2009 року їх розмір почав скорочуватись. Це можна пояснити негативними впливами екзогенних чинників та нестабільністю національної валюти.

Оцінюючи показники до коригування фінансових ресурсів, які мають бути направлені на стимулювання економічного розвитку країни, необхідно оцінити, які ж державні борги (прямі та гарантовані державою) ми маємо.

Як видно з таблиці 2.5, номінальні суми як прямого, так і гарантованого державою боргу, у гривневому вираженні зростають з кожним роком. Тому, для порівнюваності показників державної заборгованості та з метою уточнення фінансової політики задля активізації економічного розвитку, розглянемо борг відносно ВВП.

Таблиця 2.4 – Зовнішній борг України та її офіційні резервні активи\*

Період	Валовий зовнішній борг**, на кінець періоду		Офіційні резервні активи, на кінець періоду млн. дол. США	Офіційний курс до долара США, на кінець періоду грн. за 100 дол. США
	млн. США	дол. у % до ВВП		
2002	21 645	51,1	4 469	532,66
2003	23 811	47,5	6 943	533,27
2004	30 647	47,2	9 715	531,92
2005	39 619	45,9	19 391	512,47
2006	54 512	50,6	22 358	505,00
2007	82 189	57,6	32 479	505,00
2008	103 236	56,7	31 543	770,00
1 квартал	90 238	59,2	33 231	505,00
2 квартал	97 526	58,6	35 452	484,89
3 квартал	104 839	56,7	37 530	486,10
4 квартал	103 236	56,7	31 543	770,00
2009				
1 квартал	...	...	25 393	770,00

\* розраховано автором за даними Державного комітету статистики України [29, 66]

\*\* Дані за IV квартал 2007 року та I - III квартали 2008 року були скориговані.

З рис. 2.1 видно, що у дорецесійний період найбільшого значення державного боргу ми отримали в 1999 році, але вже з наступного року і до 2007 року держава почала впроваджувати політику скорочення обсягів державного боргу. Але, за необхідності швидкої реакції та фінансової підтримки суб'єктів господарювання в період світової фінансової рецесії, Україна змінює свої орієнтири, і, навпаки, іде до міжнародних організацій та установ по фінансову допомогу, чим розмір державного боргу, починаючи із 2-го півріччя 2008 року зростає до рекордно високої позначки.

3. Показники державних фінансів як фінансової бази активізації економічного розвитку.

За умов пошуку додаткових та оцінки наявних фінансових ресурсів для активізації економічного росту України, необхідно також врахувати потенціал державних фінансів. Ефективне управління державними фінансами та впровадження такої фіскальної політики, яка сприяла б максимізації темпів економічного зростання – ось головне завдання для урядовців, як державного, так і

місцевого рівня. Але, на жаль, Україна за роки своєї незалежності, часто-густо постає перед жорсткими зовнішніми викликами фінансово неготовою за рахунок наявності постійно існуючих внутрішніх суперечностей.

Таблиця 2.5 – Стан прямого державного та гарантованого державою боргу України\*, млн. грн.

Роки	Загальна сума боргу	Прямий борг			Гаранований борг		
		внутрішній	зовнішній	разом	внутрішній	зовнішній	разом
1995	22,1	8,0	10,9	18,9	0,00001	3,2	3,2
1996	20,6	3,6	12,3	15,9	0,001	4,7	4,7
1997	28,9	10,2	13,0	23,2	0,001	5,3	5,3
1998	49,4	11,4	26,9	38,3	0,001	11,1	11,1
1999	79,5	14,4	48,4	62,8	0,001	16,7	16,7
2000	77,1	20,8	43,4	64,2	0,001	12,8	12,8
2001	74,6	21,1	42,3	63,3	0,001	11,3	11,3
2002	75,7	21,4	43,1	64,5	0,001	11,3	11,3
2003	77,5	20,52	45,6	66,1	0,001	11,4	11,4
2004	85,4	20,9	46,7	67,7	0,001	17,7	17,7
2005	78,2	19,2	43,9	63,1	0,001	15,0	15,0
2006	80,5	16,6	49,5	66,1	0,001	14,4	14,4
2007	88,7	17,8	53,5	71,2	1,0	16,4	17,4
2008	93,5	20,1	55,1	75,2	1,3	17,0	18,3

\* розраховано автором за даними міністерства фінансів України [37, 66]

Не всі державні фінанси можуть бути фінансовою основою для активізації економічного розвитку країни. Пропонуємо розглядати лише потенційні регуляторні важелі активізації чи іншого стимулювання соціально-економічних показників держави, такі як ефективність управління державними кредитами за допомогою важелів бюджетної політики, фіскальне навантаження зведеного, Державного та місцевих бюджетів на економіку країни та визначення опосередкованого впливу діяльності державних органів влади на економічну та фінансову активність суб'єктів господарювання.

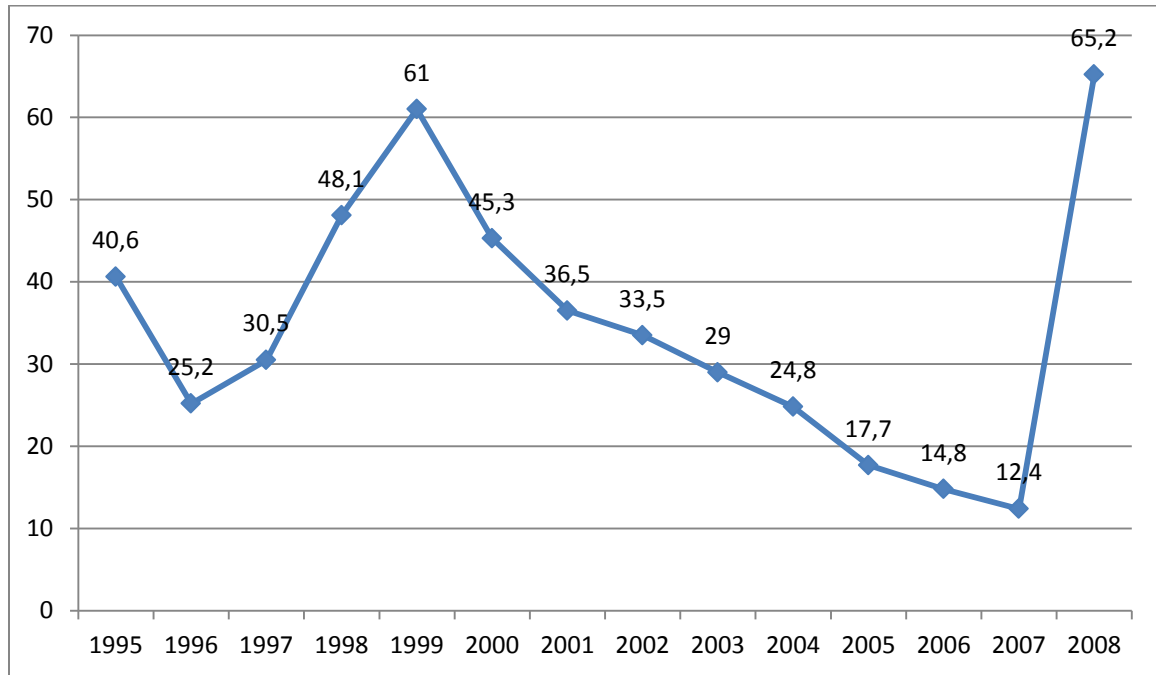


Рисунок 2.1 – Відношення прямого державного та гарантованого державою боргу до ВВП країни, (% до ВВП)\*

\* розраховано автором за даними Міністерства фінансів України та Державного комітету статистики України [29, 37].

Деякі науковці [160, стор. 5] вважають що “...перераховані проблеми можуть бути або непрогнозованим наслідком потужної фінансової кризи, яка потрясає сьогодні весь світ, або є вони логічним розвитком внутрішніх суперечностей, накопичених в Україні, для яких світова криза стала лише “спусковим гачком”...”. Але, на наш погляд, не лише проблеми у сфері державних фінансів можуть вплинути на стан економіки країни, але вони все ж таки займають певне місце в фінансовому управлінні економічним розвитком країни.

Одним із показників ефективності управління державними фінансами та оцінки їх впливу на показники соціально-економічного розвитку країни є регулювання розміру державного боргу через бюджетні важелі.

Як видно з таблиці 2.6, управляти кредитним портфелем бюджетними важелями центральний уряд України розпочав лише у 2004 році. Але ці заходи аж ніяк не свідчать про ефективність з точки зору управління фінансами – дефіцит Зведеного бюджету за такого регулювання кредитами, починаючи із 2004 року



зріс майже в 10 разів. Тому, з 2004 року розпочалися безпрецедентні за своїми масштабами заходи регулювання витратних статей бюджетів всіх рівнів з метою їх оптимізації та скорочення. Внаслідок таких дій вдалося вже на початку 2009 року за результатами січня-лютого отримати профіцит бюджету у зведеному значенні.

Таблиця 2.6 – Показники управління кредитними важелями Державного бюджету України, млн. грн. \*

Період	Повернення кредитів до Державного бюджету та надання кредитів із Державного бюджету	Повернення кредитів до Зведеного бюджету та надання кредитів із Зведеного бюджету	дефіцит (-), профіцит (+) Зведеного бюджету, млн. грн.
2002	...	...	1 119
2003	...	...	-1 043
2004	1 083	1 123	-10 217
2005	300	291	-7 946
2006	190	228	-3 777
2007	1 519	1 575	-9 843
2008	2 732	2 811	-12 501
2009:			
січень	865	864	1 648
січень-лютий	673	672	281

\* розраховано автором за даними міністерства фінансів України та Державного комітету статистики України [29, 37]

Розглянемо на рис. 2.2 більш детально результати управління кредитами (їх надання із Зведеного бюджету України або їх повергнення до Зведеного бюджету України).

Як видно з рис. 2.2, діяльність із кредитуванням до або з бюджетів Україна розпочала з 1998 року. У 1998 році розмір кредитних операцій із бюджетів всіх рівнів в Україні сягнув 0,2% від ВВП. У 1999 році, зважаючи на необхідність боротьби із дефіцитністю бюджетів, ці програми скоротили до 0,1% від ВВП. У 2000 році вперше почались повернення взятих раніше кредитів із бюджетів України, і в Зведеному бюджеті за операціями із кредитування ці суми становили - 0,1% від ВВП.

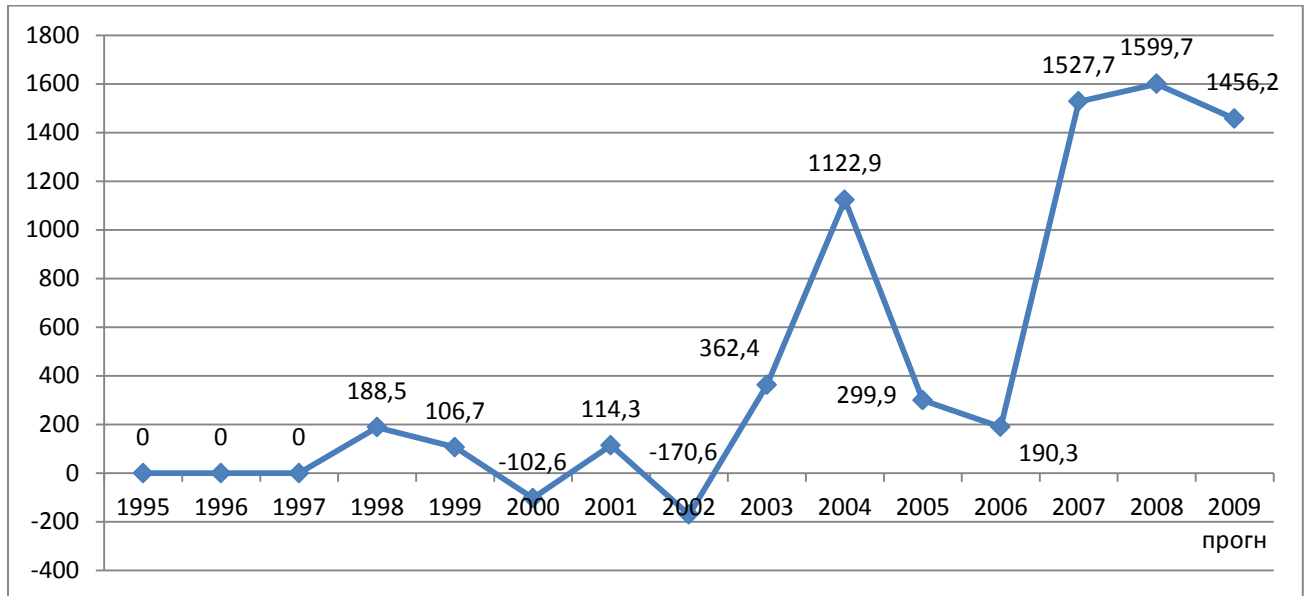


Рисунок 2.2 – Кредитування з або в Зведений/ого бюджет/у України, млн. грн.\*

\* розраховано автором за даними міністерства фінансів України [37]

Подібні кроки до скорочення розмірів зовнішнього та внутрішнього державного боргу провадилися і в 2002-му році, коли кредитування з Зведеного бюджету становило також  $-0,1\%$  від ВВП. Але з 2002 року і до тепер управління державними кредитними програмами направлено в першу чергу на отримання нових кредитів, а не на їх повернення, і тому в подальші роки ми спостерігаємо лише їх зростання і в абсолютному вираженні, відносно їх долі у ВВП країни (відповідно у 2003 році  $0,1\%$  ВВП, у 2004 році  $0,3\%$  ВВП, у 2005 році  $0,1\%$  ВВП, у 2006 році  $0,04\%$  ВВП, у 2007  $0,2\%$  ВВП і найбільшого значення у 2008 році –  $1,2\%$  ВВП).

Розглядаючи фіскальне навантаження бюджетів всіх рівнів на економіку країни (табл. 2.8), звернемо увагу на те, що Державний бюджет України та її місцеві бюджети забирають на свої видатки  $25-38\%$  від ВВП країни. З одного боку, це значення є допустимим з точки зору теорії ефективного фінансового розвитку, але лише за умови відсутності або незначного рівня дефіциту бюджету кожного щабля влади.

Таблиця 2.7 – Фіскальне навантаження Зведеного бюджету України на економіку, у % до ВВП\*

Роки	Зведений бюджет у % до ВВП (у методології відповідного року)			дефіцит профіцит Зведеного бюджету (-), (+)
	доходи Зведеного бюджету	видатки Зведеного бюджету		
1995	38,0	44,6		-6,6
1996	37,1	41,9		-4,9
1997	30,1	36,8		-6,6
1998	28,5	30,2		-2,2
1999	25,2	26,6		-1,5
2000	28,9	28,4		0,6
2001	26,9	27,1		-0,3
2002	27,4	26,7		0,7
2003	28,2	28,4		-0,2
2004	26,5	29,4		-3,2
2005	30,4	32,1		-1,8
2006	31,6	32,2		-0,7
2007	30,5	31,4		-1,1
2008	31,4	32,6		-1,5

\* розраховано автором за даними міністерства фінансів України [37]

Подібні тенденції можна спостерігати і в Державному бюджеті (див. табл. 2.8). Фіскалізують доходи у державний бюджет у розмірі 15-24% від ВВП, що говорить про високе податкове навантаження на економіку та високий рівень централізації фінансових ресурсів саме в державному бюджеті України.

#### 4. Показники місцевих фінансів як рушія регіонального розвитку.

Істотними рушіями економічного розвитку традиційно є і місцеві фінанси. Розглянемо лише одну із складових місцевих фінансів – місцеві бюджети.

За нашими розрахунками, представленими у таблиці 2.9, місцеві бюджети України акумулюють від 10 до 18% ВВП країни. Ці показники є набагато нижчими, ніж, скажімо – у державного бюджету, і тим самим викликає проблеми, адже фінансувати регіональний розвиток покладено саме на рівень органу місцевого самоврядування.

Таблиця 2.8 – Фіскальне навантаження Державного бюджету України на економіку, у % до ВВП\*

Роки	Державний бюджет у % до ВВП (у методології відповідного року)			
	доходи бюджету	Державного	видатки Державного бюджету	дефіцит профіцит Державного бюджету
1995	22,5		29,3	-6,8
1996	24,1		29,0	-4,9
1997	18,0		24,7	-6,7
1998	15,9		18,1	-2,1
1999	15,3		16,9	-1,5
2000	21,3		20,9	0,4
2001	19,5		19,7	-0,3
2002	20,1		19,6	0,7
2003	20,6		21,0	-0,2
2004	20,4		23,0	-3,2
2005	23,9		25,6	-1,8
2006	24,5		25,2	-0,7
2007	23,0		24,2	-1,4
2008	24,4		25,4	-1,3

\* розраховано автором за даними міністерства фінансів України [37]

## 5. Фінанси домогосподарств як акселератор економічного росту/спаду країни

Заощадження населення, які надходять до економіки країни через банківську систему або шляхом прямого інвестування в основний капітал, у кожній країні є найважливішим фінансовим потенціалом для фінансового забезпечення економічного розвитку. Не виключенням із цього правила є і Україна. У наступній таблиці 2.10 розглянемо в цифрах той нонсенс, коли, за низького рівня офіційних доходів населення, і в Україні також, саме населення за рахунок зростання своїх заощаджень, стимулює економічний розвиток країни.

За цими даними, офіційні доходи населення за період з 2002 по 2008 рік зросли майже у 8 разів, а наявні у 6 разів. Тому, вважається, що саме за рахунок заощаджень населення так бурхливо розвивалась і банківська система, і через неї і економіка України за цей період часу.

Таблиця 2.9 – Фіскальне навантаження місцевих бюджетів України на економіку, у % до ВВП\*

Роки	Місцеві бюджети у % до ВВП (у методології відповідного року)		
	доходи місцевих бюджетів	видатки місцевих бюджетів	дефіцит профіцит місцевих бюджетів (-), (+)
1995	17,9	17,9	-0,02
1996	14,6	14,9	-0,3
1997	15,4	15,5	-0,1
1998	14,9	14,8	-0,3
1999	12,2	12,2	-0,01
2000	10,9	10,8	0,003
2001	12,2	12,2	0,004
2002	12,5	12,3	-0,2
2003	12,8	12,6	-0,2
2004	11,5	11,7	0,2
2005	12,2	12,1	-0,03
2006	13,9	13,9	-0,01
2007	15,0	14,7	-0,3
2008	14,9	15,1	-0,2

\* розраховано автором за даними міністерства фінансів України [37]

Як видно із таблиці 2.11, ми спостерігаємо необ'єктивність офіційних даних стосовно заробітної плати. Так, якщо середня заробітна плата є такою, яка не дозволяє громадянам заощаджувати, то, незважаючи на цей факт, рівень заощаджень постійно зростає. Це можна пояснити високим рівнем тінізації доходів населення, викликаних так звітними “зарплатами в конвертах”. Але, незважаючи на негативний фіскальний аспект цього явища, саме тіньові доходи населення і стали своєрідним буфером, який пом'якшив негативні впливи світової фінансової рецесії на українську економіку.

Тепер розглянемо, яким же чином з роками змінювався інвестиційний потенціал громадян України. За цей потенціал візьмемо заощадження громадян у вигляді валюти та депозитів.

Таблиця 2.10 – Доходи, витрати та заощадження населення, млн. грн.\*

Роки	Доходи населення - усього			Витрати населення (без заощаджень)	Заощадження населення
	номінальні	наявні	реальні наявні, % (з урахуванням інфляції)		
2002	185073	141 618	118,0	168 015	17 058
2003	215 672	162 578	109,1	199 395	16 277
2004	274 241	212 033	119,6	243 164	31 077
2005	381 404	298 275	123,9	335 753	45 651
2006	472 061	363 586	111,8	427 858	44 203
2007	623 289	470 953	114,8	575 510	47 779
2008	850 232	637 762	110,3	782 528	67 704

\* розраховано автором за даними міністерства фінансів України та Державного комітету статистики України [29, 37]

Отже, вливання фізичних осіб у економіку країни з кожним роком збільшувались у геометричній прогресії. Невеликим виключенням можна вважати ситуацію із масовим зняттям із депозитів заощаджень громадян у 2-му півріччі 2008 року, яке було пов'язано із ризиками світових фінансових тенденцій.

#### 6. Фінансування розвитку суб'єктів господарювання.

Розвиток суб'єктів господарювання, крім вливань в нього від громадян через банківську систему, може також фінансуватись за рахунок інвестицій та резервних активів фінансової системи держави.

Для пошуку резервів активізації економічного розвитку фінансовими засобами розглянемо, які ж резервні активи має Україна стосовно міжнародної інвестиційної позиції.

До таких резервів (див. рис. 2.4) традиційно відносять монетарне золото та спеціальні права запозичення. Як видно з рис. 2.4, об'єми монетарного золота у дол. США з року в рік лише збільшуються, а спеціальні права запозичення, як резерв фінансування економічного розвитку, були лише 2000-2003 року і дуже непомітно у 2008 році.

Таблиця 2.11 – Динаміка заробітної плати населення та заощаджень\*

Роки	Заощадження населення, млн. грн.	Середньомісячна номінальна заробітна плата працівників, грн.	Темпи зростання/зниження середньомісячної номінальної заробітної плати, %		Індекс реальної середньомісячної заробітної плати працівників, %	
			до відповідного періоду попереднього року	до грудня попереднього року <sup>1</sup>	до відповідного періоду попереднього року	до грудня попереднього року <sup>1</sup>
2002	17 058	376	121,0	117,0	118,2	115,6
2003	16 277	462	122,8	124,4	115,2	113,8
2004	31 077	590	127,5	127,7	123,8	120,8
2005	45 651	806	136,7	144,9	120,3	131,5
2006	44 203	1 041	129,2	125,2	118,3	111,7
2007	47 779	1 351	129,7	131,1	112,5	110,3
2008	67 704	1 806	133,7	119,5	106,3	97,0
2009						
січень	...	1 665	109,4	83,2	88,2	80,6
лютий	...	1 692	107,4	86,1	87,0	82,1

<sup>1</sup> Річні дані – грудень до грудня попереднього року;

\* розраховано автором за даними міністерства фінансів України та Державного комітету статистики України [29, 37]

Зважаючи на наявний потенціал до збільшення фінансового забезпечення економічного розвитку, в нашій країні доцільно також говорити не лише про залучення прямих іноземних інвестицій, а й про вивіз капіталу з України. Більш детально цю ситуацію розглянемо на рис. 2.5:

За означеними групами показників можна оцінити динаміку фінансової бази до економічного зростання країни лише прямої дії. На сьогодні, економіка почала відчувати вторинні наслідки, також пов'язані зі світовою фінансовою рецесією:

- утруднення отримання зовнішніх запозичень та зростання їх вартості саме тоді, коли настав час гострої потреби у рефінансуванні запозичень комерційних банків;
- зниження попиту на експорт (насамперед – металургійної продукції), та погіршення умов торгівлі для експортерів через ревальвацію гривні, яка спричинила подорожчання складових собівартості експортної продукції;

- вплив на фінансові показники негативних очікувань суб'єктів ринку.

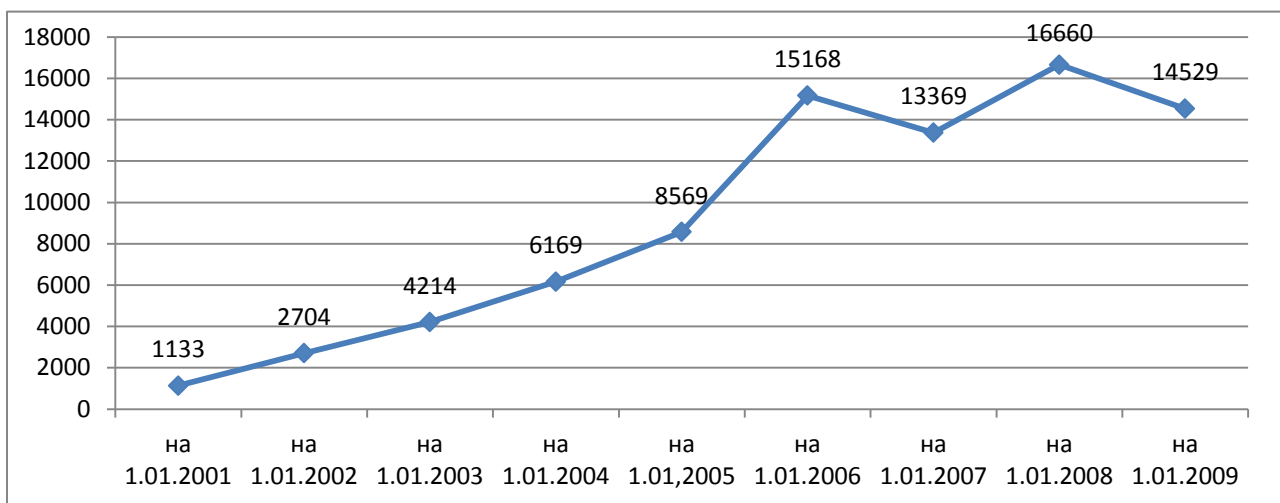


Рисунок 2.3 – Інвестиційний потенціал громадян в Україні (валюта та депозити фізичних осіб, млн. дол. США) (розраховано автором за даними Міністерства фінансів України та Держкомстату України [29, 37])

Демонстраційний ефект низки банкрутств потужних фінансових компаній провідних країн світу, біржова паніка, тощо спричинили ефект бумерангу на світових фінансових ринках та в Україні.

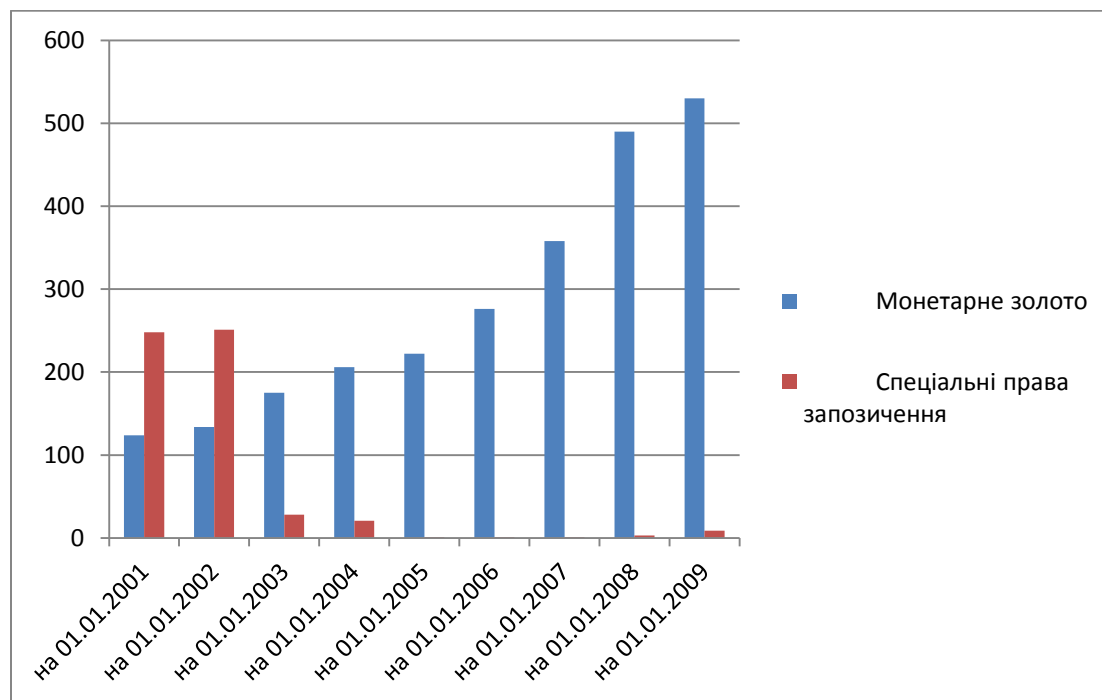


Рисунок 2.4 – Резервні активи міжнародної інвестиційної позиції України, млн. дол. США (розраховано автором за даними міністерства фінансів України та Державного комітету статистики України [29, 37])



Активним негативним чинником, який дестабілізував фінансову та економічну системи України став прояв наростання політичної кризи восени 2008 року. І це сталося саме тоді, коли виклики світової фінансової рецесії вимагали оперативних узгоджених рішень, політична криза дещо знизила реагентність фінансової системи на екзогенні впливи. Це, а також непевність у найближчих перспективах економічної політики, передбачення чергового оберту популізму в економічній політиці в умовах наближення майбутніх президентських виборів, посилює песимізм суб'єктів ринку в оцінках перспектив розвитку рецесійних та кризових явищ.

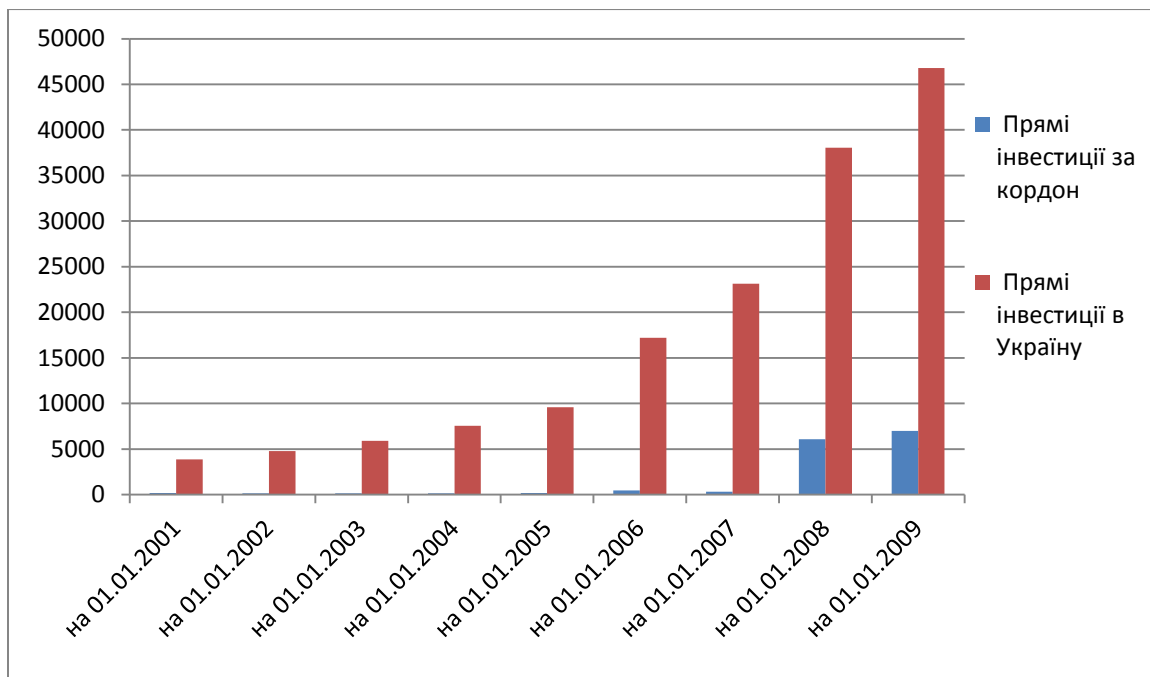


Рисунок 2.5 – Відношення вилученого та інвестованого в Україну капіталу за складовою прямих інвестицій на розвиток діяльності суб'єктів господарювання, млн. дол. США\*

\* розраховано автором за даними міністерства фінансів України та Державного комітету статистики України [29, 37]

Таким чином, в Україні одночасно проявилися ознаки валютної, фондової, банківської рецесій в умовах дестабілізації ринку нерухомості, рецесії будівництва та загального погіршення внутрішньої і зовнішньої макроекономічної ситуації. “Спусковим гачком” стали скорочення реального споживчого попиту в умовах

прискорення інфляційних тенденцій та посилення монетарних обмежень у поєднанні з дестабілізуючим впливом світової фінансової рецесії. Це – логічний результат реалізації інфляціогенної моделі не виваженої соціальної орієнтації економіки та фінансової системи, яка функціонує за відсутності цілеспрямованої інвестиційної політики на підґрунті зовнішнього кредитування.

## 2.2 Динаміка соціально-економічного розвитку національного господарства та оцінка ефективності використання фінансових важелів його регулювання

Загальний стан розвитку фінансової системи держави та оцінка її ефективності за умов забезпечення соціально-економічного розвитку значною мірою залежить від того, які фінансові ресурси та важелі є у розпорядженні центральних та місцевих органів влади, підприємницьких структур та фінансових інституцій. Але, не лише тільки одні ресурси дають можливість досягти високих темпів економічного росту, - не останню роль у процесі активізації економічного зростання відіграє якість управління фінансами як на рівні держави/органу місцевого самоврядування, так і на рівні суб'єкта господарювання. В цьому контексті не слід забувати і про значення оцінки ефективності застосування фінансових методів при організації управління фінансовою системою держави та її економічного життя, а також і про визначення ризиків нестабільності певних складових чи усієї фінансової системи певної держави. Зважаючи на те, що фінансова система є своєрідною “кровоносною системою” економіки будь-якої держави, то це означає, що при вірному та ефективному регулюванні фінансових потоків всередині держави за незначного екзогенного впливу матимемо сталі темпи економічного зростання такої держави. І, навпаки, коли певна галузь економіки недоотримає фінансування особливо значимих для її нормального функціонування проектів, то така галузь досить швидко стане регресійною, і

навіть може самоліквідуватись. Тому, для того, щоб оцінити сучасний стан фінансового механізму регулювання соціально-економічних процесів в певній державі, перш за все необхідно вивчити тенденції фінансової системи цієї держави та оцінити ризики її нестабільності.

Застосовуючи аналітичні методи оцінки ризиків нестабільності економіки певної країни можна виявити певні небезпечні передкризові тенденції, які у майбутньому можуть спричинити скорочення темпів соціально-економічного розвитку держави та її регіонів та навіть певні її кризові явища.

Спробуємо дати системну оцінку особливостей економічного розвитку України за роки її незалежності, а також визначити ключові суперечності цього розвитку. Зауважимо, що наша країна переживала кризові явища у 1992-1995 рр. та має досвід боротьби із негативними явищами сучасної світової фінансової рецесії.

Основні показники соціально-економічного розвитку держави представлено на рис. 2.6

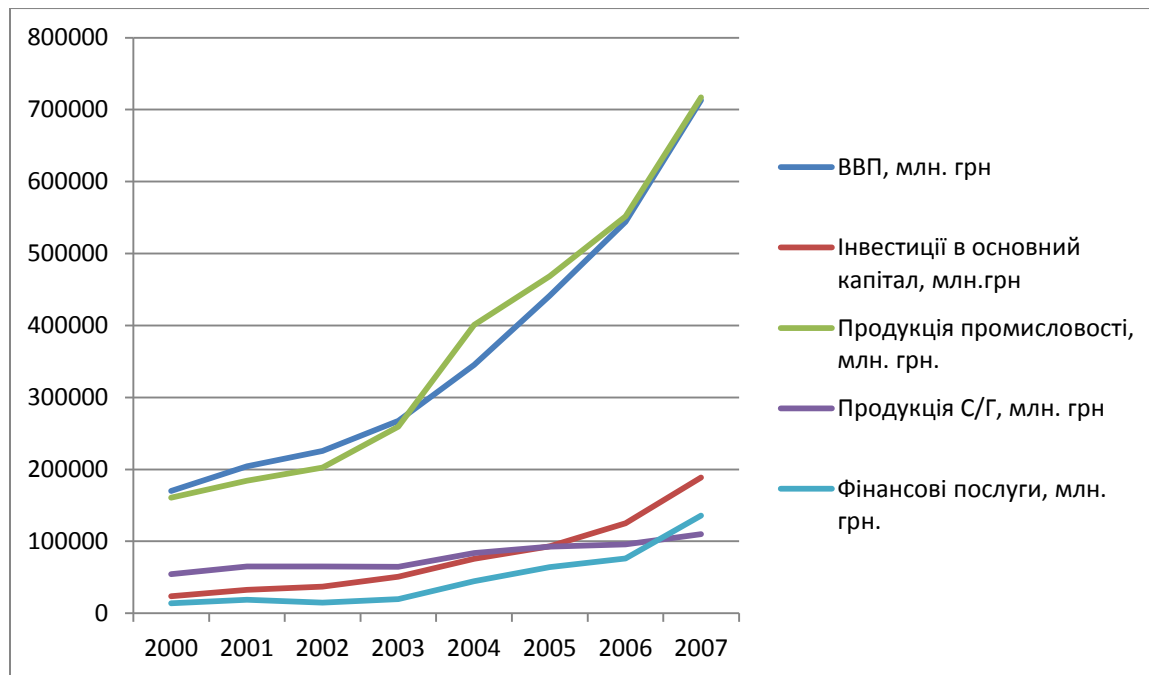


Рисунок 2.6 – Економічний розвиток України (2000-2007 рр.)\*

\* розраховано автором за даними Мінфіну [37]

Як видно з рис. 2.6, за період з 2000 по 2007 роки ВВП тільки зростав, причому достатньо сталими темпами. Так, період з 2003 по 2007 роки позначився особливо бурхливими темпами економічного зростання економіки України. Якщо робити аналіз складових росту ВВП в країні за цей період часу – то, як видно з рис.2.6, основною складовою ВВП України є виробництво та продаж продукції промисловості. Надані ж фінансові послуги різного роду фінансовими інституціями не мали значного впливу на об'єми ВВП країни за останні 8 років. Очевидно, саме цей факт і дозволив менш болісно перенести виклики світової фінансової рецесії в Україні в 2008-2009 рр. Єдиним видом економічної діяльності, який за аналізуємий період показав деякі тенденції до скорочення темпів росту – було сільське господарство та лісництво. Але вже у 2008 та на початку 2009 року саме ця діяльність використала резерви до стрімкого зростання, та, фактично, уповільнила показники загального спаду темпів зростання у передкризовий період 2008-2009 рр.

Загалом, українська економіка та фінансова система, увійшли у непрості часи передкризових та рецесійних станів під впливом світових екзогенних тенденцій у 2008-2009 рр із стартовими показниками достатньо швидких темпів економічного зростання. На продовження тенденцій попередніх років, які проаналізовано у даному дослідженні, та незважаючи на прогнозне збільшення інфляційних процесів, 2008 рік відзнаменувався скороченням темпу приросту ВВП у порівнянні до попереднього року до 6,9%. Тобто, наперекір гучним заявам деяких політиків та ЗМІ – аналітичні показники вказують на відсутність у 2008 році кризи, чи то фінансової, чи економічної внаслідок фінансової, а наявність лише прецесійного стану економіки. Незважаючи на значне скорочення темпів приросту ВВП у 2008 році – майже у 4,5 рази, на початок 2009 року обсяги реального ВВП України все ще перевищували показники попереднього року і спаду не відбулось.

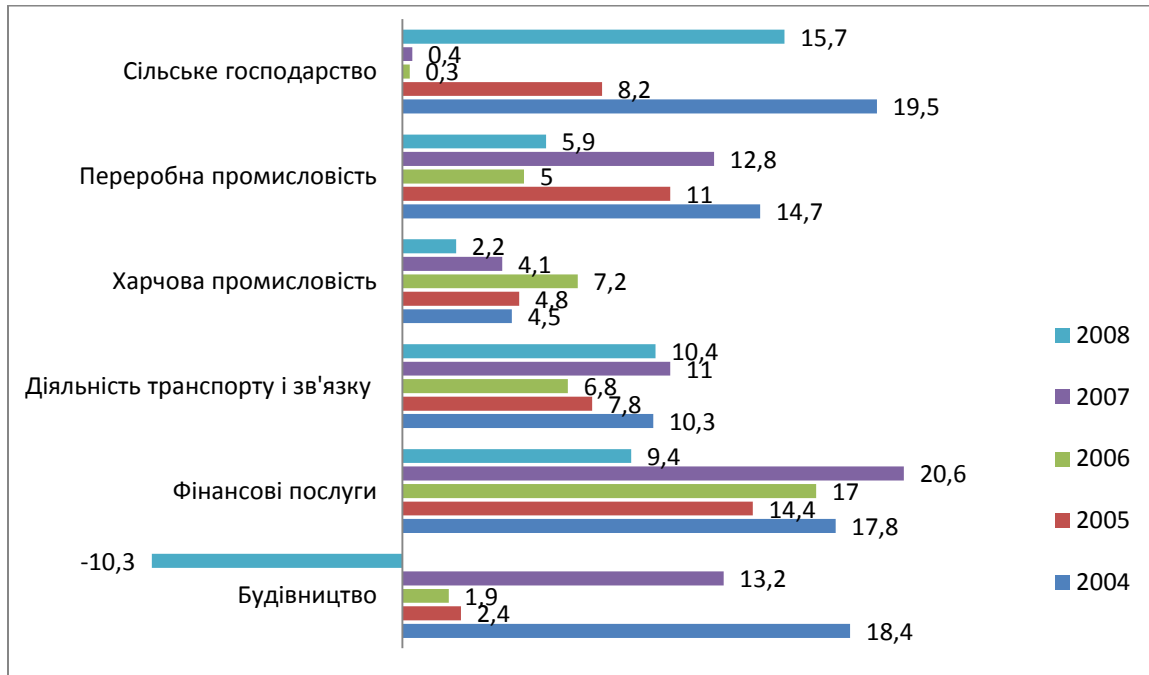


Рисунок 2.7 – Динаміка зростання ВДВ за деякими видами економічної діяльності, приріст у %

\* розраховано автором за даними Мінфіну [37]

Незважаючи на такі, на перший погляд, оптимістичні показники наявності, хоч і незначного, але позитивного приросту ВВП за результатами 2008-го та у першому кварталі 2009 року, деякі галузі економіки, дійсно, мали ознаки кризи. На рис розглянемо, які ж галузі економіки постраждали від рецесійних впливів найбільше, та за рахунок бурхливого розвитку яких ці негативні впливи було дещо згладжено у загальних показниках ВВП по країні. За даними аналітичної доповіді Національного інституту стратегічних досліджень [86, стор 4], за даними Міністерства фінансів України [37, 131-140] та Державного комітету статистики України [29] такі сектори економіки мали критичні показники скорочення темпів росту та навіть від'ємні показники темпів приросту доданої вартості у порівнянні із попереднім 2007-м роком:

- будівництво (-10,3%);
- охорона здоров'я та соціальна допомога (-0,9%);
- освіта (-0,1%);
- торгівля і ремонт (+9,4% порівняно із +17,1% у 2007 році);

- переробна промисловість (+5,9% у порівнянні із +12,7% у 2007 році);
- виробництво електроенергії, газу та води (+0,3% проти +0,6% у 2007 році).

Решта секторів економіки показали позитивні прирости їх доданої вартості за результатами передкризового та рецесійного 2008 року. Так, у 2008 році спостерігались позитивні тенденції темпів приросту доданої вартості у таких секторах економіки:

- сільське господарство (+15,7%);
- добувна промисловість (+4,7%);
- діяльність транспорту і зв'язку (+10,4%);
- чисті податки на продукти (+14,4%);
- інші види економічної діяльності (+4,3%).

Так, у 2008 році спостерігалось поглиблення падіння сектору будівництва, охорони здоров'я та соціальної допомоги та освіти. Дещо скоротились темпи приросту доданої вартості у деяких галузях промисловості – переробній та виробництво електроенергії, газу та води. За рахунок значних коливань валютного курсу та нестабільності національної валюти у 3-му та 4-му кварталах 2008 року, які спричинили зміну купівельних настроїв, скоротились і обсяги продажів у торгівельних та ремонтних суб'єктів господарювання. Але, і вказані критичні галузі промисловості і торгівля мали лише скорочення темпів приросту доданої вартості, а не її від'ємне значення у порівнянні із попереднім до кризовим 2007 роком.

Змінилась і роль так званих “акселераторів” росту. Якщо за період незалежності України ними були переважно галузі промисловості, то зараз акценти змістились у бік сільського господарства та у бік галузей, що обслуговують сферу економічного обороту. Саме за рахунок стрімкого росту сільського господарства (на 15,7 %) та транспорту і зв'язку(10,4%), показник ВВП країни не був від'ємним у 2008 році, і тому ми не можемо говорити про наявність кризи в цілій економіці України.

Можна виділити [86] наступні чинники, які обумовили негативні тенденції у промисловості:

- прискорення інфляційних процесів, за рахунок чого відбулось зниження рівня продажів промислової та харчової продукції, а також відбулось обмеження попиту на продукцію легкової промисловості. Відбулась ситуація, населення, налякане нестабільністю фінансової системи України, та в умовах невпевненості в сталому отриманні доходів, почало споживати та, відповідно, і купувати менше товарів, хоча і має достатньо високий рівень купівельної спроможності. В наслідок такої заощадливої та недовірливої поведінки громадян, які акумулювали значні фінансові ресурси як в іноземній, так і в національній валюті, динаміка зростання витрат населення на товари і послуги, хоча і має позитивні показники, але дещо поступилася минулому 2007-му року (+11,1% проти +16,5% у порівняних цінах);

- негативне торгівельне сальдо, особливо за умов, коли імпорт харчових продуктів значно перевищував експорт. Якщо накласти цей чинник на результати впливу попереднього, отримаємо наступну ситуацію: скорочення попиту на продукти харчування за рахунок підвищення на них цін та невпевненості громадян – основних тримачів грошових знаків в країні - у стабільності фінансової системи України;

- на фоні попередніх двох чинників змінюється структура споживання. Споживацький кошик громадян зараз переважно складають такі витрати: продукти харчування (ціна на які зростає випереджуючими темпами), оплата комунальних послуг (які було підвищено по всій країні), витрати на транспорт (який так само змінив ціни за проїзд у сторону збільшення);

- відмова банківської системи кредитувати покупки громадян. Особливо небезпечним у світовому рахунку це стало для автомобільної промисловості. В Україні, хоча і не має 100%-во власної автомобільної промисловості, але ці світові негативні тенденції негативно вплинули на показники темпів росту продажів в Україні. Банківська система України, так само, зменшила розміри кредитування і домашніх господарств, чим поставила під питання вихід із рецесії у 2009 році,

адже дещо згладжування світової кризи Україна домоглася переважно за рахунок бурхливого розвитку сільського господарства, і якщо банки відмовлять у кредитуванні домашніх та фермерських господарств, такого згладжування негативних наслідків світової фінансової рецесії у 2009 році годі чекати;

- переробна промисловість, для виходу із скрутного стану у своїй галузі, підвищила оптові ціни на переважний перелік товарів. Це, в свою чергу, має викликати зростання собівартості продукції вітчизняного виробництва;

- слабкі економічні позиції вітчизняної нафтопереробної галузі;

- нестабільність у банківській системі, яка обмежила доступ українських підприємств до залучених ресурсів для розширення чи реконструкції виробництва.

Ситуація може поліпшитись лише у випадку кредитування за допомогою міжнародних фінансово-кредитних організацій;

- скорочення числа бюджетних програм, особливо в інфраструктурні об'єкти, заморожування програм модернізації державних підприємств;

- падіння ринку будівництва та нерухомості, які створювали значний внутрішній попит на продукцію вітчизняної металургії;

- за рахунок негативних тенденцій у сфері будівництва та загального спаду рівня економічного розвитку України в 2008 році за показником ВВП, є неможливим розширювати можливості вітчизняного металургійного комплексу – як стратегічного наповнювача експортними потоками продукції з України;

- світові регресійні тенденції призвели до скорочення попиту на вітчизняні товари, які експортуються з України;

- погіршення зовнішньоекономічної кон'юнктури та негативне сальдо зовнішньоекономічного торгівельного балансу.

Як видно з аналізу, різні сфери економіки показали як позитивний, так і негативний результат в умовах негативних екзогенних світової фінансової рецесії.

Тому, розглянемо, які ж позитивні чинники спровокували деякі сфери економічної діяльності в Україні стрімко розвиватись за таких екзогенно-несприятливих умов:



- навіть при негативному зовнішньо-торгівельному сальдо в цілому по країні, ті сфери економічної діяльності, які мали перевищення експорту над імпортом, мали приріст об'ємів виробництва та продажів;
- модернізація промисловості в межах фінансування програм для країн СНД давала можливість таким підприємствам мати стабільний попит на свою продукцію за межами України;
- збільшення частки прямих іноземних інвестицій в останні роки спровокувало збільшення внутрішнього попиту на продукцію машинобудування, за допомогою якого здійснювалась модернізація деяких галузей економіки, зокрема сільського господарства;
- збільшення частки заощаджень громадян, які було направлено або в банківську систему – на депозити, або суб'єктам господарювання – за рахунок збільшення обсягів продажів товарів тривалого користування та розкоші.

За таких умов в результаті екзогенних впливів світової фінансової рецесії відбулося переформатування галузей економіки, які були раніше та не є зараз рушіями економічного зростання. І відбулось це, в першу чергу, за допомогою фінансової системи, особливо банківської, яка достатньо жорстко відреагувала на зовнішні негативні впливи зменшенням розмірів кредитування та перетіканням фінансових ресурсів з України в інші країни. Своєрідним “буфером”, який не дозволив економіці нашої країни впасти за рахунок нестабільності фінансової системи, виявились, як це не дивно, саме так званий “тіньовий” сектор економіки та доходи громадян. Разом з тим, криза в будівництві та металургійному комплексі створює непередбачувані ризики для майбутньої стабільності економіки України, а відтак і її фінансової системи, як обслуговуючої складової економічної системи держави.

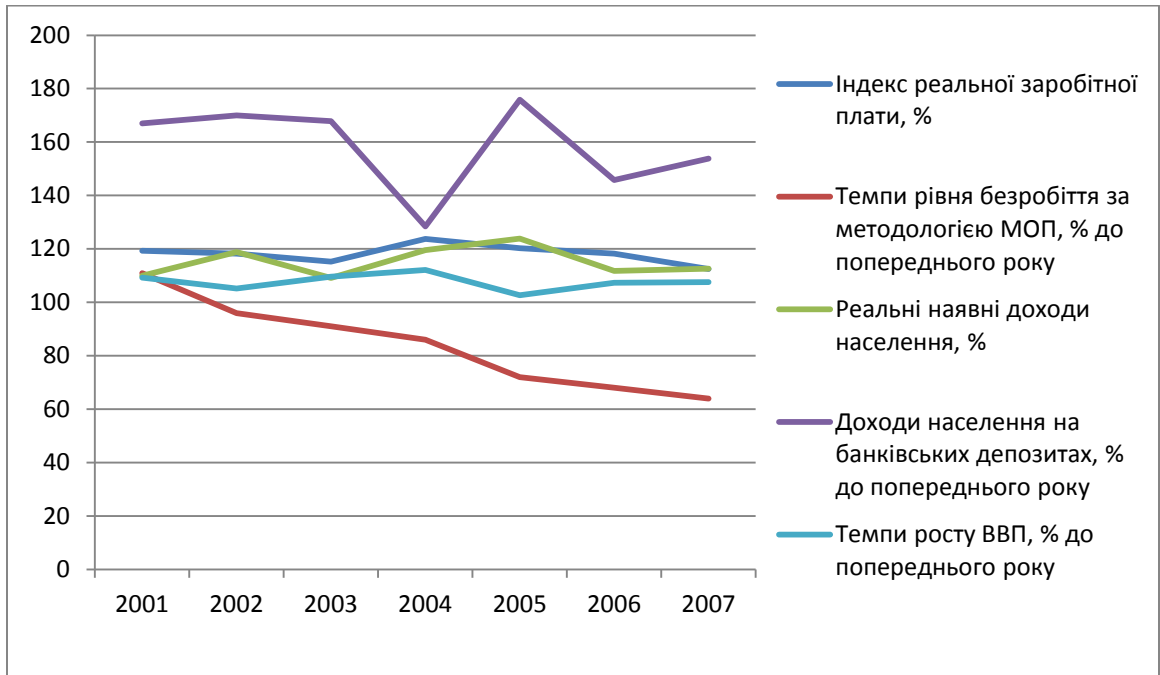


Рисунок 2.8 – Вплив економічного розвитку на соціальні показники добробуту громадян України (2001-2007)\*

\* розраховано автором за даними Мінфіну[37]

Тепер розглянемо наступну критичну точку, яка визначає рівень соціального розвитку держави – це якість соціальної політики та зміна якості життя населення.

Зауважимо, що показниками впливу фінансів домогосподарств на рівень соціально-економічного розвитку держави є показники номінальної та реальної зарплатної плати, рівень депозитів фізичних осіб на банківських рахунках, рівень витрат фізичних осіб та видатки соціального спрямування із бюджету.

До першого півріччя 2008 року продовжилися тенденції зростання номінального розміру зарплатної плати у населення (див. рис. 2.8). За даними Держкомстату, у 2008 році, порівняно із 2007-м, номінальні доходи населення зросли більш ніж на 43%, а реальні доходи, які вираховують за рівнем придбання населенням товарів за офіційними даними зросли вже більше ніж на 45%. Якщо розраховувати реальні доходи населення за рівнем здійснення ним покупок (витратна складова), то у 2008 року вони становили 1312,9 грн. у розрахунку на одну особу. Зауважимо, що такі розрахунки (за покупками) є більш точними, ніж їх подає Держкомстат, так як тут робиться спроба хоча б частково врахувати так

звані “тіньові” доходи населення у вигляді “конвертної” заробітної плати. Звичайно ж, такий підхід до розрахунку реальної заробітної плати має багато нарікань, адже навіть за здійсненими покупками не можна напевно та точно виміряти розмір “конверту”, але деяка спроба зробити це є.

За умов підвищення, особливо у першому кварталі 2008 року, рівня заробітної плати, як номінальної, так і реальної, підвищується і рівень наданої соціальної допомоги. У середньому, виплачені соціальні допомоги збільшилися на 37,5% у 2008 році порівняно із 2007 роком. Зауважимо, що разом із збільшенням рівня соціальних виплат за передбаченими законодавством видам соціальної допомоги, постійно збільшується і рівень фактичних соціальних стандартів. Під фактичними соціальними стандартами ми маємо на увазі середній розмір заробітної плати, в розрахунку на одну особу, та її порівняння із встановленим державою рівень прожиткового мінімуму. Так, у 2008 році, фактичні соціальні стандарти перевищували рівень прожиткового мінімуму у 2,9 рази, а рівень мінімальної заробітної плати, встановленої державою – у 3,6 разів.

При визначенні впливу умовного фінансування населення заробітною платою, необхідно також оцінити зростання її номінальної та реальної величини диференційовано за видами економічної діяльності, а також за регіонами. За результатами 2008 року офіційна статистика показує такі сфери діяльності, де спостерігався найбільший рівень заробітної плати:

- авіаційний транспорт;
- фінансові установи;
- добувна промисловість;
- виробництво коксу та нафтопродуктів.

Середнє перевищення за вказаними видами економічної діяльності було в 1,5 2,1 рази вище середнього показника заробітної плати по економіці. Відповідно, найнижчою заробітна була:

- сільське господарство;
- рибна галузь;

- бюджетний сектор.

В середньому, показники номінальної заробітної плати в цих сферах склали лише 68% від середнього значення заробітної плати по економіці.

Щодо регіональної диференціації показників номінальної заробітної плати, то вона за останні 20 років і досі залишається суттєвою. Так, традиційно, вищою заробітною платою може похизуватись таких 5 регіонів: м. Київ (2978грн.), Донецька область (1988 грн.), Дніпропетровська область (1854 грн.), Київська область (1795 грн.), Запорізька область (1776 грн.). знову ж таки, традиційно такі регіони України мають найнижчі показники рівня заробітної плати: Тернопільська область (1250 грн.), Херсонська область (1318 грн.), Чернігівська область (1325 грн.). якщо порівнювати ці області із аутсайдером – м. Києвом – то тут отримують заробітну плату менше, ніж у столиці, у середньому у 2-2,5 рази.

При таких, на перший погляд, невтішних результатах аналізу рівня заробітної плати, не можна говорити про рівень соціального розвитку. Зауважимо, що економіка України, та її фінансова система, мають унікальну структуру, і у більшості випадків економічні закони тут не спрацьовують. Так, незважаючи на невисокий рівень офіційних зарплат в Україні, банківський капітал України на 98% складається із джерел доходів фізичних осіб. Тільки за останні 10 років рівень вкладів фізичних осіб на банківські депозити збільшився у 19,8 разів. Навіть за останні півроку, за який руйнівна сила екзогенних факторів та ризиків під впливом світової фінансової рецесії була найбільшою, саме доходи фізичних осіб на рахунках вітчизняних банків, врятували нашу банківську систему від остаточного краху.

Тепер розглянемо складову частку видатків соціального спрямування із зведеного бюджету України.

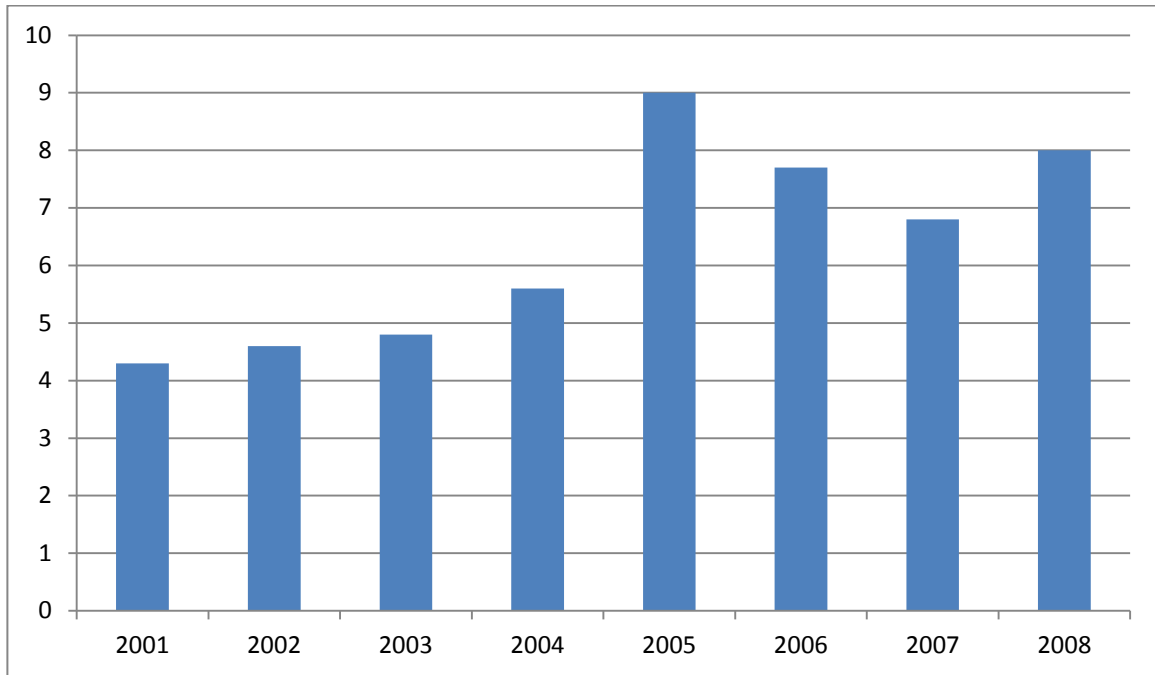


Рисунок 2.9 – Соціальні видатки із Зведеного бюджету України, у % до ВВП (розраховано автором за даними [29, 66])

Як видно з рис. 2.9, показники видатків соціального спрямування в Україні з року в рік лише зростають, і в 2008-му році становили вже більше 8% ВВП країни. Такий стан речей є, з одного боку втішним, а з іншого – дуже небезпечним. Пригадаємо схему оптимального розподілу між видами видатків на розвиток, запропонований у 1947 році Ж. Рене, який визначив максимальний рівень видатків соціального спрямування в країні з будь-яким рівнем економічного розвитку не більше 18% ВВП такої країни. А за умов, наближених до кризових, рівень соціальних видатків необхідно скорочувати.

Характерною ознакою соціальної політики України за останні 8 років залишається тенденція до їх зростання, тобто частка видатків соціального спрямування у видатках Зведеного бюджету України, та в % до показника реального ВВП збільшується з року в рік. Рекордно високого рівня соціальні видатки досягли у 2008 році, коли додатково були введені доплати для пенсіонерів, здійснено перехід на III етап підвищення тарифної сітки з оплати праці працівників, заробітна плата яких виплачується із бюджету, додано перелік

пільгових категорій громадян, зокрема – учасники ВВВ на окупованих територіях тощо.

Оцінюючи показники впливу фінансів на рівень соціально-економічного розвитку України, розглянемо скільки ж ВВП було вироблено на душу населення за період з 2000 по 2008 роки. (див. рис. 2.10).

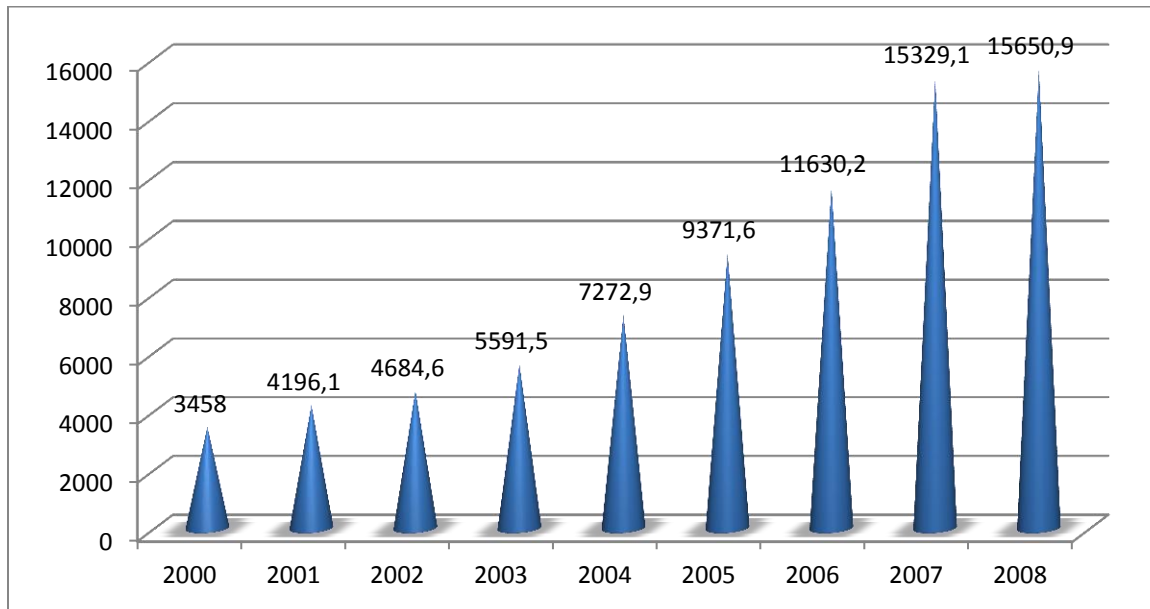


Рисунок 2.10 – Виробництво ВВП у розрахунку на душу населення, 2000-2008 рр. (розраховано автором за даними [29, 66])

Так, реальні показники ВВП у розрахунку на душу населення мають стійку тенденцію до зростання. І навіть за умов негативних впливів світової фінансової рецесії на показники економічного росту в Україні, рівень ВВП на душу населення все рівно має позитивну дельту, хоча сам темп росту і скоротився (див. рис. 2.10). Це, знову ж таки, непрямо вказує на наявність ефекту буферу тіньової економіки, яка спрацювала на стабілізацію фінансової системи, як обслуговуючої складової економіки країни.

Тепер розглянемо вплив екзогенних впливів на економіку України, та на одну з її складових – фінансову систему.

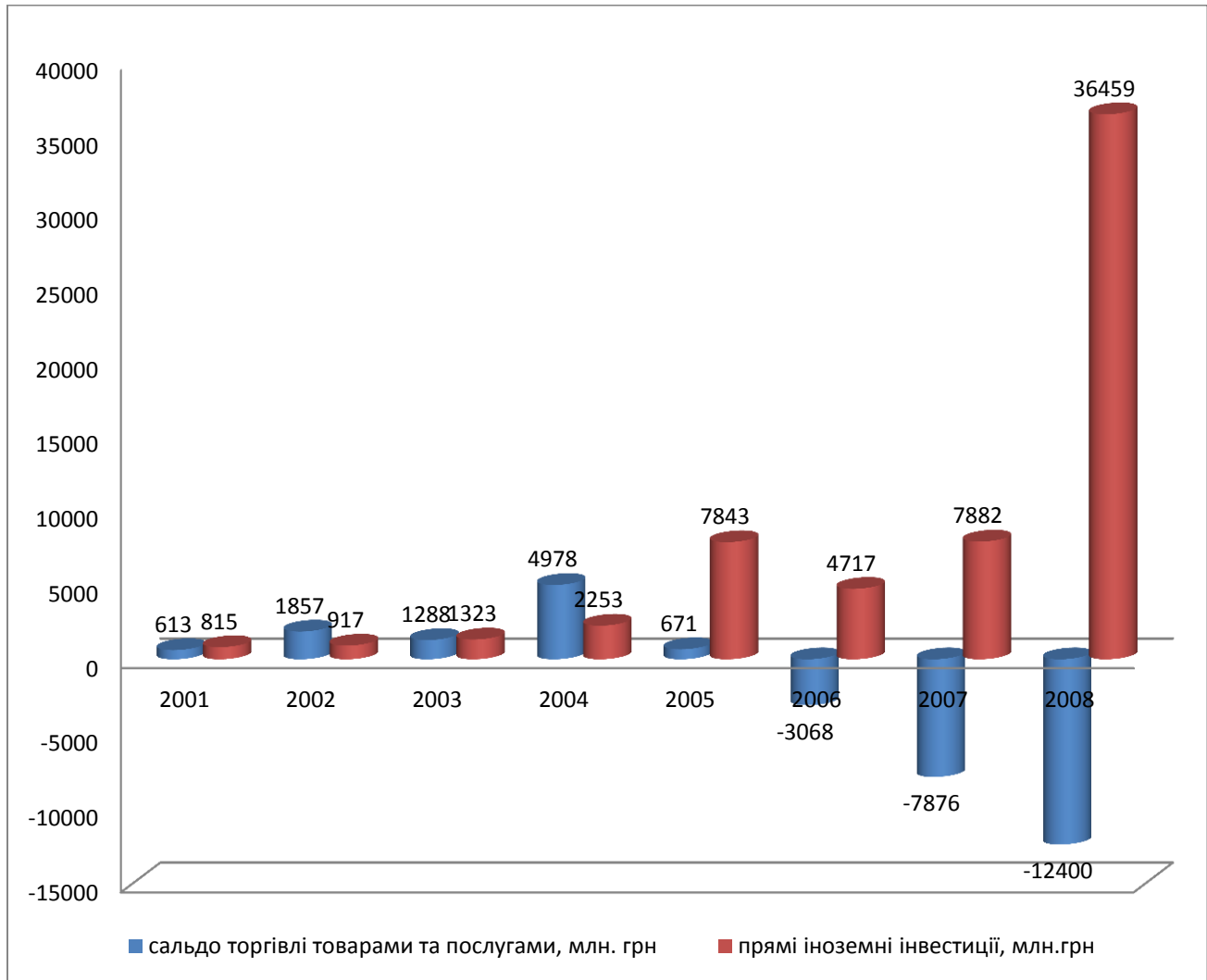


Рисунок 2.11 – Впливи екзогенних факторів на стан економічного розвитку України, 2001-2008 рр. (розраховано автором за даними [29, 66])

Зауважимо, що на представлені на рис. 2.11 показники впливів екзогенних факторів вплинули також передумови та наслідки зростання фінансової нестабільності в країні за останні півроку (II півріччя 2008 року – I квартал 2009 року).

Можна виділити наступні тенденції, які вплинули певним чином на зведені показники зовнішньо-торгівельного сальдо та привабливості економіки України для прямого іноземного інвестування [86]:

- тенденції рівня інфляції. До першого півріччя 2008 року в Україні відчувалися тенденції до збільшення рівня інфляції, особливий сплеск якої припав

на кінець 2007 року. Така ситуація з інфляційними процесами вплинула негативно на зміну динаміки реального зростання доходів населення, погіршила очікування макроекономічної стабільності та спонукала уряд та центральну владу до розробки ряду антиінфляційних заходів. Друге півріччя 2008 року дало результати таких антиінфляційних дій уряду на НБУ, і тенденції інфляції в країні скоротилися і навіть у серпні – жовтні 2008 року ми спостерігали дефляційні процеси. Які ж саме заходи дозволили досягти таких результатів стосовно скорочення інфляційних тенденцій: сезонне зниження цін на продукції сільського харчування; гальмування темпів грошової пропозиції (що, до речі, зараз спричинило дефіцит гривні); стримування банківського кредитування; ревальвація національної валюти; перерозподіл вільних коштів населення та спонукання перетікати їх від виробництва на банківські депозити (що в майбутньому, достатньо негативно позначиться на структуру економіки країни та стане причиною різкого економічного спаду). Особливу увагу звертаємо на коротко терміновість цих заходів та небезпечність їх стосовно долі підвищення рівня соціально-економічного розвитку у майбутніх періодах.

- фіскальна політика, яка має переважно соціальну спрямованість. За офіційними даними Держказначейства та Міністерства фінансів України [29, 37] рекордним роком із максимальним соціальним спрямуванням видатків із бюджету був саме 2008 рік. Так, у 2008 році, при збільшенні абсолютної суми надходжень до державного та місцевих бюджетів майже на 54,7% від рівня попереднього 2007 року, супроводжувалось лише пропорційним збільшенням витрат соціального спрямування та скороченням видатків на розвиток. Таким чином, при максимальному значенні доходної частини Державного бюджету України у 2008 році в розмірі 134,3 млрд. грн, частка капітальних видатків становила лише 6%. І це був лише один останній рік, який максимально яскраво показав загальну тенденцію скорочення капітальних видатків та збільшення соціальних за умов постійного зростання абсолютного значення доходної частини Державного та місцевих бюджетів. Подібну тенденцію спостерігаємо і за останні 18 років



незалежності України. Саме це і стало однією з основних причин невисокої ефективності фіскальної політики України в останні часи. Негативні прояви такої неефективної політики вже мали місце у вигляді сплесків інфляції, яку можна побороти лише певними короткотерміновими заходами, які, так само, ставлять під загрозу прискорення темпів економічного зростання країни в цілому.

- нестабільність банківської системи. За час негативного впливу на економічне життя України світової фінансової рецесії, в банківській системі змінилась структура банківського кредитування. При чому, багато хто з науковців та аналітиків вважає, що скорочення обсягів кредитування банками промисловості було викликано не економічними чи фінансовими – а штучними факторами [55-57]. Так, дійсно, на короткострокову перспективу, скорочення споживчого кредитування мало деякий позитивний вплив на приборкання інфляційних процесів, але при довгостроковому прогнозуванні можна сказати, що такий крок значно уповільнить темпи економічного росту країни, яка застосовує методи до скорочення споживчого кредитування. Ситуація із обмеженням банківського кредитування призвела до виведення капіталу з країни, особливо, банківського капіталу. Розглянемо більш детально причини нестабільності банківської системи України, а саме, яким же чином і на які показники фінансової активності вплинула світова фінансова рецесія.

○ По-перше, реагуючи на негативні екзогенні впливи світової фінансової нестабільності, банківська система України в II півріччі 2008 – I кварталі 2009 року уповільнює темпи своєї трансформації. Якщо тенденціями до початку II півріччя 2008 року за роки незалежності у структурі банківського капіталу були наступними: збільшення залученого капіталу, збільшення обсягів кредитування на фоні не значного збільшення власного капіталу. З початком реакції фінансової системи України на світову фінансову рецесію у II півріччі 2008 року і до сьогодні ми бачимо зовсім іншу тенденцію. Власний банківський капітал залишає Україну разом із засновниками приватних банків, ставлячи їх під загрозу банкрутства (наприклад, АКБ “Київ”, АКБ “Фінанси та кредит” та багато ін.). Усі спроби

припинити цю тенденцію, які робить центральна влада України, мають незначний позитивний результат, і тоді уряд приймає рішення взяти всі фінансові ризики за невірне управління фінансовими установами в країні на себе і вводить в усіх найбільш постраждалих комерційних банках тимчасові комісії для управління. За 8 місяців впливів на фінансову систему України негативних світових тенденцій, власний капітал банків збільшився на 32,6%, а їх активи – на 23,5%.

- По-друге, реакцією на світову фінансову рецесію є також суттєве падіння прибутковості банків. Середня прибутковість банківських активів у 2008 році склала лише 0,84%, а прибутковість статутного капіталу – 9,54%.

- По-третє, у банківських установ зменшилась ресурсна база, і це зрозуміло – до початку світової фінансової рецесії, основною ресурсною базою для банків були вклади фізичних осіб, але зараз, коли в цілому, до банківських установ довіра підірвана, їх ресурси різко скоротились.

- По-четверте, міжнародні рейтинги банківської системи України понизились, так, за рейтингом Standard & Poor's кредитний рейтинг України знизився із відмітки BB- до B+.

- По-п'яте, в умовах негативних впливів активізується зовнішнє втручання в банківську систему України, особливо відбувається значні фінансові вливання від міжнародних фінансових інституцій. За 8 місяців світової фінансової рецесії участь іноземних представників у статутних капіталах українських банків зросла до 40%.

- По-шосте, на фоні загального скорочення обсягів споживчого кредитування та підвищення облікової ставки НБУ до 12%, відбулось загальне подорожчання кредитів та депозитів.

- виникнення системних проблем у фінансовому секторі. До таких проблем можна віднести:

- дефіцит фінансових ресурсів у банківській системі України. Це твердження стосується як довгострокових так і короткострокових ресурсів. Банкам доступні лише дорогі кредитні ресурси, і за умов повальної недовіри громадян до

банківської системи України в цілому, банки не можуть задовольнити попит на кредити у промисловості та сільського господарства.

- Виникнення суттєвого розриву між залученими депозитами та необхідністю профінансувати банківські активи.

- Зниження ліквідності банківських активів, що було викликано тим, що поряд із зростанням розміру портфелю довгострокових кредитів у банку, розмір портфелю довгострокових депозитів скоротився.

- Системні помилки в управлінні банківськими активами, які допускали топ-менеджери та власники українських АКБ, в першу чергу недотримання правила покриття депозитами розданих кредитів.

- Висока валютна ризиковість в управлінні банківськими активами – наприклад, при значних коливаннях долара підвищуються ризики неповернення “доларових” кредитів.

- Недостатній рівень капіталізації за рахунок власних джерел. Такий стан речей зменшує рівень фінансової незалежності банків України.

- Проблеми валютної стабільності, викликані внутрішніми та зовнішніми чинниками.

- Скорочення виробництва у галузях економіки, які орієнтовані на експорт, а відтак, і скорочення податкових надходжень до бюджетів всіх рівнів.

- Негативні наслідки та прогнозовані ризики світової фінансової рецесії. Зважаючи на те, що український фондовий ринок не був розвиненим, то саме він і найбільше постраждав від негативних екзогенних впливів. За 8 місяців впливів на фінансову систему світових негараздів у цій сфері, індекс ПФТС знизився на 76%, що є одним з найгірших показників в світі. Подібним чином відреагували всі ті фінансові інститути, які не мали стійких позицій на початок впливу на них світової фінансової рецесії. Так, стали збитковими всі інтервальні та відкриті інститути спільного інвестування, недержавні пенсійні фонди та інші фінансові інститути. Все це супроводжується значним відтоком капіталу з фондового ринку України. Але, разом з тим, повністю не впасти фондовому ринку України

дозволила низька інтегрованість його у вітчизняну фінансову систему, і це сама та причина, за якої пересічні громадяни не відчули на своїх доходах падіння чи не падіння вітчизняного фондового ринку. Так, якщо навіть Україна не була дуже чутливою до глибокої кризи на вітчизняному фондовому ринку, то усі суб'єкти господарювання відчули на собі вторинні негативні наслідки цього, а саме:

- ускладнення процедури отримання кредитів із зовнішніх джерел та їх суттєве дорожчання;
- відтік фінансового капіталу з України;
- зменшення попиту на товари, які було експортовано в інші країни;
- негативні ефекти від очікувань власного банкрутства під впливом оголошених гучних банкрутств великих корпорацій та фінансових установ.

За такого узагальненого аналізу тенденцій та сучасного стану фінансового та економічного розвитку України можна прогнозувати ризики у таких основних напрямках:

- погіршення сальдо торгівельного балансу;
- недоступність з часом або ускладнення доступу до міжнародної фінансової допомоги у вигляді запозичень;
- зниження стабільності або навіть падіння банківської системи країни;
- зміна джерел інвестування від банківського сектору до приватного (суб'єкти господарювання та домашні господарства);
- погіршення якості життя громадян України за рахунок скорочень та зниження рівня заробітних плат.

Зважаючи на вищесказане, можна назвати такі основні ризики для фінансової системи України та її економіки:

- сповільнення темпів зростання, або навіть економічний спад, які будуть мати досить болючий ефекти на наповнення доходної частини бюджету та необхідність підвищення податкового тиску;

- зовнішні ризики у вигляді світового економічного спаду, в результаті якого обсяги експорту з України і далі будуть скорочуватись, дестабілізуючи економіку країни;
- скорочення обсягів прямих іноземних інвестицій за рахунок негативного впливу світової фінансової рецесії на економіки країн їх походження;
- зниження доходності від фінансових операцій з капіталом, дестабілізація у цій сфері фінансових послуг, наслідком якої може бути або дефіцит або профіцит іноземної валюти, яка задіяна у цих операціях;
- можливість виникнення глобальної кризи ліквідності банківського капіталу, наслідком якої стане ще більше подорожчання іноземних запозичень та введення низки обмежень на їх отримання;
- збільшення недовіри громадян, як основних тримачів капіталів на сьогодні, до банківської системи країни, а відтак ризик банкрутств у цій сфері діяльності та необхідність комплексного її реформування;
- зростання глобальної фінансової нестабільності посилить тиск на стійкість вітчизняної валюти;
- вплив глобальної фінансової рецесії на потоки капіталів, де може відбутись або дефіцит або профіцит певної валюти;
- зростання розриву між виплачуваними дивідендами по іноземним інвестиціям та нарахованими відсотками до сплати по зовнішнім запозиченням, що також може стати причиною нестабільності вітчизняної грошової одиниці;
- можливість проведення такого короткотермінового антикризового заходу як ревальвація гривні в довгостроковому періоді буде мати ефект здешевлення гривні, що ще більше погіршуватиме конкурентоспроможність експорту;
- незбалансованість за товарними позиціями та нестійкість експорту може викликати суттєве зменшення доходів бюджетів всіх рівнів;
- подальше збільшення вартості імпортованих енергоресурсів унеможливить здійснення капітальних видатків бюджету та фінансування багатьох бюджетних програм розвитку;

- не контрольованість дефіциту/профіциту бюджету за рахунок непевних економічних умов розвитку та нестабільності фінансової системи країни;
- циклічність бюджетно-податкової політики, перехід її від прогнозованої до антикризової;
- ризик фінансування дефіциту бюджету за рахунок зовнішніх запозичень, що в довгостроковій перспективі спонукатиме і економіку і її обслуговуючу складову – фінансову систему країни – ще до більшої рецесії;
- зменшення ліквідності зовнішніх активів за рахунок посилення недовіри тримачів капіталу домогосподарств та приватного капіталу і до банківської системи, і до національної валюти;
- поява та зростання негативних тенденцій у чистому зовнішньому сальдо за операціями з позичковим капіталом;
- додаткове навантаження на бюджет для виконання зобов'язань по рефінансуванню деяких сфер і економіки і, особливо, фінансової системи;
- необхідність проведення податкової реформи для уможливлення забезпечення бюджету необхідними для фінансування антикризових заходів доходами;
- подальше зростання розмірів державного боргу;
- ризик “неорганізованого пристосування економіки” - тобто неможливість прийняття одностайних рішень по виходу із складної ситуації в уряді, серед топ-менеджменту корпорацій та власників фінансових інституцій.

Якщо ж оцінювати вплив вказаних ризиків на динаміку соціально-економічного розвитку держави, то, в першу чергу, необхідно звернути увагу на пошук шляхів їх мінімізації. Перед тим, як пропонувати шляхи мінімізації негативних впливів, необхідно зрозуміти, якого ефекту ми хочемо досягти – довгострокового чи короткострокового. Це особливо важливо, так як мінімізація впливу негативних чинників обов'язково супроводжується реформуванням у тій чи іншій сфері, а результати за будь-якою реформою можна оцінити через певний

лаг часу, як правило, це 0,5 – 1 рік. За оцінками експертів [86] та за нашим баченням, мінімізувати ризики необхідно за рахунок:

- збільшення обсягів нагромаджень при розробці дієвої стратегії розвитку внутрішнього ринку;
- інституційного розвитку фінансової системи та розширення можливостей рефінансування банківської системи;
- розробки ефективної стратегії оздоровлення банківської системи;
- розробки заходів для покращення умов іноземного та вітчизняного довгострокового інвестування;
- спеціалізація України щодо продажу на експорт лише товарів певних категорій, які є найбільш прибутковими;
- зменшення рівня фіскального вилучення ресурсів на потреби споживання;
- запровадження ефективних заходів регулювання іноземних запозичень;
- підтримання темпів економічного зростання та спонукання до їх збільшення;
- скорочення соціального спрямування видатків бюджету;
- підтримання платіжного балансу, від якого залежить стабільність національної валюти;
- відмова від використання курсових важелів та суттєве обмеження імпорту за рахунок податкових важелів;
- модернізація основного капіталу шляхом залучення вільних фінансових ресурсів у населення та приватних суб'єктів господарювання;
- інноваційний розвиток технологій, який на перспективу дозволить прискорити темпи економічного зростання довгий час;
- пошук шляхів забезпечення банківської ліквідності та розробка стратегії рефінансування комерційних банків державою;
- реформування у сфері банківського регулювання у напрямку його посилення;
- продовження впровадження заходів боротьби із інфляцією;
- посилення нагляду за якістю капіталу фінансових установ;

- посилення нагляду держави за ліквідністю та ризиками у банківській сфері;
- запровадження системи державного регулювання, за якою підвищиться прозорість у діяльності фінансових установ;
- регулювання банківського відсотка шляхом встановлення максимально допустимого його розміру на рівні законодавчої норми;
- забезпечення підвищення реактивності органів реагування на зовнішні та внутрішні фінансові ризики;
- розробки нових правил грошово-кредитного регулювання;
- посилення ролі НБУ та інших центральних фінансових органів в процесах фінансового регулювання та курсоутворення;
- розробки механізмів припинення відтоку капіталу з України та симулювання його припливу;
- пошуку можливостей зменшення норм обов'язкового резервування, збільшення лімітів і спрощення системи отримання кредитів банками від НБУ.

Для досягнення стійкого позитивного ефекту мінімізації впливу фінансових ризиків необхідно реалізувати цілий ряд заходів:

1. У сфері бюджетно-податкової політики:
  - ✓ Реформувати систему оподаткування з метою забезпечення стабільних доходів до бюджетів всіх рівнів за умови зниження темпів економічного росту;
  - ✓ Оптимізувати податкову систему з метою мінімізації витрат на адміністрування податків та підвищення їх фіскальної ефективності;
  - ✓ Змінити структуру видатків бюджетів з метою збільшення їх капітальної частки за рахунок зменшення соціальних видатків;
  - ✓ Створювати умови для підвищення прибутковості державних та комунальних підприємств;
  - ✓ Створювати податкові обмеження надмірного імпорту окремих груп товарів, особливо предметів розкоші та сільського господарства;
  - ✓ Стимулювати експорт шляхом введення додаткових податкових пільг;
2. У сфері грошово-кредитної політики:



- ✓ Вдосконалити інституційне середовище регулювання грошово-кредитних відносин;
- ✓ Посилити втручання НБУ в процеси корпоративного управління комерційних банків;
- ✓ Посилити банківський контроль шляхом введення макропруденційного нагляду і контролю;
- ✓ Диференціювати рейтинги фінансових установ;
- ✓ Розробити систему індикаторів для виявлення ознак рецесії або кризи у фінансовому секторі;
- ✓ Розробити схеми заміщення зовнішніх кредитів внутрішніми та знизити вартість кредитів;
- ✓ Розширити обсяги довгострокового рефінансування банківської системи;
- ✓ Надавати державні фінансові гарантії комерційним банкам в обмін на права управління активами такого банку;
- ✓ Стимулювання та регулювання діяльності банків на розширення довгострокового кредитування промисловості та сільського господарства;
- ✓ Провести пенсійну реформу заради отримання дієвого механізму функціонування недержавних пенсійних фондів;
- ✓ Стимулювати нарощення заощаджень населення та піднімати довіру до банківської системи;
- ✓ Розвивати можливість застосування специфічних банківських інструментів.

### 3. У сфері монетарної політики:

- ✓ Вдосконалити політику валютних інтервенцій;
- ✓ Розробити та запровадити нові методи регулювання курсу засобами впливу на нього НБУ;
- ✓ Прискорити розвиток системи інструментів страхування валютних ризиків;

✓ Прив'язувати курс гривні не до однієї валюти – долара, а до певного “кошика” валют, наприклад, долара, євро та рубля.

4. У сфері інформаційної політики:

- ✓ Підвищувати довіру громадян до банківської системи;
- ✓ Роз'яснювати необхідні зміни у законодавстві, які є необхідними для швидкого виходу із рецесійного стану економіки;
- ✓ Знижувати рівень інфляційних та курсових очікувань та не розводити істерію в цьому напрямку;
- ✓ Оперативно висвітлювати інформацію фінансової сфери;
- ✓ Обґрунтовано роз'яснювати комплекси антикризових заходів центрального апарату управління.

Саме за реалізації цих заходів можна сподіватись на повернення України до позитивних тенденцій її соціально-економічного розвитку, які склалися протягом 2000 - 2009 років.

## РОЗДІЛ 3

### НАУКОВО-МЕТОДИЧНИЙ ПІДХІД ДО ВИМІРЮВАННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ФІНАНСОВОГО МЕХАНІЗМУ РЕГУЛЮВАННЯ СОЦІАЛЬНО-ЕКОНОМІЧНИХ ПРОЦЕСІВ

3.1 Перевірка ефективності фінансового механізму регулювання соціально-економічних процесів на основі методики визначення фінансових індикаторів рівня соціально-економічного розвитку держави

В розробках попередників (Т. Кіблицька, С. Львовчкін, В. Сенчагов та ін.) пропонувалась метода, яка давала лише деяку інформацію про певні тенденції, що мали місце у фінансовій системі на певний період часу, але ця метода аналітичного представлення макрофінансових показників не надавала стосовно того, чи буде, чи ні, криза за тих, чи інших проявів макроекономічних регуляторів національного господарства. Адже, певні негативні тенденції у макрофінансових показниках можуть компенсуватись сприятливими факторами, особливо у короткотерміновій перспективі. Враховуючи слабкі позиції у методиках та методологіях попередників, ми намагаємося вирішити проблему формування системи інтерпретації макрофінансових індикаторів фінансової стабільності тієї, чи іншої держави на основі інтерпретації основних макроекономічних показників, які відображають загальну картину у фінансовій сфері країни.

Розглянемо більш детально процедуру перевірки ефективності фінансового механізму регулювання соціально-економічних процесів на основі розробленої методики визначення фінансових індикаторів рівня соціально-економічного розвитку держави (далі ФІСЕР держави) на історичних матеріалах. Перевірка ефективності фінансової стратегії на основі аналізу попередніх ситуацій, які відбувалися раніше, є більш ефективним, ніж застосування інших методів, і на це вказують також дослідження Д. Швагена, Р. Денніса та ін.

Зміни ситуації на ринку спонукають інвесторів до певної поведінки і ця поведінка може бути різною в залежності від мети та досвіду кожного з них. При розробці нового продукту та виходу нового тренду реакція на нього буде проходити у такі три етапи: спочатку реакція лише досвідчених та найбільш інформованих гравців на ринку на нові обставини, потім – реакція інших, менш інформованих агентів ринку на ці обставини, та операції, пов’язані з цими новими обставинами і, нарешті, насамкінець – хвиля операцій найменш інформованих агентів ринку та споживачів, аж поки усі агенти ринку не почнуть наслідувати приклад інших стосовно своєї поведінки у нових умовах на ринку. Для того, щоб описати та врахувати ці різні реакції інвесторів на нові обставини, що можуть виникати на ринку, розраховують так звані “ланцюгові” індикатори (tape indicators) [316] та індикатори настроїв (sentiment indicators) [402].

Тренди можуть відбуватись протягом певного проміжку часу – від кількох хвилин до кількох десятиліть. Напрямок дії тренду також може бути різним – або вгору, або вниз, або зі сторони в сторону. На основі такої особливості самого існування тренду, їх прийнято розділяти на: [317] 1) основні довгострокові; 2) значні середньої тривалості; 3) малі тривалістю до кількох днів та 4) моментальні тривалістю до одного дня. За цими класифікаційними ознаками важливо визначити найкраще співвідношення “винагорода/ризик” по кожній окремій позиції, і, відповідно до цього визначити оптимальні показники ФІСЕР для кожної групи трендів. Процедура такого відбору оптимальних показників ФІСЕР для кожної групи трендів є результатом ретельного визначення інвестиційних цілей та проведення планомірного дослідження.

Розглянемо більш детально процедуру перевірки ФІСЕР на історичних матеріалах. Перевірка ефективності фінансової стратегії на основі аналізу попередніх ситуацій, які відбувалися раніше, є більш ефективним, ніж застосування інших методів, і на це вказують також дослідження Д. Швагена, Р. Денніса та ін.

Р. Денніс був основоположником формування торгових правил на основі аналізу трендів за допомогою технічних індикаторів ринку. Правила Р. Денніса дозволяли швидко знизити збитковість операцій та завчасно готуватись до можливих несприятливих ситуацій на ринку. Розроблена ним система аналізу тренду на фінансовому ринку за допомогою технічних індикаторів ринку була адаптована у досить дивний спосіб: Р. Денніс набрав команду із числа осіб, які не володіли абсолютно ніякими навичками у торгівлі на фінансових ринках, а лише використовували його правила на основі аналізу тренду за показниками технічних індикаторів ринку, - результатом стала 100% прибутковість операцій, зроблених за місяць цими новачками на фінансовому ринку. Цей експеримент довів наукову значимість та практичну обґрунтованість ринкових правил Р. Денніса, які ґрунтувались на історичному аналізі показників технічних індикаторів ринку. Цей успіх Р. Денніса можна пояснити одним із властивостей ринкової поведінкової моделі: з плином часу технічні індикатори ринку змінюються не суттєво. Тестування технічних індикаторів ринку за використанням історичного матеріалу тренду є практичним методом управління ризиками операцій на фінансовому ринку, що дозволяє агентам за будь-яких умов досягти позитивного результату. Саме за допомогою аналізу трендів з використанням технічних індикаторів ринку формується ефективна, перевірена часом та ретельно сформульована стратегія регулювання фінансовими потоками на ринку, яка, в принципі, виключає можливість суб'єктивного підходу до прийняття рішень. Така стратегія передбачає виконання чітких інструкцій, які дозволяють контролювати непередбачуваність на фінансовому ринку та отримувати максимально можливий прибуток за будь-яких умов.

Р. Денніс виділяє наступні типи технічних індикаторів ринку: індикатори тренду, індикатори швидкості зміни ціни та індикатори настроїв [316]. При цьому, індикатор зміни швидкості ціни є основним направляючим тренду. Як швидко змінюється ціна, так само швидко і змінює свій напрям тренд. При цьому відбувається процес дивергенції – тобто випередження показників індикатора

зміни ціни з реальною її зміною: на початку ринкового циклу тренду індекс стрімко зростає і досягає свого піку раніше, ніж сама ціна. Індикатори настроїв існують у відповідності до теорії “протилежної думки”: інвестори, що діють під впливом емоцій, як правило, помиляються, тому потрібно вчиняти протилежно тому, як діють вони [316]. Ці індикатори Р. Денніс пропонував використовувати для виявлення сегментів ринку з надмірним насиченням продажами або купівлями – так званими “викидами цін”, які свідчать про виснаження тренду.

Незважаючи на велику практичну значимість технічних індикаторів ринку Р. Денніса, незадіяними залишились інші нетехнічні індикатори, які також можуть бути корисними при аналізі ситуацій на ринку цінних паперів, такі як кредитно-грошові індикатори, економічні індикатори, фундаментальні індикатори, тощо. Тому послідовником Р. Денніса вважається Р. Колбі, який в 2002 році розробив систему так званих “нетехнічних індикаторів ринку” (кредитно-грошові, фундаментальні та економічні) [307]. Так само, у дослідженні Р. Корбі, вони базуються на оцінці історичних даних ринку та на рівні відсоткових ставок.

І у Р. Денніса, і у Р. Колбі, основним параметром оцінки ефективності стратегії за технічними індикаторами ринку є відношення загального прибутку до максимального падіння капіталу, відоме ще як відношення “винагорода/ризик”. Рівень максимального падіння капіталу – це показник практичної значимості стратегії. Модель, яка допускає суттєве падіння вартості капіталу є недієздатною, навіть при дуже високих показниках прибутковості. Найбільш коректним способом тестування технічних індикаторів ринку є так зване “сліпе тестування”, або перехресна перевірка. Ці процедури і складають моделювання на основі технічних індикаторів ринку. Існують такі 9 етапів моделювання за допомогою технічних індикаторів ринку [307, 316]:

1. Розробка гіпотези
2. Збір даних.
3. Перевірка даних.
4. Сегментація даних.

5. Оптимізація.
6. Тестування.
7. Додавання.
8. Вилучення груп даних, що є поза вибіркою.
9. Оцінювання результатів.

Виділяють [307] такі основні моделі із застосуванням технічних індикаторів ринку, які пропонуємо також використовувати для оцінки ефективності макроекономічних регуляторів розвитку національного господарства:

1. Стратегія пересікання експонентних ковзаючих середніх. Експонентні ковзаючі більш адекватно відображають найсвіжіші цінові данні та найменше залежать від даних більш ранніх періодів, є менш чутливими до застарілих даних та дають стабільні результати. Ця стратегія пропонує: покупки, якщо значення ціни пересікає знизу свою експонентну ковзаючу середню; та продаж, якщо ціна перетинає свою експонентну ковзаючу середню зверху. Використання цієї стратегії дає можливість інвестору завжди бути на ринку. Оптимізація відбувається стосовно єдиного параметру – довжини ковзаючої середньої. Константа визначається за формулою  $2:(n+1)$ , де  $n$  – кількість часових періодів. Інтерпретація даних моделі здійснюється за показником  $n$ . Чим більше  $n$ , тим менш чутлива експонентна ковзаюча середня до змін у цінах, тим більша кількість часових періодів, тим більша довжина експонентної ковзаючої середньої, тим більше запізнення у порівнянні із вихідними даними, тим нижче чутливість правил прийняття рішень, тим менше сигналів до покупки чи продажу, тим менша вірогідність впливу випадкового викиду ціни, і тим більш помітне збільшення ціни є необхідною для зміни існуючої короткої, чи довгої, позиції. Таким чином, великий показник константи означає повільний нечутливий та неактивний індикатор. І, навпаки, чим менше константа  $n$ , тим коротше довжина експонентної ковзаючої середньої, тим менше кількість часових періодів, тим більш чутливою є експонентна ковзаюча до ціни, тим менше вона запізнюється, тим вище чутливість прийняття рішень, тим більша кількість сигналів до здійснення купівлі чи

продажу, і тим більш помітний скачок ціни необхідний для зміни існуючої короткої чи довгої позиції. Тобто, маленька  $n$  означає чуттєвий, активний індикатор, який здатен генерувати велику кількість сигналів.

Використання стратегії пересікання експонентних ковзаючих середніх при оцінці ефективності використання макроекономічних регуляторів розвитку національного господарства дасть можливість оцінювати чутливість окремих регуляторів в економічній системі. За їх допомогою можна виявляти найбільш реагентні макроекономічні регулятори для забезпечення прискорення темпів економічного розвитку та побудови адекватної макроекономічної політики сталих темпів розвитку національного господарства.

2. Поетапне моделювання торгівельної стратегії на базі історичних даних. Цей метод дозволяє формулювати та перевіряти торгівельні правила, які можна застосовувати у будь-яких ринкових ситуаціях. Тестування та можливість виділити групу правил прийняття торгівельних рішень, які збільшують прибуток та зменшують ризики втрат. Використання поетапного моделювання торгівельної стратегії на базі історичних даних дозволить упорядкувати зовнішньоекономічні торгівельні відносини на макрорівні та вирівняти показники торгівельного балансу країни. Використання запропонованих Р. Колбі індикаторів не тільки для біржової торгівлі, а й для оцінки ефективності проведення державою зовнішньоторгівельної діяльності, як макроекономічного регулятора розвитку національного господарства, надасть перевагу для визначення адекватної поведінки держави у світовому торгівельному просторі та побудові успішної зовнішньоекономічної стратегії її розвитку.



### 3.2 Основні технічні індикатори фінансового механізму: аналіз та оцінювання впливу на темпи економічного росту

Р. Колбі називає такі основні технічні індикатори ринку [307], які так само можуть бути використані нами при аналізі трендів поведінки на фінансових ринках та оцінки їх впливу на темпи економічного росту:

1. Моментум-індикатор, яким, по суті, є індикатор темпів зростання/спадання ціни. При побудові графіка моментум-індикатора звертають увагу на його поведінку протягом певного проміжку часу. Швидкість зміни ціни – це основний індикатор зміни напрямку лінії тренду. Вважається, що на початку тренд характеризується швидким та стрімким зростанням ціни, у наступні роки темпи зростання ціни дещо уповільнюються. Швидкість зростання ціни майже завжди досягає свого максимуму раніше, ніж фіксується значення максимальної ціни. При цьому графік моментум-індикатора може давати негативні значення росту ціни, хоча її фіксоване значення зростає, що характеризуватиме процес від'ємного розходження, або дивергенції. І, навпаки, значення ціни може бути суттєво низьким, а темпи її росту за графіком моментум-індикатора – високими, така ситуація характерна для позитивного розходження. Поява позитивного розходження за графіком моментум-індикатора означає наближення нового циклу зростання ціни.

Використання моментум-індикатора для оцінки ефективності впровадження тих чи інших макроекономічних регуляторів дозволить виявляти слабкі місця економічної політики держави, де ці макроекономічні регулятори розвитку національного господарства використовуються.

2. Індикатори настроїв, які розраховуються на основі теорії протилежної думки, суть якої полягає в тому, що ті інвестори, які переважно керуються власними емоціями, як правило, помиляються, тому необхідно заключати протилежні їх вибору угоди. Матеріалом для дослідження індикаторів настроїв є

рівні коротких позицій, а також результати опитувань спеціально створених консультативних центрів. Ця група індикаторів сигналізує про негативні прояви надзвичайної “перекупленості” або “перепроданості” ринку, що характеризується викидами цін як до максимумів її зростання так і до максимумів її зменшення, що, у свою чергу, сигналізує про виснаження тренду.

Використання індикаторів настроїв на макрорівні дозволить виявляти та використовувати із позитивною тенденцією усі наявні в країні настрої населення та суб’єктів господарювання для укріплення позицій впроваджуваної в країні економічної політики для забезпечення розвитку національного господарства. А також це дає можливість визначати економічний ефект від макрорегуляторів розвитку національної економіки, чутливих до настроїв населення та поведінки суб’єктів господарювання.

3. Індекс абсолютного охоплення (англ. - absolute breadth index). Цей індикатор було розроблено Н.Фосбеком [71, 44, 42, 107, 307] і для його обчислення беруть до уваги щоденні дані Нью-Йоркської фондової біржі і він розраховується як абсолютна величина різниці між кількістю акцій, що зростають у вартості, до кількості акцій, що падають у ціні. За період існування Нью-Йоркської фондової біржі (70 років) число акцій, зареєстрованих на ній, зросло на 1080% (станом на 24.08.1940 р. загальна кількість акцій, виставлених на продаж, дорівнювала 303 найменуванням, а вже станом на 30.09.2010 р. їх кількість збільшилась до 3574 найменувань). Формула для розрахунку даного індикатора має наступний вигляд:  $N = (|A-D| : (A+D+U)) : 100$ ; де: N – щоденне відношення абсолютної різниці акцій, що зростають, до загальної кількості акцій, виставлених в цей день на торги; A – кількість акцій, що зростає у ціні; D – кількість акцій, що падають у ціні; U – кількість акцій із незмінною ціною.

Модифікація індексу абсолютного охоплення як показника абсолютної величини різниці між макроіндикаторами, що зростають, та макроіндикаторами, що спадають, дають можливість виявити загальну тенденцію впроваджуваної економічної політики розвитку чи спаду національного господарства. Відповідно

до визначеної таким чином загальної тенденції можна стверджувати про ефективність чи неефективність застосованих макроекономічних регуляторів розвитку національного господарства, таких як, наприклад, цінова політика, рівень оподаткування, тощо.

4. Індекс накопичення/розподілу (англ. - accumulation/distribution, AD). Цей індекс є варіантом індикатора балансу обороту, але його відмінною рисою є виваження щоденного обороту по позиції, що сталася під час закриття щоденних торгів у щоденному діапазоні цін. Цей індикатор було розроблено М. Чайкіним і є основою осцилятора М. Чайкіна, що вимірює вагові коефіцієнти по ціні як імпульс обороту [71, 44, 42, 107, 307]. Індекс накопичення / розподіл означає позицію щоденної ціни всередині щоденного діапазону цін, вираженого в долях. Доля такої ціни множиться на загальний щоденний оборот, таким чином ми отримуємо величину чистого щоденного накопичення (тиск покупки із знаком плюс) або розподілу (тиск покупки із знаком мінус). Величини таких тисків відображаються кумулятивно у вигляді лінії. Якщо тренд рухається вгору, це означає “перекупленність” ринку, а якщо така лінія на графіку прямує до низу – це симптом “перепроданності” такого ринку. Індикатор накопичення / розподілу визначається таким чином:  $AD = ОККЛ (\{[(C - L) - (H - C)] : (H - L)\} * V)$ ; де AD – кумулятивна лінія накопичення / розподілу, ОККЛ – скорочення для “обрахувати кумулятивну ковзаючу лінію”, C – щоденна ціна закриття, L – щоденна мінімальна ціна, H – щоденна максимальна ціна, V – загальний оборот за день. Для роботи із цим індикатором використовують технічні методи виявлення піків та ям на лінії. Порівнюючи сам індикатор накопичення / розходження із його власною ковзаючою дає можливість виявити сигнали до купівлі чи о продажу.

Авторська модифікація індексу накопичення/розподілу як індикатора балансу торгового обороту країни та його перенесення на макрорівень дозволяє визначати якісні структурні зміни в національних господарствах та їх вплив на показники рівня економічного розвитку.

5. Акумуляований індекс коливань (англ. – accumulation swing index, ASI). Він є кумулятивною сумою індикатора підтвердження тренду / дивергенції. Індекс коливання встановлює співвідношення між поточною ціною та цінами за попередні періоди. Його розраховують у такі три етапи. Перший етап: визначають найбільше із трьох значень або  $H - C_p$ , або  $L - C_p$ , або  $H - L$ , де  $C_p$  – ціна закриття на попередньому періоді. Другий етап: визначають значення  $R$  за допомогою однієї із способів. 1) якщо найбільше значення, отримане на першому етапі, дорівнює  $H - C_p$ , тоді:  $R = (H - C_p) - 0,5(L - C) + 0,25(C_p - O_p)$ , де  $O_p$  – ціна відкриття попереднього періоду,  $C$  – ціна закриття поточного періоду. 2) якщо найбільшого значення під час першого етапу набуло  $L - C_p$ , то  $R = (L - C_p) - 0,5(H - C) + 0,25(C_p - O_p)$ . 3) якщо найбільшого значення, отриманого під час першого етапу, набуває вираз  $H - L$ , тоді  $R = (H - L) + 0,25(C_p - O_p)$ . Третій етап: власне розрахунок акумуляованого індексу коливань за формулою:  $ASI = 50K : M * [(C - C_p) + 0,5(C - O) + 0,25(C_p - O_p)] : R$ , де  $K$  – максимальна величина із  $H - C_p$ , або  $L - C_p$ ;  $M$  – значення ліміту зміни ціни на біржі;  $O$  – ціна відкриття поточного періоду.

Адаптація даного індексу на макрорівень для визначення ефективності тих чи інших макрорегуляторів дозволяє виявляти кумулятивний індекс коливань у показниках ефективності тих чи інших макроекономічних регуляторів, що, в свою чергу, дозволяє визначати більш впливові регулятори та незначні, за допомогою чого можна вчасно коригувати впроваджувану економічну політику для забезпечення сталих темпів економічного розвитку.

6. Лінія “успіх-поражка” (A-D line) – це кумулятивна щоденна лінія росту / падіння, яка є одним з найвідоміших індикаторів ринку стосовно його розкиду, і використовується для виявлення дивергенції з індексом Доу-Джонса. Кумулятивна лінія “успіх – поразка” обчислюється як ковзаюча сума чистої кількості акцій, які збільшуються у ціні. Обрахування значень лінії проводять у таких два етапи: 1) щоденно вираховують різницю між кількістю акцій, що зростають у ціні, і кількості тих акцій, що падають у ціні. Так отримують значення чистої кількості

акцій, що зростають у ціні. 2) обрахована на першому етапі різниця додається до накопиченої суми щоденної кількості акцій, що зростають у ціні. У зв'язку з тим фактом, що на біржах окремо взятої країни простежується стабільна тенденція до зростання кількості зареєстрованих до торгів акцій, лінія “успіх-поразка” може будуватись і на основі нормалізованих даних, наприклад, таким чином:  $N = (A - D) : (A + D)$  або так:  $T = (A - D) : (A + D + U)$ . Цей індикатор широко використовується рейтинговою агенцією Standard & Poor's, де він вже відомий під назвою S&P500. Кумулятивна щоденна лінія ”успіх-поразка” в історичному аспекті дала вірні прогнози стосовно усіх відомих нам падінь ринків за період з 1947 по 2010 роки [45, 107, 307].

Авторська адаптація даного індексу на макрорівень полягає у визначенні рівня розкиду тренду лінії економічного розвитку на основі нормалізованих даних для визначення рейтингу національної економіки за рівнем її економічного розвитку (не росту, як в інших рейтингових оцінках). Лінія “успіх – поразка” може бути успішно апробована для оцінки ефективності впровадженої вже в минулому економічної політики розвитку національного господарства та оцінки її результативності за певний проміжок часу.

7. Мультиплікатор швидкості розкиду ринку Р. Хьюза (англ. - percentage Hughes) – було розроблено Р. Хьюзом на початку 20-х років минулого століття [45, 107, 307]. Обраховують його у такі три етапи: 1) вираховують різницю між кількістю акцій, що зростають у ціні, та кількістю акцій, що падають у ціні; 2) ця різниця ділиться на повну кількість акцій, що виставлено на торги у цей день; 3) щоденні коливання вирівнюють шляхом побудови ковзаючої середньої. Його значення трактують як ефективну стратегію поведінки на ринку: якщо осцилятор Р. Хьюза є позитивним, необхідно відкривати позицію (або купувати такі акції); якщо цей індикатор є негативним, необхідно закривати позицію (або продавати такі акції). За роки використання мультиплікатора Хьюза, його розрахунок потерпів багато модифікацій. Найбільш ефективною, на наш погляд, є модифікація його розрахунку з 8 параметрами, різними значеннями яких аналітик ринку може

прогнозувати практичну будь-яку поведінку інвесторів. Модифікація мультиплікатора Хьюза із 8-ма параметрами математично розраховується так:  $АН = Н * 100 + 100 = [(A - D) : (A + D + U)] * 100 + 100$ .

Мультиплікатор Хьюза було б доцільно використовувати на макрорівні для оцінки рівня розкиду тренду розвитку національного господарства, коли замість показників акцій, що виставляються на торги, беруть показники макроекономічного розвитку національного господарства. За допомогою адаптованого таким чином мультиплікатора Хьюза можна визначати вплив тих чи інших регуляторів на загальні темпи економічного розвитку держави.

8. Відношення “успіх-поразка” (A-D Ratio) – або його ще називають “відсотком попадання”, тобто відношення вдалих угод до загальної кількості угод. Але, незважаючи на цікаву назву, даний індикатор мало що показує при оцінці торгової системи, так як деякі вискоєфективні торгівельні системи можуть укладати велику кількість невдалих угод, але на меншу суму, і вигравати за рахунок меншої кількості вдалих угод, але на значні суми. В той же час, новоутворені торгівельні системи, які можуть закрити і в наступних місяць, можуть укладати велику кількість вдалих угод, але на незначні суми, і за цим показником бути в лідерах, хоча насправді не мають такого авторитету ні серед продавців, ні серед покупців.

Інтерпретувати відношення “успіх – поразка” на макрорівень можна шляхом визначення його як відношення вдалих макроекономічних рішень стосовно впроваджуваної економічної політики розвитку національного господарства, до усіх рішень. Це надасть можливість оцінити якісні параметри економічної політики держави за будь-який проміжок часу і на будь-яку дату.

9. Рівень максимального падіння капіталу – є найважливішим індикатором успішності / неуспішності проведених операцій і розраховується як відношення загального чистого прибутку до максимального падіння капіталу. Рівень максимального падіння капіталу є показником успішності чи неуспішності проведеної стратегії розвитку суб’єкта господарювання. Модель, яка допускає

великі втрати у капіталі не вважається життєздатною. Максимальне падіння капіталу – це найбільша похибка його тенденції від піку до дна.

Рівень максимального падіння капіталу важливо визначати для проведення аналізу ефективності фінансової політики держави, особливо її податкових інструментів, які опосередковано можуть спричинити падіння капіталу, а, відтак, і зниження темпів економічного розвитку національного господарства.

10. Відношення зростання / падіння (англ. – advance / decline ratio) є свого роду мультиплікатором швидкості розкиду ринку, який визначається шляхом ділення кількості акцій, що зростають у ціні, на кількість акцій, що падають у ціні. отриманий результат згладжується за допомогою ковзаючої середньої. Інтерпретується індикатор відношення зростання / падіння наступним чином: коли це відношення є вищим за позначку у 1,018 – це означає необхідність відкривати позицію (або купувати); якщо ж, навпаки, значення індикатора є нижчим за відмітку у 1,018 – необхідно закривати позицію (або продавати).

Використання мультиплікатора швидкості розкиду є доцільним використовувати для оцінки швидкості реакції від впливу того чи іншого макроекономічного регулятора на темпи загального економічного розвитку національного господарства, коли замість показників акцій необхідно брати показники макроекономічного регулювання розвитку.

11. Дорадчий індекс настроїв (англ. - advisory sentiment index). Цей індикатор створюють, базуючись на опублікованих оглядах різноманітних консультаційних центрів стосовно настроїв інвесторів, і показує рівень “перекупності / перепроданності” ринку. При побудові цього індикатора використовують теорію протилежної думки [45, 107, 307].

Дорадчий індекс настроїв доцільно використовувати для прогнозування поведінки населення та суб’єктів господарювання як реакція на ті чи інші макроекономічні регулятори розвитку національного господарства та для корекції впроваджуваної економічної політики держави.

12. Метод середньої лінії (метод медіани) – це індикатор, яких дозволяє візуально визначити силу тренду, супротив та підтримку ринку. Для цього на графіку обирається три ключові точки, які між собою не мають співпадати ні в часі, ні за ціною: первинний пік чи яма, наступний пік чи яма внаслідок корекції, та більш пізній пік чи яма. Між ними проводиться промінь (лінія), яка і є медіаною реакції ринку на певні зміни. За першим та останнім піком чи ямою також проводяться лінії, які показують максимальний та мінімальний вплив чогось на ціни. Для правильного визначення місцезнаходження ключових точок для побудови ліній за цим методом існує, як мінімум, 3 методи: метод “конвертів”, полоси Боллінджера та цінові канали. Відповідно до них, є три основні умови побудови ліній для методу медіан: 1) необхідно ідентифікувати початок нового тренду, а вже тільки потім визначати точки максимум чи мінімум падіння/зростання ціни; 2) чітко визначитися із початком корекції поведінки на ринку нормативними заходами, включно із врахуванням лагу на впровадження того чи іншого регуляторного акту; 3) визначити, коли тренд приходить в стадію самокорегування, і тільки після цього виставляти третю точку для визначення паралельних ліній. Побудовані таким чином три лінії в західній літературі називають ще “вилами Ендрю”, де є відповідно рукоятка (середня лінія) та зуби – верхня та нижня лінія. “Вили Ендрю” дають чітке уявлення про підтримку чи протидія ринку стосовно інвестування в ту чи іншу галузь, компанію, а також відносно продажу того чи іншого товару на ринку.

Метод середньої лінії доцільно використовувати для оцінки загальної тенденції підтримки чи протидії впроваджуваних під час реалізації економічної політики регуляторних заходів управління розвитком національного господарства. Використання методу “вил Ендрю” дозволить, крім всього іншого, виявляти регулятори, які увійшли у стадію самокорегування, тобто ті, на які вже важко впливати стаціонарними заходами економічної регуляторної політики на макрорівні.



13. Індикатор легкості руху Р. Армса (англ. – Arms' ease of movement value, EMV) – є моментум-індикатором того, наскільки легко, чи ні, змінюються ціни на певному ринку. Створив цей індикатор Р.В. Армс- молодший у 60-х роках минулого століття [45, 107, 307]. Вважається, що чим більша кількісно зміна ціни, тим нижчим є при цьому оборот, тобто тим легше зростає чи падає ринок. Індикатор отримують шляхом ділення зміни в цінах (що розраховується за середньою точкою цінового діапазону) на відношення обороту до цінового діапазону. Для згладжування цього індексу можуть використовувати ковзаючу середню. Інтерпретація показника така: високі показники індикатора легкості Р. Армса означають швидкий ріст ціни та ситуацію “перекупленості” ринку, а низькі значення індикатора сигналізують про ситуацію “перепроданості” ринку. Рішення за цим індикатором приймають так: купувати необхідно коли індикатор є вищим за нуль, і продавати – коли він є нижчим за нуль.

Індикатор легкості руху важливо визначати для оцінки найбільш ефективних в той чи інший момент часу регуляторів макроекономічного розвитку національного господарства. Чим легше здійснюється рух на тренді економічного розвитку за рахунок окремого регулятора, тим ефективнішим він буде, і тому його використання є бажаним, навіть при значній корекції усієї економічної політики держави.

14. Короткотерміновий торговий індекс Армса (TRIN, MKDS) є популярним акселератором “перекупленості / перепроданості” ринку, який також було розроблено Р. Армсом [45, 107, 307]. Його програмними версіями є пакети прикладних програм “TRIN” та “MKDS”. Узагальнені розрахунки цього індикатору мають такий вигляд: акції що зростають, ділять на акції, що падають у ціні, отриманий результат ділять на добуток обороту акцій, що зростають та обороту акцій, що падають у ціні. Індекс Армса характеризує співвідношення інтенсивності тиску покупки та інтенсивності тиску продаж для усього ринку. Усі екстремальні величини індексу Армса (як максимальні, так і мінімальні) характеризують прояв “перекупленості” ринку. Інтерпретують значення

індикатора Армса так: якщо його значення перевищує значення середньої ціни за 11 днів на 0,8 пунктів, необхідно відкривати позицію (купувати), а якщо ж значення є меншою за 0,8 пункти – то необхідно закривати позицію (продавати).

Індекс Армса бажано використовувати для оцінки інтенсивності проведення економічних реформ за допомогою різноманітних макроекономічних регуляторів розвитку національного господарства. Саме величину тиску від впливу окремого регулятора, а, відтак, як наслідок, величину тиску від проведеної економічної реформи, можна визначити за допомогою адаптованого на макрорівень індексу Армса. Це дає можливість оцінювати не тільки ефективність чи якість впливу від регуляторних заходів економічної політики держави, але і оцінити тиску від таких заходів.

15. Мультиплікатор Арона – вперше був описаний Т.С. Чанде у 1995 році [45, 107, 307]. Метою створення даного індикатора є швидке виявлення закінчення цінового тренду і початку бокового руху ціни в горизонтальному інтервалі шляхом підрахунку кількості змінних періодів визначеного ковзаючого часового вікна, величиною в  $n$  періодів, що спливли з моменту досягнення останнього максимуму чи мінімуму ціни всередині даного вікна. Мультиплікатор фактично обчислюється як різниця між максимумом та мінімумом ціни (Aroon Up та Aroon Down). Правило прийняття рішень на основі аналізу мультиплікатора арона: купуйте, коли лінія Aroon Up є вищою за лінію Aroon Down, і продавайте – якщо навпаки.

Мультиплікатор Арона на макрорівні бажано використовувати в інтерпретації швидкого виявлення тренду зростання економічного розвитку та початку його бокового руху. Замість цінових показників необхідно використовувати номінальні показники макроекономічних регуляторів розвитку національного господарства.

16. Справжній середній діапазон – це арифметичне середнє реальних діапазонів за останні  $n$  періодів. Реальним вважається той діапазон, у який входять усі зміни ціни за певний період, включаючи так звані “гепи”. Під “гепом”

розуміється наявність цінових розривів, інтервалів, в середині яких не було заключено ніяких реальних угод ні за якою ціною. Дж.У. Уалдер [71, 44, 42, 107, 307] пропонує розраховувати реальні діапазони як найбільшу з таких трьох величин:  $T = H - L$  або  $T = H - P$  або  $T = P - L$ , де:  $T$  – реальний діапазон,  $H$  – максимальна ціна поточного періоду,  $L$  – мінімальна ціна поточного періоду,  $P$  – ціна закриття попереднього періоду. А експоненційне згладжування обчисленого таким чином реального діапазону (експоненційна середня ковзаюча) і є справжнім середнім діапазоном.

Експоненційна середня ковзаюча, наразі, зараз активно використовується для макроекономічного планування показників розвитку національного господарства та їх нормування. Справжній середній діапазон важливо вираховувати для визначення направленості руху економічної політики: на зростання чи на спад темпів економічного розвитку держави.

17. Метод “конвертів” – полягає у тому, що верхня та нижня лінії “конверту” будуються під та над лінією ковзаючої середньої на відстані, що дорівнює фіксованому відсотку даної ковзаючої середньої. Цей метод часто використовують виходячи із принципу “перекупленості – перепроданості”, коли сигнал до продажу дається, коли ціна підійшла до верхньої лінії, а сигналом продажу є ситуація, коли ціна наближається до нижньої лінії.

Метод “конвертів” на макрорівні бажано використовувати для оцінки позитивних зрушень від дії впроваджуваних макроекономічних регуляторів розвитку національного господарства, тобто, коли наближаються до визначеної верхньої лінії конверту макроекономічні показники розвитку національного господарства, необхідно зменшувати регуляторний вплив на економіку з боку держави, а, коли, навпаки, показники наближаються до нижньої лінії конверту – то посилювати регуляторний вплив на економіку.

18. Полоси Болінджера (англ. – Bollinger bands) – як індикатор, його було створено на основі методу “конвертів” ковзаючих середніх Дж.А. Боллінджером [45, 107, 307]. Відмінністю від методу “конвертів”, де лінія протидії зміщена на

фіксовану кількість відсотків вище ковзаючої середньої, у методі Белінджера будується лінія протидії на два стандартних відхилення вище, а лінію підтримки - на два стандартних відхилення нижче звичайної ковзаючої середньої. Ці три лінії (проста середня ковзаюча, лінія підтримки та лінія протидії) утворюють полоси Белінджера, які можна широко використовувати: від кількох хвилин до років та десятиліть. Головним завданням побудови полос Белінджера є допомога тому, хто приймає рішення, швидко реагувати на суттєві рухи цін на ринку. При побудові стратегії на основі полос Белінджера керуються таким правилом: якщо ціна доходить до верхньої полоси, це є сигналом до продаж, а якщо навпаки – до купівлі.

Полоси Белінджера також доцільно використовувати для оцінки ефективності окремих макроекономічних регуляторів розвитку національного господарства.

19. Індикатор Болтона – Трембля – це кумулятивний індикатор росту чи падіння, основним з компонентів якого є кількість показників з незмінними параметрами [45, 107, 307]. Підрахунок даного індексу відбувається у такі 5 етапів: 1) кількість показників, що зростають, ділять на кількість показників з незмінними параметрами; 2) кількість показників, що падають, ділять на кількість показників із незмінними параметрами; 3) знаходять різницю між ними; 4) із отриманої різниці береться корінь квадратний; 5) значення квадратного кореня додають до значення цього ж індикатора але попереднього періоду. Індикатор Болтона- Трембля може бути графічно зображений та інтерпретований аналогічно до описаного вище індикатору лінії “успіх-поразка”. Індикатор Болтона – Трембля доцільно використовувати для оцінки ефективності економічної політики на певний проміжок часу (за місяць, квартал, півроку, рік, тощо) за кожним окремим макроекономічним регулятором розвитку національного господарства.

20. Індикатор розкиду росту/падіння (англ. – breadth A/D indicator: breadth thrust) – вираховується як відношення кількості показників, що мають параметри

зростання, до суми показників, як тих, що зростають, так і тих, що падають. Для проведення процедури згладжування застосовують формулу:  $Z = A : (A + D)$ . Якщо за цим індикатором ринок демонструє сильний викид – це означає можливість укласти лише прибуткові угоди із купівлі-продажу. Якщо індикатор є більшим за значення 0,659 – це означає сигнал до покупки, якщо ж знизився до значення 0,366 і нижче – це сигнал до продажу.

Індикатор розкиду росту/падіння на макрорівні доцільно використовувати для визначення межі застосування того чи іншого регулятора розвитку національного господарства. Якщо індикатор розкиду росту/падіння тренду рівня економічного розвитку держави є більшим за значення 0,65 – це сигнал до посилення регуляторної функції держави для управління її економічним розвитком. Якщо ж індекс знаходиться на рівні 0,366 і нижче – це сигнал до припинення регуляторного втручання держави у власну економіку або до мінімізації впровадження регуляторів макроекономічного розвитку національного господарства.

21. Лінія грошових потоків в опціони (CPFL) – це індикатор підтвердження напрямку тренду, а також індикатор настроїв. Його розробив та запропонував Р.Б. МакКертен [71, 45, 107, 307], який домагався виявлення напрямку, в якому рухаються грошові потоки, виділені на опціони. Відносна значимість опціонної угоди мала бути виважена величиною грошового потоку у цю транзакцію, тобто ціну множать на оборот. Лінія грошового потоку в опціони на купівлю та продаж будується у такі 7 етапів: 1) збирають дані про ціни закриття і обороти усіх опціонів на цінні папери або будь-які інші ціни, які бажають проаналізувати; 2) ціна закриття кожного опціону множиться на його оборот; 3) дані, отримані в результаті етапу 2, додають по кожному виду товарів, що цікавлять дослідника; 4) множать ціну закриття кожного опціону на його оборот; 5) додають дані, отримані в результаті етапу 4, по кожному виду товарів, що цікавлять і таким чином отримують величину грошового потоку за ними; 6) розраховують різницю між отриманими даними на етапах 3 та 5, що і буде чистим

грошовим потоком в опціони; 7) вираховується загальна сума чистого грошового потоку за усіма операціями. Побудова лінії грошових потоків дає чіткі та неоднозначні сигнали при відкритті довгих позицій (тривалої купівлі). Але цей індикатор дає суттєві похибки для коротких позицій, тому його використовують лише для довгих.

Цей показник можна адаптувати для макрорівня наступним чином: лінія грошових потоків у обслуговування державного боргу, яку можна розрахувати як індикатор підтвердження тренду рівня розвитку національного господарства або як індикатор настроїв. Лінія грошового потоку в обслуговування державного боргу також будується у такі 7 етапів: 1) збирають дані про ціни на кредити, які держава може отримати від міжнародних фінансових організацій та всередині країни, які бажають проаналізувати; 2) ціна кожного кредиту (за видами) множиться на його транш (обсяг); 3) дані, отримані в результаті етапу 2, додають по кожному виду запозичень; 4) множать ціну кожного кредиту (відсотки та комісійні на обслуговування) на його обсяг; 5) додають дані, отримані в результаті етапу 4, по кожному виду запозичення і таким чином отримують величину грошового потоку за ними; 6) розраховують різницю між отриманими даними на етапах 3 та 5, що і буде чистим грошовим потоком на обслуговування державного боргу; 7) вираховується загальна сума чистого грошового потоку за усіма операціями. Побудова лінії грошових потоків дає чіткі та неоднозначні сигнали для проведення економічної політики стосовно управління державним боргом, тому авторська модифікація цього показника є корисною для впровадження та оцінки ефективності регуляторів на рівні управління державним боргом для будь-якої країни світу.

22. Миттєвий мультиплікатор Чанде (СМО) – це мультиплікатор швидкості зміни ціни, названий за іменем його розробника Т. Чанде [71, 45, 107, 307]. Використовуються данні як днів зростання ціни, так і днів її падіння, спочатку у не згладжених показниках, які потім спеціально згладжуються. Значення миттєвого мультиплікатора Чанде коливаються від -100 до +100 з

порогами “перекупленості/перепроданості” ринку на -50 / +50. На значеннях -50 необхідно купувати, а на значеннях +50 необхідно продавати. Негативним у використанні цього індикатора, як сигналу для побудови стратегії фінансової поведінки є те, що він є абсолютно безпорадним у кризових умовах, що практично підтвердилось в останні роки під час фінансової рецесії/кризи 2007-2010 років.

Миттєвий мультиплікатор Чанде на макрорівні може показувати швидкість змін у темпах економічного розвитку під час проведення реформ або під час негативного екзогенного впливу на економічну систему, як, наприклад, кризові явища, природні катаклізми масштабного характеру, соціальні трансформації типу революцій, тощо.

23. Індекс походження товару (CCI) – це індикатор швидкості зміни ціни, який було розроблено Д.Р. Ламбертом [71, 45, 107, 307]. Хоча його здебільшого розраховують для товарів, його так само можна використовувати і для визначення індексу походження акцій, облігацій, тощо. Індекс походження товару за Д.Р. Ламбертом розраховується так:  $CCI = (M - A) : (0,015 * D)$ , де  $M = H + L + C$ . Розрахунок цього індикатора провадиться у такі 6 етапів: 1) обчислюється середня ціна кожного періоду у такий спосіб: до максимальної ціни додається мінімальна ціна та ціна закриття, і це все ділиться на 3; 2) обраховується середня ковзаючи результатів, отриманих у 1 етапі, для  $n$  періодів; 3) від середньої ціни кожного періоду віднімається його середня ковзаючи для цього періоду; 4) обчислюється середнє відхилення, значення якого є рівним сумі абсолютних значень різниць, отриманих на етапі 3; 5) середні відхилення множаться на 0,015; 6) результати етапу 3 ділять на результат етапу 5. Індекс має свій розкид від -100 до +100. Якщо сталось так, що показник CCI є більшим чи меншим за 100, то це вважається сигналом або до покупки або до продажу (залежно від знаку “+” чи “-”).

Індекс походження товару на макрорівні може вказувати на ступінь глобалізації національної економіки, яка досліджується, та на ступінь її інтеграції у світову економіку. Індекс походження товару може бути розрахованим для

прийняття управлінських рішень стосовно структури імпорту та для управління торгівельним балансом, а відтак – і для корегування курсу національної валюти.

24. Базовий індекс походження товару (Zero CCI) – застосовують певну модифікацію індексу Ламберта CCI для новоутворених ринків, та у кризових ситуаціях. Сигналами для покупки та продажу тут буде не перевищення гранично допустимого інтервалу розкиду індексу CCI, а перетинання його із нульовою лінією (Zero CCI або нульовий CCI). Це уможливило отримання сигналів до більшої кількості успішних угод з купівлі – продажу, ніж оригінальний індекс CCI.

25. Індекс вибору товару (CSI) було розроблено Дж.У. Уалдером молодшим [71, 45, 107, 307] для того, щоб визначати, який саме ф'ючерсний контракт швидше за все продемонструє найбільший позитивний рух на кожному інвестовану грошову одиницю. Цей індекс можна використовувати не тільки стосовно ф'ючерсних контрактів, але і для оцінки прибутковості можливих інвестицій в економіку країни. Його розраховують шляхом добутку індексу середнього направленої руху на згладжений дійсний інтервал та на потенціал грошового руху для кожного ф'ючерсного контракту.

Авторською адаптацією цього показника для макrorівня є його використання для оцінки вибору державного контракту чи кредиту у майбутньому. Він може бути корисним при проведенні політики активного застосування регуляторів управління державним боргом у структурі національного господарства.

26. Крива Коппока (Coppock Curve) – є числовим вираженням змін довготривалої згладженої швидкості зміни ціни і покликана виявити значні мінімуми на ринку. Цю криву було запропоновано використовувати Є.С. Коппоком у 1962 році, і тому вона носить його ім'я у назві [71, 107]. Вона являє собою 10-місячну вагову ковзаючу середню суми темпів зміни S&P500 за 14 та 11 місяців. Сигналами є ситуація, коли згладжений індикатор змінює свій напрям (знизу до гори – продаж, і навпаки - купівля).



Криву Коппока доцільно використовувати для оцінки ефективності макрорегуляторів розвитку національної економіки у частині вивчення швидкості змін від дії окремих регуляторів.

27. Сумарна лінія капіталу – це сума прибутків та збитків від усіх сигналів за індикаторами із наростаючим підсумком. Сумарна (кумулятивна) лінія капіталу є вираженням чистої вартості активів інвестора. Тому, на неї будуть впливати усі угоди купівлі такого інвестора, якщо лінія сумарного капіталу інвестора зростає, це означає, що такий інвестор правильно веде свої фінансові справи і є прибутковим, а якщо лінія сумарного капіталу пішла униз – це сигнал до погіршення фінансової діяльності такого інвестора.

На макрорівні розрахунок сумарної лінії капіталу дає можливість визначити ступінь привабливості національної економіки для іноземних інвестицій, а, відтак – межі та швидкість рівня її економічного розвитку за рахунок залучення іноземного капіталу.

28. Індекс попиту (DI) – це мультиплікатор, що базується на швидкості зміни ціни, обороту та волатильності. Суть індексу полягає у відношенні тиску купівлі до тиску продажу. Якщо тиск купівлі є більшим, ніж тиск продажу, відношенню приписують позитивний знак, а якщо навпаки – від’ємний. Тиск купівлі та продажів визначається по-різному у дні, коли ціна зростає, та у ті дні, коли ціна падає. Так, у дні зростання ціни тиск купівлі визначається як повний оборот, а тиск продажу – як повний оборот, поділений на зміну ціни. А у дні, коли ціна падає, навпаки, тиск купівлі визначають як повний оборот, поділений на зміну ціни, а тиск продажу – як повний торговий оборот. Розкид даного індикатора знаходиться у граничних межах від -1 до +1. Позитивні значення сигналізують про високий попит, а негативні значення – про високу пропозицію. Розрахунок індексу попиту доцільно проводити для визначення швидкості зміни тренду рівня економічного розвитку, обороту та волатильності.

29. Індекс прямого руху (DMI) – в його основі лежить фільтрація за темпами зниження ціни. Його автор, Дж. Уайлдер-молодший [71, 107],

стверджував, що ринки знаходяться у тренді всього приблизно 30% від усього часу, і тому для перешкодження отримання збитків у результаті системи дослідження трендів за самої відсутності тренду в цей час, необхідно фільтрувати такі періоди за допомогою експоненційних ковзаючих середніх та відношень. Тоді індекс приводить значення мінімумів та максимумів цін до одного масштабу від 0 до 100. А направлений рух при цьому визначається як найбільша частина цінового інтервалу поточного періоду, що знаходиться поза межі цінового інтервалу попереднього періоду. Будь-які негативні величини прирівнюються до 0, так само будь-які найбільші величини прирівнюються до 100. Потім всі отримані результати експоненційно згладжуються. При цьому застосовується також і експоненційна згладжуюча постійна 0,07143, яка приблизно дорівнює 27-денній звичайній ковзаючій середній. Таким чином, визначається наявність чи відсутність тренду (високі показники середніх – тренд має місце, незначні – тренд відсутній). Цей індикатор є ефективним інструментом як для довгих, так і для коротких позицій, але найкращий результат він показав при роботі саме із довгими позиціями, тому його можна використовувати при оцінці ефективності від вкладення інвестицій, так як вони мають довготривалий характер.

Індекс прямого руху на макрорівні доцільно розраховувати для фільтрації періодів, коли темпи економічного розвитку дорівнюють нулю.

30. Подвійна експонентна рухлива середня (DEMA) – є інструментом, який відповідає на зміни у поведінці ринку швидше, ніж звичайна експоненційна рухлива середня. Цей метод передбачає одночасне використання як звичайної, так і подвійної експоненційної рухливої середньої. Індекс DEMA було розроблено та представлено Г. Маллоєм у 1994 році [71, 107]. Як показує ретроспективний аналіз застосування цього індексу, він дуже добре себе зарекомендував лише при прогнозуванні поведінки ринку на короткі періоди часу, до 23 днів, і, навпаки, не дає позитивного результату на часових горизонтах від 23 днів і більше.

Подвійну експоненційну рухливу середню на макрорівні необхідно розраховувати для проведення аналізу та прогнозування поведінки економічних агентів в результаті певного регуляторного впливу на національну економіку.

31. Індeksi теорії Доу – насправді вони є базою до технічного аналізу тренду, найкращим та найбільш популярним методом визначення головного тренду фондового ринку. Основоположником цих методів є Ч. Доу, теорія якого побачила світ у його працях 1900-1902 років, яка згодом була удосконалена у працях С.А. Нельсона, В.Р. Гамільтона, Р. Реа [71, 45, 107, 307]. Виділяють 7 основних постулатів теорії Доу: 1) уся суттєва інформація про ринок знаходиться у середніх цінах, особливо у промисловому індексі та в транспортному індексі (індекси Доу-Джонса), які відображають усю інформацію про знання, настрої, погляди та діяльність усіх інвесторів, і, відповідно, дають повну уяву про всі процеси, що впливають на процес торгівлі та інвестування; 2) існує три основних типи трендів: первинний (що є довгостроковим трендом цін на акції), вторинний (що є результатом коригування первинного), малі тренди (що є щоденними коливаннями ціни, які впливають лише на поведінку мілких інвесторів); 3) первинні ринки, що зростають (їх ще називають “перепроданими”), як правило, складаються із трьох рухів угору. Перший рух угору – є результатом накопичення акцій найбільш передбачливими інвесторами у період спаду економіки. Другий рух угору формується тоді, коли інвестори починають хаотично скуповувати акції, відчуваючи результат їх реальної прибутковості. І остання хвиля росту виникає в результаті підвищення доходів населення та уможливлення доручення до процесу скуповування прибуткових акцій широкого загалу населення за допомогою спекулянтів; 4) первинні тренди, що падають (їх ще називають “перекупленими”), складаються із трьох рухів униз: перший рух униз обумовлений продажем найбільш передбачливих інвесторів, другий – це результат паніки, яка виникає на ринку в результаті із великим скиданням акцій та зниженням цін на них, і, нарешті, третій рух викликаний катастрофічною хвилею широких продажів та максимально низькою ціною на такі активи; 5) рух одного із індексів має

обов'язково супроводжуватись рухом іншого, при чому сигналом про початок тренду, що характеризує “перепроданий” ринок, є рух угору відразу обох індексів, і, відповідно, сигналом до початку тренду, що характеризує “перекуплений” ринок, є рух обох (і товарного, і транспортного) індексів Доу-Джонса донизу; 6) враховуються лише ціни закриття для визначення індексів, а цінові рухи на протязі дня до уваги не приймаються; 7) первинний тренд вважається дійсним доти, доки сигнал про його зміну не подадуть відразу два показники, і товарний, і транспортний індекси Доу-Джонса. Повний цикл зміни ринку “перекуплений – перепроданий” складається із шести фаз: скептицизм, зростаюча упевненість, ентузіазм, осліплення, шок та відраза. На “перепроданому” ринку на першій фазі відбувається накопичення акцій за низькою ціною найбільш “мудрим” інвесторами. Потім вартість таких акцій зростає, і їх починають купувати більше, відповідно, ціна на них зростає, аж доти, поки через певний час ті самі “мудрі” інвестори не почнуть продавати куплені раніше акції на піку їх ціни, а згодом, коли ціна на них впаде, інші вже будуть продавати їх за ціною, що може бути і значно нижчою, за ту, за яку вони купували. Незважаючи на широке застосування, теорія Ч. Доу зазнала значної критики, особливо під час світової фінансової рецесії останніх років. Серед основних її недоліків, крім усього іншого, є: відсутність чіткого визначення вторинної реакції призвело до невірному трактування рухів у індексах; індекси не можуть попереджати про абсолютно усі небезпеки, і тому часто виявляється так, що їх прихильники є “мудрим заднім числом”; дуже важко визначити специфічні критерії росту або спаду ціни, конкретні сигнали до купівлі чи продажу; неоднозначні трактування показників теорії Доу мають місце при вторинних та малих трендах; теорія не завжди дає вірний прогноз, аналітики і досі не знають, які саме значення індексів Доу-Джонса вважати сигналами до купівлі чи до продажу.

32. Метод викиду Даннігана дає сигнал про повернення тренду у моменти, коли таке підтверджується значним стрибком (викидом) ціни. Оптимальний розмір викиду ціни визначається тестуванням. При наявності “хвилі

падіння ринку”, яку визначають як послідовність днів, у кожному з яких максимум попереднього є нижчим за максимум цього дня, а мінімум попереднього дня є нижчим за мінімум цього дня, існує 5 умов, за яких повернення тренду можна уникнути: 1) тестування попереднього мінімуму; 2) поворот цінового графіку; 3) звуження цінового діапазону. Сигналом до купівлі є ситуація, якщо на наступний день після проявів хоча б однієї з цих умов відбувається викид ціни уверх, а сигналом до продажу – якщо стається викид ціни униз.

Метод викиду Даннігана доцільно використовувати для оцінки ефективності регуляторних заходів стосовно торгівельного балансу держави.

33. Відношення падіння капіталу – є стандартною мірою ризику і обраховується як приріст капіталу у розрахунку на один рік, поділений на стандартне відхилення падіння капіталу (який визначається графічно за лінією падіння капіталу).

Відношення падіння капіталу важливо визначати для оцінки ефективності важелів валютного чи податкового регулювання розвитку національної економіки.

34. Індекс Хорлена (ІН) – цей індикатор розкиду ринку було розроблено П.Н. Хорленом [71, 107]. Для обрахунку цього індикатора беруть до уваги такі три його компоненти: короткостроковий компонент, у якості якого виступає трьохденна експоненційна ковзаюча середня від різниці між кількістю показників, що ростуть, та кількості показників, які падають; середньостроковий компонент – це те саме, але у розрахунку на 20 днів; а довгостроковим вважається компонент у розрахунку на 200 днів і більше. Його показники можна інтерпретувати так: якщо триденний показник індексу піднімається вище показника 100 – це є сигналом до підвищення ролі макроекономічного регулювання національної економіки; якщо ж показник індексу є нижчим за 100 – це сигнал до припинення чи зменшення регуляторного впливу на розвиток національної економіки.

35. Індекс Герріка Пайова (Herrick Payoff Index) – це мометнум-мультиплікатор, який використовується для аналізу ефективності ф'ючерсів. Його запропонував Х. Пайов [71, 107], який запропонував для його розрахунку складну

формулу аналізу зміни ціни, обороту та відсоткової ставки центрального банку. Спочатку розраховується грошові потоки шляхом множення швидкості зміни ціни на оборот. Потім моделюється кількість необхідних грошових ресурсів шляхом множення грошового потоку на абсолютне значення щоденного відсотка зміни кредитної ставки. Потім цю змодульовану величину згладжують за допомогою експоненційної ковзаючої середньої. Отриманий мультиплікатор графічно рухається угору відповідно нульової функції.

Індекс Герріка Пайова доцільно використовувати для аналізу ефективності управління державними запозиченнями.

36. Сезонні індикатори (концепція А. Едлера) – показують інвесторам, на якій ділянці (у якому “сезоні”) ринкового циклу він щораз знаходиться. Їх розробив та запропонував А. Едлер [71, 107]. Він оснований на концепції торгового методу зходження – розходження ковзаючих середніх. Подачу сигналів визначає позиція відносно нульової шкали. Коли сезонні індикатори показують графік, який знаходиться нижче нульової осі, а її нахил є позитивним – це так звана “весна”, і вона означає пору розгортання активної купівлі активів. Коли графік знаходить нижче нуля і його нахил негативний – це “осінь”, і означає пору для активних продаж. Продажі під час “зими” (постійного графіка нижче нуля) вже є запізними. Так само, купівля під час “літа” (коли графік значто і полого вище нульової осі) є запізнілою і не стільки прибутковою, як під час “весни”.

37. Оптимізовані сезонні індикатори (оптимізовані змінні Колбі) – засновані на сезонних індексах Едлера, але до них застосвують методи оптимізації стосовно часу купівлі-продажу.

38. Рівень зовнішніх закупівель/продажу, які роблять інсайдери (Insiders' S/B ratio). Інсайдерами називають службовців, директорів або власників акціонерних товариств. Вони можуть продавати свої активи у таких випадках: коли фінансове становище їх компанії не видається їм стабільним та у випадку диверсифікації свого портфелю. Тому, завжди при здійсненні операцій інсайдерами стосовно продажу активів можна зробити висновок про їх

незадоволення станом речей в компанії. Аналіз історичних даних за останні 30 років показує, що відношення продаж – покупок, здійснюваних інсайдерами, є ефективним індикатором лише на довготривалу перспективу.

39. Канал Келтнера – засновано на побудові двох полос над та під ковзаючими середніми [71, 107]. Індикатор побудовано на принципах, аналогічних принципам методів “конвертів” та полос Боллінджера із лише тією різницею, що замість відсотків (“конверти”) чи стандартних відхилень (полоси Боллінджера) тут використовується середній реальний діапазон. Верхня полоса (“перекуплений” ринок) визначається як ковзаюче середнє плюс декілька раз узятий середній діапазон. Нижня полоса (“перепроданий” ринок) – це ковзаюче середнє мінус узятий декілька раз середній діапазон.

40. Індекс достовірності (KST – know for sure) – це складний індикатор згладженої швидкості ціни, що було розроблено М.Дж.Прінгом [107]. Це комбінований показник із великою кількістю можливих комбінацій. Його вираховують у такі 6 етапів: 1) на чотирьох різних періодах довжини, що збільшується, визначають чотири різні швидкості зміни ціни, при цьому беруть темпи змін за 9, 12, 18 та 24 місяці; 2) три перші швидкості зміни ціни згладжуються за допомогою 26 місячної експоненційної ковзаючої середньої, а останню, 24-місячну швидкість, згладжують 39-місячною експоненційною ковзаючою середньою; 4) чотири вагові та згладжені швидкості сумують, а отримана сума ділиться на 10, отриманий таким чином результат вважається базовим; 5) розраховують 9-місячну експоненційну ковзаючу середню базового показника, отриманого на попередньому етапі, для отримання сигнальної лінії; 6) базовий показник, отриманий на етапі 4, та сигнальну лінію (етап 5) зображують на графіку під лінією ціни. Інтерпретація KST також не однозначна і залежить від того, як: 1) індекс достовірності перетинає сигнальну лінію: перетин її зверху – це сигнал “перепроданості”, а знизу – сигнал “перекупленості”; 2) який нахил має індекс довіри, зображений графічно: висхідний – сигнал “перекупленості”, низхідний – сигнал “перепроданості”; 3) чи проходить лінія індексу достовірності

через сигнальну лінію; 4) які значення розходжень між сигнальною лінією та графіком індексу достовірності; 5) наскільки саме “перекуплений” чи “перепроданий” сам ринок.

41. Мультиплікатор МакКліалана (базовий, довгий, короткий) – розраховують у три етапи: 1) щоденна кількість акцій, що падають у ціні, вираховується із кількості акцій, що зростають у ціні, знак при цих діях зберігається; 2) щоденна різниця акцій, що зростають та падають в ціні, згладжується за допомогою двох експоненційних ковзаючих середніх – на 19 днів та на 39 дні; 3) значення 39-денної середньої вираховують із значення 19-денної. Отриманий графік мультиплікатора коливається відносно нуля і може досягати максимальних значень коливань задовго до того, як реально станеться подібний скачок у ціні, тому є чудовим прогнозним інструментом як на коротко- так і на довгострокову перспективу.

42. Метод рухливого середнього значення конвергенції-дивергенції – це мультиплікатор швидкості ціни, розроблений Дж. Аппелем [107]. Розрахунки проводяться у такі три етапи: 1) розраховують різницю між двома експоненційними ковзаючими середніми ціни закриття: із 26-денної середньої вираховують значення 12-денної середньої; 2) отриманий індикатор згладжується 9-денною експоненційною ковзаючою середньою; 3) розраховується другий мультиплікатор різниць, де сигнальна лінія віднімається від швидкості ціни. За результатами будується гістограма. Якщо графік перетинає зверху вниз свою сигнальну лінію – це сигнал до продажу, якщо знизу вверх – сигнал до купівлі.

Метод рухливого середнього значення конвергенції-дивергенції доцільно використовувати для оцінки швидкості впливу регуляторів макроекономічного розвитку національного господарства на темпи економічного розвитку держави.

43. Індекс негативного обороту (NVI) – розроблений П. Дизаром [45, 107], сумує зміни у ціні в періоди падіння обороту і може бути порахований у будь-які інтервали: хвилини, години, дні, місяці, роки, тощо. Якщо попередній



оборот є меншим або більшим за поточний, то його відсоткове значення зміни визначається за наростаючим підсумком.

44. Плаваючий тижневий індекс (RWI) – розраховується керуючись теорією випадкового блукання, суть якої полягає у тому, що ціни рухаються виключно хаотично. Плаваючий тижневий індекс є комбінацією індикаторів “перекупленості-перепроданості”, описаних раніше.

45. Ранговий індикатор діапазону (TRI) – це аналітичний інструмент виміру волабільності, запропонований Дж.Вайнбергом [45] у 1995 році, що дозволяє отримувати прибуток при роботі із розширеними нормалізованими ціновими діапазонами, що діють всередині довгострокового тренду. Обчислення цього індикатору є достатньо складним і воно закладено в пакет прикладних програм MetaStock<sup>®</sup>, що суттєво спрощує його практичне використання. Він дозволяє визначити моменти прискорення короткострокової волабільності ціни всередині довгострокового тренду на основі гіпотези про те, що розширення середнього розміру щоденного діапазону між максимумом та мінімумом ціни вказує на закінчення періоду консолідації ринку в горизонтальному ціновому діапазоні і початку нового тренду ціни.

46. Індекс відносної сили (RSI) – є моментум-індикатором ціни, що було розроблено Дж.У. Уайдлером-молодшим у 1978 році [45], який розраховується у такий спосіб:  $RSI = 100 - 100 : (1 + RS)$ , де RS – це відношення експоненційної ковзаючої середньої приростів ціни за n періодів до абсолютного значення експоненційної ковзаючої середньої за n періодів. Цей індикатор не порівнює один вид цінного паперу з іншим, так само не порівнює різні цінні папери в межах одного їх виду. Сутність індикатора відносної сили полягає у визначенні швидкості зміни ціни. Він може бути розрахований для великої кількості n, від хвилини до десятиліть. Його результати можна інтерпретувати так: якщо 5-денний індикатор відносної сили менше 30, це є сигналом до купівлі, а якщо ж він є більшим за 70 – це сигнал до продажу.

47. Індекс відносної гнучкості (RVI) – було запропоновано Д.Дорсі у 1995 році [45], він вимірює напрямок зміни волатильності (гнучкості) цін та використовується у якості фільтру для підтвердження чи спростування інших моментум-індикаторів. Його розрахунок дещо нагадує розрахунок індексу відносної сили, лише з тією відмінністю, що тут вимірюється не абсолютні зміни у цінах, а стандартні відхилення таких змін. Тому його розкид від 0 до 100 пунктів. Цей індикатор було створено для визначення напрямку руху волатильності, і він може суттєво покращити результати застосування інших моментум-індикаторів при оцінці у прийнятті рішень до купівлі чи продажу. Якщо його значення перевищує 50, це є підтвердженням сигналу до купівлі, а якщо він є меншим за 50 – підтвердженням сигналу до продажу.

48. Індекс протидії Меррілла – запропонований А.А. Мерріллом [45, 107], і дозволяє виміряти різницю між протидією стрибку показника униз та протидією стрибку показника уверх. Під “протидією” розуміється такий оборот, який є необхідним для зміни промислового індексу Доу-Джонса на один пункт. Індекс протидії Меррілла розраховується у такі послідовні 10 етапів: 1) збираються дані про ціни на промисловий індекс Доу-Джонса та обороти на кожну годину торгів; 2) розраховують чисту зміну цін (у пунктах) на промисловий індекс Доу-Джонса за кожну годину; 3) позитивні значення, отримані на етапі 2, сумують; 4) оборот годин, які дали позитивний результат, також сумують; 5) просумовані позитивні зміни за тиждень ділять на позитивні обороти за тиждень; 6) повторюються етапи 3, 4 та 5 для виміру негативних значень; 7) супротив зростання, розрахований на етапі 5, вираховують із супротиву падіння, розрахованого на етапі 6; 8) чистий супротив, отриманий на етапі 7, згладжується за допомогою експоненційної ковзаючої довжиною у 13 тижнів, таким чином отримується індекс протидії; 9) якщо значення індексу протидії, отриманого на етапі 8, є нижчим за 67%, це означає “перекупленість” ринку; 10) якщо значення індексу протидії, отриманого на етапі 8, є вищим за 67%, це означає “перепроданість” ринку.

49. Альтернативний мультиплікатор – це зважений у часі моментум-мультиплікатор, представлений громадськості Л. Вільямсом [45, 107], для розрахунку якого використовують зважені за часом суми трьох різних мультиплікаторів, кожен з яких розраховується шляхом ділення зміни ціни на їх суму, але розраховуються вони за різні періоди – короткотермінові, середньострокові та довгострокові. Перш, ніж розраховуються ці три мультиплікатори, визначається щоденний тиск під час трьох періодів часу: за 7 днів, 14 днів та за 28 днів. Потім отримані суми тиску ділять на їх реальні діапазони (тиск покупки ділиться на суму тисків покупки та продажів). Отриманий результат зажується на 1, на 2 та на 4. Сигналом до “перепроданості” є значення індексу нижче 30, а до “перекупленості” ринку – індекс більше за 30.

50. Індикатор волатильності Чайкіна – розроблений М. Чайкіним [45, 107], і вимірює згладжену швидкість різниці між максимальною та мінімальною цінами. Для його визначення спочатку отримують різницю між максимумом та мінімумом, а потім розраховують 10-денне експоненційне ковзаюче середнє для такої різниці. Потім визначають темпи зміни такої середньої у відсотках. Використовують індикатор Чайкіна для порівнянь його з індексом Доу-Джонса, коли індекс Чайкіна є нижчим за нуль, це ознака падіння волатильності, і, навпаки, якщо індекс більший за нуль – волатильність висока.

51. Мультиплікатор Клінгера (КО) розроблений Дж. Клінгером [45, 107], і розраховується у такі 7 етапів: 1) обчислюється середня щоденна ціна шляхом ділення суми максимальної, мінімальної ціни та ціни закриття на 3; 2) якщо поточна середня ціна є вищою за середню ціну попереднього дня, таку різницю між ними записують із знаком “+”; 3) якщо поточна ціна є нижчою за середній її минуло денний показник, то різницю між ними записують із знаком “-”; 4) вираховується експоненційна ковзаюча середня за етапами 2 та 3 із довжиною у 34 періоди; 5) вираховується експоненційна ковзаюча середня за етапами 2 та 3 із довжиною у 55 періодів; 6) різниця між етапами 4 та 5 зображується графічно; 7) різницю згладжують на 13 періодів і теж зображують графічно. Якщо поточна ціна

перевищує середню ціну, отриману таким чином, це свідчить про накопичення капіталу, якщо ж навпаки – це свідчить про розподіл капіталу.

52. Внутрішньо-балансовий рівень (OVB) – розроблений Дж.Е. Гренвіллом [45, 107], і заснований на даних стосовно ціни та обороту, який підтверджує лінію тренду. Його значення підраховують так: якщо сьогоднішня ціна закриття є більшою за вчорашню, щоденний оборот записують із знаком “+”, якщо ж навпаки – то із знаком “-”. Щоденні значення складаються у куму, яку порівнюють із графіком ціни. Інтерпретують його для підтвердження чи спростування значень інших індикаторів, як, наприклад, сигналізують про “перекупленість” ринку.

Але ці базові технічні індикатори ринку Р.Колбі пропонував застосовувати виключно при здійсненні операцій на фінансовому ринку. Ми ж пропонуємо розширити перелік індикаторів ринку та запровадити їх використання для макроекономічного регулювання національного господарства. Для цього пропонуємо розроблену систему фінансових індикаторів соціально-економічного розвитку держави (далі ФІСЕР держави), де до вже всесвітньовідомих технічних індикаторів ринку Р. Колбі додамо такі групи індикаторів, які визначають рівень державних фінансів та макроекономічні показники розвитку.

Сукупність діагностик та оцінок соціально-економічного стану держави містить ряд інструментів, методів, методик, індикаторів, які визначають виокремлення держави у певний рейтинг за фінансовими показниками соціально-економічного розвитку. Основу будь-якої діагностики формують індикатори, які відображають соціально-економічний розвиток на різних його рівнях. Саме індикатори показують ступінь негативних чи позитивних екзогенних та внутрішніх впливів. Для визначення кола індикаторів, необхідних для проведення першого етапу діагностики макрофінансової стабільності країни, та на основі аналізу літературних джерел, надамо укрупнену класифікацію індикаторів соціально-економічного розвитку країни в табл. 2.3.

Таблиця 3.1 – Укрупнена класифікація індикаторів соціально-економічного розвитку держави

Класифікаційна ознака	Види індикаторів
Напрямок	Виробничий потенціал Фінансовий потенціал Інвестиційний потенціал Інноваційний потенціал Соціальний захист Кадровий потенціал тощо
Форма	Абсолютні індикатори Відносні індикатори
Сфера застосування	Індивідуальні індикатори Групові індикатори
Призначення	Прогнозні індикатори Фактичні індикатори
Зміст	Технологічні Економічні Фінансові Кадрові Виробничі Соціальні
Формалізація	Формалізовані Не формалізовані
Характер встановлення	Дискретні Інтервальні
Рівень визначення	Макроекономічні Макрофінансові Мезоекономічні Мезофінансові Мікроекономічні Мікрофінансові
Середовище	Екзогеновані Ендогеновані
Відображення	Кількісні Якісні

\* розроблено автором на основі аналізу літератури [307, 316]

При оцінці соціально-економічного розвитку країни полікритеріальним методом, необхідно визначити коло індикаторів, за якими буде проводитись діагностика. Коло індикаторів для різних країн буде іншим, тому розглянемо їх узагальнено. Тому ми не називаємо власне сам індикатор, а лише ті умови, вплив яких він має показати.

Позитивні сторони застосування розробленої автором методики визначення ФІСЕР держави:

1. Вивчення системи ФІСЕР ґрунтується на науковій систематизованій основі і дає можливість об'єктивно оцінити рівень соціально-економічного розвитку держави як інвестором, так і окремим аналітиком.
2. ФІСЕР є зручними для поточної оцінки ситуації на фінансових ринках країни, та стосовно сильних та слабких місць державної фінансової політики.
3. ФІСЕР дозволяють потенційним інвесторам приймати рішення на основі історичних прецедентів, дія яких була відображена у ФІСЕР, що вносить певну долю керованості можливих майбутніх результатів від вкладень в економіку тієї чи іншої держави.
4. ФІСЕР дозволяють економити час, для прийняття рішень не потрібно чекати десятиліття, а лише проаналізувати показники ФІСЕР за певний проміжок часу, необхідний для обґрунтування тенденційного впливу певного чинника.
5. ФІСЕР можуть бути використані для виявлення трендів на будь-якому часовому проміжку та для будь-яких фінансових операцій, особливо для визначення співвідношення ризик/прибуток при інвестиційних вливаннях в економіку країни.
6. Вони можуть бути використані для своєчасного виявлення негативних та передкризових тенденцій в економіці та фінансовій системі держави для уможливлення своєчасного реагування на критичні стани.
7. Порівнюючи з іншими методами прийняття рішень, метод ФІСЕР держави відрізняється можливістю виявити тенденції, провести кореляційний аналіз та виявити чинники як позитивних, так і негативних впливів . ФІСЕР дозволяють виявити зміни у трендах на основі даних будь-якого роду.
8. Для прийняття рішень розроблено та відпрацьовано основні етапи проведення аналізу ФІСЕР, які враховують навіть незначні зміни поведінки

індикаторів у минулому та дають можливість вірно передбачити їх можливу поведінку у майбутньому.

9. Розроблені та апробовані правила застосування ФІСЕР дають можливість інвестору приймати правильні рішення та вірно оцінювати можливі фінансові ризики від вкладень.
10. Майбутні стани фінансової системи не означають точне повторення її минулих станів, але, якщо ми знаємо як в тій чи іншій ситуації вели себе ФІСЕР, то можна передбачити їх схожу поведінку за схожих умов.
11. На відміну від інших методів передбачення фінансових наслідків, метод інтерпретації ФІСЕР є більш адаптивним та здатним до пристосування до кожної конкретної ситуації.
12. Застосування ФІСЕР є більш простим методом, ніж інвестиційні стратегії, які переповнені різноманітними математичними змінними та є дуже складними для розрахунків.
13. Навіть, якщо в результаті застосування ФІСЕР інвестор отримає негативний результат, він може лише відкинути той індикатор, який дав цей негативний результат та більше не працювати з цим “фіктивним” результатом, зосередивши увагу на інші індикатори.
14. ФІСЕР можна легко модифікувати для виконання тих чи інших завдань.
15. ФІСЕР допомагають зберегти та примножити капітал, але на відміну від інших фінансових стратегій, вони є більш зручними до застосування.
16. Вони показують найкраще співвідношення ризик/винагорода, ніж це могли б зробити будь-які інші фінансові стратегії.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. *Абрамов Л.М.* Математическое программирование / Абрамов Л.М., Капустин В.Ф. – М.:ЛГУ. - 1976. – 456 с.
2. *Автономов В.С.* Модель людини в буржуазній політичній економії від Сміта до Маршалла /Автомонов В.С.//Джерела. -1989.- № 1.- С. 204-219.
3. *Алексеев І.В.* Стратегії та регулювання інноваційного розвитку виробничо-господарських структур : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон. наук : спец. 08.02.03 [Електронний ресурс] / І.В.Алексеев. - НАН України. Ін-т екон. прогнозування. — К., 2002. — 33 с. — Режим доступу: <http://www.nbuv.gov.ua/ard/2002/02aivvgs.zip>
4. Аналітичні огляди України, 1991-2009 роки, сторінка “Аналітика” [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.fao.kiev.ua>
5. Антикризіві валютно-фінансові стратегії економічного зростання: досвід для України: [матеріали Міжвідом. наук.-теор. конф., 22 січ. 2007 р.] / [ред.: О.В. Плотніков]; Ін-т світ. економіки і міжнар. відносин НАН України. — К., 2007. — 103 с.
6. *Бабич Д.В.* Стратегічне регулювання стійкого функціонування і розвитку економічних систем : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон. наук: спец. 08.02.03 [Електронний ресурс] / Д.В. Бабич. - Наук.-дослід. екон. ін-т Мін-ва економіки та з питань європ. інтеграції України. — К., 2002. — 32 с. Режим доступу: <http://www.nbuv.gov.ua/ard/2002/02bdvres.zip>
7. *Белозерова В.А.* Уровни экономического развития регионов Украинской ССР и тенденции их сближения: автореф. дис. на соискание ученой степени к. географических наук / Белозерова В.А. – К. - 1972. – 23с.
8. *Белоусов А.Р.* Об использовании золотовалютных резервов для стимулирования инвестиций // Сайт экспертного канала “Відкрита економіка”. – Режим доступу: <http://www.opes.ru>.



9. *Бем-Баверк Е.* Основи теорії цінності господарських благ / Е. Бем-Баверк. М.:Л. - 1929. – 451 с. - С. IV.
10. *Бельський В.* Відновлення роботи будинкових комітетів – один із шляхів реформування житлово-комунального господарства / В.Бельський // Аспекти самоврядування: часопис українсько-американської програми „Партнерство громад”. - 2001. - №2(10). - С.22-25.
11. *Богачева О. В.* Бюджетные механизмы в мировой практике развития депрессивных и отсталых регионов / Богачева О. В. // Вопросы экономики. - 1996. - № 6. - С.100-112.
12. *Борейко В.І.* Державне регулювання соціально- економічного розвитку (теорія, методологія, проблеми) / Борейко Володимир Іванович / Національний ун-т водного господарства та природокористування. — Рівне : НУВГП, 2008. — 379с.
13. *Бородюк Н.* Шлях до комфорту: рух з обмеженням / Н.Бородюк // Аспекти самоврядування: часопис українсько-американської програми „Партнерство громад”. - 2001. - №2(10). – С.12-17.
14. *Борщ Людмила Михайлівна.* Стратегія інвестиційного зростання економіки в умовах ринкової трансформації : Дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон. наук: спец. 08.01.01 / Л.М. Борщ. - Київський національний ун-т ім. Тараса Шевченка. — К., 2003. — 491арк. — Бібліогр.: арк. 396-491.
15. *Борщ Л.М.* Інвестиції в Україні: Стан, проблеми і перспективи / Борщ Людмила Михайлівна. — К. : Знання, 2002. — 318с.
16. *Борщ Л.М.* Економічне зростання України: стан та чинники забезпечення: [Зб. наук. пр.] / Феодосійський держ. фінансово-економічний ін-т Міжнародного центру ринкових відносин та підприємництва; Центр "Ринок" / Людмила Михайлівна Борщ (ред.кол.), Скоромнюк М.О., Арзуманов Р.М., Ульман Є.М., Дем'яненкоП.В. — К. : Логос, 2003. — 619с.
17. *Боярчук Д.* Комплексна оцінка фіскальної стабільності в Україні [Текст] / Дмитро Боярчук, Анна Колесніченко, Вероніка Мовчан, Дмитро Науменко,

- Катерина Пількевич, Алла Кобилянська / Звіт CASE. – К.: CASE, 2008. – 67 с.
18. Бюджений Кодекс України : за станом на 03.08.2010р. / Верховна Рада України. - Відомості Верховної Ради України, 2001. - № 37-38;. - Відомості Верховної Ради України, 2009. - № 30.
  19. *Варналій З.* Державна регіональна політика потребує узгодженості дій / Варналій З. // Президентський вісник. - 14 квітня 2004 року. - №4.
  20. *Варченко О.М.* Економічний механізм формування і функціонування ринку цукру в Україні : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон. наук: спец. 08.07.02 [Електронний ресурс] / О.М. Варченко; НАН України. Держ. установа "Ін-т економіки та прогнозування". — К., 2005. — 39 с.
  21. *Василик Д.О.* Бюджетний механізм активізації економічного розвитку України : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук: спец. 08.04.01 / Д.О. Василик; Н.-д. фінанс. ін-т при М-ві фінансів України. — К., 2006. — 17 с.
  22. *Василик О.Д.* Теорія фінансів: [навчальний посібник] /за загальною ред. О.Д.Василика. - К.: ЦУЛ, 2005. - 480с.
  23. *Василик О.Д.* Державні фінанси України: [підруч. для студ. екон. спец. вищ. навч. закл.] / Василик Остап Дмитрович, Павлюк Клавдія Василівна/ Київський національний ун-т ім. Тараса Шевченка. — К. : НІОС, 2002. — 608с
  24. Веб-сайт Case-Україна. – Режим доступу: <http://www.case-ukraine.com.ua>.
  25. Веб-сайт Експертного каналу ОПЕС.RU. – Режим доступу: <http://www.opec.ru>.
  26. Веб-сайт United Nations Economic Commission for Europe. – Режим доступу: <http://w3-dev.unece.org/stat/stat.asp>.
  27. Веб-сайт UNSTAD. – Режим доступу: <http://www.unctad.org/templates>.
  28. Веб-сайт Президента України. – Режим доступу: <http://www.president.gov.ua>

29. Веб-сайт Державного комітету статистики України. – Режим доступу:  
<http://www.ukrstat.gov.ua>.
30. Веб-сайт Економічної експертної групи. – Режим доступу: <http://www.eeg.ru>.
31. Веб-сайт Європейської статистичної комісії. – Режим доступу:  
<http://epp.eurostat.ec.europa>.
32. Веб-сайт журналу “Нормативні акти України”. – Режим доступу:  
<http://www.nau.kiev.ua>.
33. Веб-сайт Інформаційного банківського порталу. – Режим доступу:  
<http://www.uabanker.net>.
34. Веб-сайт Міністерства фінансов Російської Федерації. – Режим доступу:  
<http://www.eeg.ru>.
35. Веб-сайт Міжнародного валютного фонду. – Режим доступу:  
<http://www.imf.org>.
36. Веб-сайт Міністерства економіки України. – Режим доступу:  
<http://www.me.gov.ua>
37. Веб-сайт Міністерства фінансів України. – Режим доступу:  
<http://www.minfin.gov.ua>
38. Веб-сайт електронної бібліотеки Open Library. – Режим доступу:  
<http://openlibrary.org>
39. Веб-сайт баз даних А.Меддісона Angus Maddison's Historical Dataseries. –  
Режим доступу: <http://www.ggdс.net/maddison>.
40. Веб-сайт Національного банку України. – Режим доступу:  
<http://www.bank.gov.ua>.
41. Веб-сайт Організації економічного співробітництва і розвитку (ОЕСР). –  
Режим доступу: <http://www.oecd.org>.
42. Веб-сайт баз даних економічного розвитку країн світу Complete databases  
OECD Stat Extracts. – Режим доступу: <http://stats.oecd.org>.
43. Веб-сайт Українського фінансового сервера. – Режим доступу:  
<http://www.ufs.kiev.ua>.

44. Веб-сайт Центра анализа данных ИИР ГУ-ВШЭ. – Режим доступу: <http://stat.hse.ru>.
45. Веб-сайт Енциклопедія технічних індикаторів ринку. – Режим доступу: <http://www.colby.org/home>.
46. Веб-сайт Statistical Analythic System (USA). – Режим доступу: <http://www.sas.org>.
47. Веб-сайт Центрального інформаційного агентства США (Central Intelligence Agency, CIA). – Режим доступу: <http://www.cia.gov>.
48. *Вінніков В.В.* Організаційно-економічний механізм комплексного розвитку морського транспорту України : автореф. дис. на здобуння наук. ступеня д-ра екон. наук : спец. 08.07.04 / В.В. Вінніков; НАН України. Ін-т пробл. ринку та екон.-екол. дослідж. — О., 2006. — 37 с.
49. *Воротін В.Є.* Формування системи державного регулювання національної економіки в умовах глобальних ринкових трансформацій : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра наук з держ. упр. : спец. 25.00.02 / В.Є.Воротін; Нац. акад. держ. упр. при Президентові України. — К., 2003. — 36 с.
50. Вплив кризи на основні сектори економіки та зовнішню торгівлю України: Наук.-аналіт. дослідж. / НАН України; Інститут економічного прогнозування / [В.М.Геєць наук.ред., В.О.Точилін наук.ред.] — К.- 1999. — 86с.
51. *Гальчинський А.С.*, Інноваційна стратегія українських реформ / Гальчинський А.С., Геєць В.М., Кінах А.К., Семиноженко В.П. — К. : Знання України, 2002. — 336с.
52. *Гальчинський А.* Стратегія економічного і соціального розвитку України (2004-2015 роки) "Шляхом європейської інтеграції" / Гальчинський А.С., Геєць В.М., Бабенко С.Г., Базилюк Я.Б., Буркинський Б.В. / Національний ін-т стратегічних досліджень; Ін-т економічного прогнозування НАН України / Віктор Федорович Янукович (заг.керівництво підгот.стратегії). — К., 2004. — 416с.

53. *Гильдебранд Б.* Nationalökonomie der Gegenwart und Zukunft, Bd 1 / [рус. пер.] — Политическая экономия настоящего и будущего. - М.: 1848; М.: 1960. – 112 с.
54. *Геєць В.М.* Нестабільність та економічне зростання / Геєць В.М. – К.: Ін-т економічного прогнозування. – 2000. – 22 с.
55. *Геєць В.* Інновативно-інноваційний шлях розвитку — модернізаційний проект розвитку української економіки і суспільства початку XXI століття / Геєць В.М. // Банківська справа. — 2003. — № 4. — С. 3—32.
56. *Геєць В.* Цінова конкурентоспроможність чи цінова стабільність: дуалізм політики економічного зростання / Геєць В.М. // Економіка і прогнозування, 2005– №4. – С.9-31.
57. *Геєць В.* Від кризи до росту. Концепції довгострокової промислової політики та економічного співробітництва України: [Методичні рекомендації] / Геєць В., Степанкова Т., Кваснюк Б., Кирєєв С., Гаврилюк О. / НАН України; Інститут економіки. — К., 1995. — 88с.
58. *Гетьман О.О.* Економічна діагностика: [навчальний посібник для студентів вищих навчальних закладів] / О.О. Гетьман, М.Шаповал. – К.: Центр навчальної літератури. - 2007. – 307 с.
59. *Гузинець-Мудрик О.* Житлово-комунальне господарство Калуша: шлях до реорганізації / О.Гузинець-Мудрик // Аспекти самоврядування: часопис українсько-американської програми „Партнерство громад”. - 2001. - №2(10). – С.31-35.
60. *Данілов О.Д.* Оптимізація бюджету регіону засобами математичного програмування та моделювання на прикладі м. Ірпінь / Данілов О.Д., Сунцова О.О. // Реформа міжбюджетних відносин: матеріали науково-практичної конференції. – Ірпінь, 1999. – С.208-211.
61. *Данілов О.Д.* Оптимізація дефіциту бюджету органів місцевого самоврядування в умовах ринкових перетворень / Данілов О.Д., Сунцова О.О. // Науковий вісник: Зб.

- наук. праць Українського фінансово-економічного інституту. – 2000. - №1. – С. 121 – 126.
62. *Данілов О.Д.* Проблеми та шляхи реформування місцевого оподаткування в Україні / Данілов О.Д., Сунцова О.О. // Фінанси. Облік. Банки.: Зб.наук.праць : Донецьк. – 2001. - №6.
63. Динаміка зростання та ризику нестабільності економіки України в 2008 році / Я.А. Жаліло [та ін.] ; за заг. ред. В.Є Воротіна. – К.: НІСД, 2008. – 108 с.
64. *Дем'юв О.* Місцеві бюджети США / Дем'юв О. // Економіка України. - 1995. - № 6. - С. 81-84.
65. *Денісон Э.* Анализ экономического роста США с 1929 по 1969 (Accounting for United States Economic Growth, 1929-69; 1974) / Эдвард Денісон . – М., 1987. – 452 с.
66. Державний комітет статистики України, сторінка “Аналітика” [електронний ресурс], 2004р, 2005р, 2006р, 2007р, 2008р, 2009 р. / Держкомстат України. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov>
67. Додатки UNICTAD [електронний ресурс] / UNICTAD / Режим доступу: <http://www.unctad.org>.
68. Духовні цінності в сучасному інформаційному суспільстві: Матеріали науково- практичної конференції / Національна академія управління; Центр перспективних соціальних досліджень Міністерства праці та соціальної політики України та НАН України / М.М. Єрмошенко (ред.кол.), Л.І. Буряк (упоряд.). — К. : Національна академія управління, 2007. — 128с.
69. *Дьомін Олег Олександрович.* Методологічні основи регулювання потенціалу економічного розвитку регіону : автореф. дис.на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.02.03 / Дьомін О.О. - Харківський національний ун- т ім. В.Н.Каразіна. — Х., 2004. — 21с.
70. Економічне зростання на засадах справедливості: Український погляд / Джон Хансен [ред.]. — 1-вид. — Вашингтон; К. : Світовий банк, 1999. — xv, 189 с.

- 71.Энциклопедический словарь Брокгауз Ф. и Эфрон И. в 86 книгах и 4 дополнениях. – 1860-1907.
- 72.*Едвардес У.* Ключові фінансові інструменти: [пер. з англ.]/ Едвардес У. – К.: Всеуито; Наукова думка, 2003. – 255 с.
- 73.*Євдокимова Д.М.* Державне регулювання економічного розвитку : автореф. дис.на здобуття наук. ступеню канд. екон. наук : спец. 08.01.01 / Євдокимова Д.М., Київський національний економічний ун-т. — К., 2002. — 20с.
- 74.*Єрмошенко М.М.* Проблеми державного регулювання інноваційного розвитку підприємств і шляхи їх розв'язання / Єрмошенко Микола Миколайович // Актуальні проблеми економіки. – 2010. - №3. – С. 45-54.
- 75.*Єрмошенко М.М.* Аналіз і оцінка інвестиційних проектів: [навч. посіб.] / Єрмошенко Микола Миколайович, Плужников Ігор Олександрович / Національна академія управління. — К., 2004. — 155с.
- 76.*Єрмошенко М.М.* Економічні та організаційні засади забезпечення фінансової безпеки підприємства: [Препр. наук. доп.] / Єрмошенко Микола Миколайович, Горячева Кіра Сергіївна, Ашуєв Андрій Миколайович, Національна академія управління / Микола Миколайович Єрмошенко (наук.ред.). — К., 2005. — 77с.
- 77.*Єрмошенко М.М.* Засади формування бюджетної політики держави / Національна академія управління / Микола Миколайович Єрмошенко (наук.ред.), Сергій Аркадійович Єрохін, Ігор Олександрович Плужников, Людмила Миколаївна Бабич, Алла Михайлівна Соколовська. — НАУ, 2003. — 284с.
78. *Єрмошенко М.М.* Фінансова складова економічної безпеки: держава, підприємство : [монографія] / Єрмошенко Микола Миколайович, Горячева Кіра Сергіївна, Національна академія управління. — К. : Національна академія управління, 2010. — 232с.

79. *Єрмошенко М.М.* Комерційна діяльність посередницьких організацій: [навч. посіб.] / Єрмошенко Микола Миколайович, Національна академія управління. — К. : НАУ, 2003. — 345с.
80. *Єрмошенко М.М.* Менеджмент: [навч. посіб.] / Єрмошенко Микола Миколайович, Єрохін Сергій Аркадійович, Стороженко Олег Анатолійович, Національна академія управління. — К.: НАУ, 2006. — 656с.
81. *Єрмошенко М.М.* Механізм розвитку інноваційного потенціалу кластерооб'єднаних підприємств: [монографія] / Єрмошенко Микола Миколайович, Ганущак-Єфіменко Людмила Михайлівна. — К. : Національна академія управління, 2010. — 236с.
82. *Єрмошенко М.М.* Організаційно-економічні аспекти інноваційного оновлення національного господарства: [монографія] / Національна академія управління / Микола Миколайович Єрмошенко (наук.ред.), Сергій Аркадійович Єрохін (наук.ред.), Шандра Володимир Миколайович, Гуменюк Олег Іванович, Варфоломєєва Віра Олександрівна — К., 2008. — 216с.
83. *Єрмошенко М.М.* Сучасні проблеми розвитку національної економіки і шляхи їх розв'язання: [колективна наукова монографія] / Єрмошенко Микола Миколайович, Азьмук Любов Анатоліївна та ін. / Микола Миколайович Єрмошенко (наук.ред.). — К.: Національна академія управління, 2008. — 452с.
84. *Єфіменко Т.І.* Податкове регулювання економічного розвитку : дис.на здобуття наук. ступеня д-ра екон. наук : спец. 08.02.03 / Єфіменко Т.І. - Національна академія держ. управління при Президентіві України. — К., 2003. — 487арк.
85. *Єфіменко Т.І.* Механізми перерозподілу фінансових ресурсів як важіль визначення податкового потенціалу: [Монографія]. / Єфіменко Т.І. — Дніпропетровськ: ДУЕП, 2002. — 272 с.



86. *Жаліло Я.* Економічна стратегія держави: теорія, методологія, практика. — К.: НІСД, 2003. — 368 с.
87. *Загорна Т.О.* Економічна діагностика: [навчальний посібник] / Т.О.Загорна. — К.: Центр учбової літератури, 2007. — 400 с.
88. Закон України “Про державне прогнозування та розроблення програм економічного і соціального розвитку України” № 1602-III, 23.03.2000 // Відомості Верховної Ради України (ВВР), 2000. - № 25. - ст.195.
89. Закон України “Про державні цільові програми” № 1621-IV, 18.03.2004 // Відомості Верховної Ради (ВВР), 2004. - № 25. - ст.352.
90. Закон України “Про Національний банк України” (зі змінами і доповненнями) // Голос України, 1999. — № 112.
91. Закон України “Про валютне регулювання і валютний контроль в Україні” [Електронний ресурс] // офіційний веб-сайт Верховної Ради України. — Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>
92. Закон України “Про зовнішньоекономічну діяльність” (зі змінами і доповненнями) [Електронний ресурс] // офіційний веб-сайт Верховної Ради України. — Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>
93. *Занфіров В.А.* Державне регулювання соціально-економічного розвитку регіону: дис. на здобуття наук. ступ. канд. наук з держ. упр. : спец. 25.00.02 / Занфіров В.А. - Гуманітарний ун-т "Запорізький ін-т держ. та муніципального управління". — Запоріжжя, 2006. — 188арк.
94. *Запатріна І.В.* Бюджетне регулювання економічного зростання: автореф. дис. на здобуння наук. ступеня д-ра екон. наук : спец. 08.00.08 / І.В.Запатріна; Н.-д. фін. ін-т Акад. фін. упр. М-ва фінансів України. — К., 2008. — 32 с.
95. *Запатріна І.В.* Бюджетний механізм економічного зростання: [монографія] / І.В. Запатріна; Ін-т соц.-екон. стратегій. — К., 2007. — 528с.
96. Звіт UNCTAD [електронний ресурс] / UNCTAD. — Режим доступу: <http://www.unctad.org/Templates/>

97. *Зеленова Т.* Найкращі практики Бердянська в реформуванні житлового господарства / Т.Зеленова // Аспекти самоврядування: часопис українсько-американської програми „Партнерство громад”. - 2001. - №2(10). – С.35-36
98. *Іванов Ю.Б.* Проблеми державного регулювання економічного розвитку підприємств та організацій / Юрій Борисович Іванов (заг.ред.), Майя Степанівна Дороніна, Клавдія Іванівна Мельникова, Людмила Йосипівна Аведян, Лариса Юріївна Гордієнко— Х. : ХНЕУ, 2004. — 404с.
99. *Капелюшников Р.И.* Економічна теорія прав власності / Капелюшников Р.И. - М.: ИМЭМО, 1990. – 456с. - С. 28-37
100. *Карімов Г.І.* Регулювання соціально-економічного розвитку регіону з використанням комплексних індикаторів: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.00.05 / Карімов Г.І. - Державний вищий навчальний заклад "Придніпровська держ. академія будівництва та архітектури". — Д., 2009. — 18с.
101. *Кейнс Дж. М.* Трактат про грошову реформу. Загальна теорія зайнятості, процента та грошей: [Реферат-дайджест] / Асоціація українських банків: Вершини економічної думки / В.М. Фещенко (референт- уклад.). — К., 1999. — 189с.
102. *Кирей В.* Камені спотикання комунальників / В.Кирей // Урядовий кур'єр. - 5 лютого 2004 р. - № 22. – С. 15.
103. *Кириленко О.П.* Фінанси (Теорія та вітчизняна практика): [Навч. посібник] /О.П.Кириленко. - Тернопіль: Економічна думка, 2000. - 424с.
104. *Крамаренко Г.О.* Організаційно-економічний механізм управління житлово-комунальним комплексом : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон. наук : спец. 08.06.01 [Електронний ресурс] / Г.О.Крамаренко; НАН України. Ін-т економіки пром-сті. — Донецьк, 1998. — 36 с.
105. *Ковальчук С.В., Форкун І.В.* Фінанси. [навч. посібник] / Ковальчук С.В., Форкун І.В. – Львів: “Новий світ- 2000”. - 2006. – 568 с.

106. *Козюк В.* Валютні резерви в глобальних умовах // Фінанси України. — 2007. — № 2. — С. 127—137.
107. *Колби Р.* Энциклопедия технических индикаторов рынка / Роберт Колби; [пер. с англ. А.И.Ливензон]. — М.: “Альпина Бизнес Букс”, 2004. — 837 с.
108. Концепція державної регіональної політики: Указ Президента України, 25 травня 2001 р. [Електронний ресурс] // Офіційний сайт Президента України. — Режим доступу:  
[www.president.gov.ua/offiedocuments/82563326.htm](http://www.president.gov.ua/offiedocuments/82563326.htm)
109. *Кораблін С.* Інфляційні орієнтири // Дзеркало тижня 18—24 Березня 2006. — № 10 (589). — С. 12-18.
110. *Костирко Л.А.* Діагностика потенціалу фінансово-економічної стійкості підприємства : [монографія] / Л.А.Костирко. — [2-ге вид., переробл і доп.] — Х.: Фактор. - 2008. — 336 с.
111. *Кофлан В.М.* Правове регулювання місцевих податків та зборів в Україні : [монографія] / Кофлан В.М. — Ірпінь: НАДПСУ.- 2004.- 176 с.
112. *Кравченко В. І.* Фінанси місцевого самоврядування України: проблеми становлення (1989-2001) / Кравченко В. І. — К.: Видавничий дім “КМ Academia”, 2001. — 460 с.
113. *Кравченко В. І.* Фінанси місцевих органів влади: [монографія] / Кравченко В. І. - Нац. ін-т стратегічних досліджень.— К., 1996.— 106 с.
114. *Крайник О.П.* Система механізмів регулювання регіонального економічного розвитку: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон. наук : спец. 08.00.03 [Електронний ресурс] / О.П. Крайник; Акад. фінанс. упр., Наук.-дослід. фінанс. ін-т. — К., 2009. — 35 с. — Режим доступу:  
<http://www.nbuv.gov.ua/ard/2009/09koprer.zip>
115. *Крисоватий А.І.* Податкова політика України: концептуальні засади теорії та практики: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон. наук :

- спец. 08.04.01 / А.І. Крисоватий; Терноп. держ. екон. ун-т. — Т., 2006. — 32 с.
116. *Крупка М.І.* Фінансово-кредитний механізм інноваційного розвитку економіки України: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон. наук : спец. 08.04.01 / М.І. Крупка; Київ. нац. ун-т ім. Т.Шевченка. — К., 2003. — 40 с.
117. *Крючкова І. В.* Структурні чинники розвитку економіки України. — К.: Наукова думка, 2004. — 317 с.
118. *Кузьмін О.Є.* Контролювання та регулювання економічного розвитку підприємства: проблеми, методологічні та прикладні аспекти: [монографія] / Кузьмін Олег Євгенович, Князь Святослав Володимирович, Шпак Нестор Омелянович, Новицький Віталій Андрійович. - Національний ун-т "Львівська політехніка". — Л.: Видавництво Національного ун-ту "Львівська політехніка", 2006. — 148с.
119. *Лист Ф.* Национальная система политической экономии / [пер. А . Э. Мертенс]. - СПб.:. — 1891
120. Лекції Тревора Свана у Crawford School of Economics & Government [електронний ресурс] / Trevor Swan. — Режим доступу: [http://www.crawford.anu.edu.au/media/Swan\\_lectures.php](http://www.crawford.anu.edu.au/media/Swan_lectures.php)
121. *Луніна І.О.* Державні фінанси та реформування міжбюджетних відносин / Луніна І.О. — К., НВП “Видавництво “Наукова думка” НАН України, 2006. — 432 с.
122. *Львовчкін С.В.* Макрофінансова стабілізація в Україні у контексті економічного зростання : автореф. на здобуття наук. ступ. д-ра екон. наук : спец. 08.00.08 / Львовчкін С.В. — Київ, 2004 — с.26.
123. *Макаренко М.І.* Стратегія інфляційного таргетування в грошово-кредитній політиці держави: Монографія / М.І. Макаренко, І.І. Д’яконова, Ф.О. Журавка та ін.— Суми: ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2008.— 108 с.

124. *Макаренко М.І.* Система трансфертного ціноутворення в комерційних банках: [монографія] / Макаренко М.І., Савченко Т.Г. – Суми: ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2008. – 238 с.
125. *Макаренко М.І.* Глобалізаційні ризики для монетарної сфери України / Макаренко М.І. // Стратегія соціально-економічного розвитку України та пріоритети грошово-кредитної політики: Матеріали науково-практичної конференції.- К.: НБУ, 2007.- С.154-160.
126. *Макаренко М.І.* Процентна політика Національного банку України в контексті глобалізаційних викликів / Макаренко М.І. // Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України. Фінансовий ринок України: глобалізація та євроінтеграція [Збірник наукових праць] / НАН України. Ін-т регіональних досліджень; Редкол.: Відп. ред. Є.І.Бойко. – Львів, 2008. – Вип. 1 (69) .- С.287-292.
127. Малі підприємства в Україні у 2009 році : [Статист. зб.] / Держкомстат України. — К., 2010. — 207 с.
128. Маржинальний міжнародний аналітичний огляд “CEE Quarterly 04/2009”. – Vienna: UniCredit Bank Australia AG. – 2009. – 457 с.
129. *Маршалл А.* Принципи економічної науки / Маршалл А. — К. : АДС "УМКЦентр", 2001. — 216 с.
130. *Меламед М.* Відтворювальна структура ВВП та її вплив на економічний розвиток України / Меламед М. // Вісник НБУ. — 2005. — № 12. — С. 8—17.
131. Міністерство фінансів України. Статистичний збірник “Бюджет України за 2000 рік” / Парнюк В.О. – К.: МФУ, 2001. – 312 с
132. Міністерство фінансів України. Статистичний збірник “Бюджет України за 2001 рік” / Парнюк В.О. – К.: МФУ, 2002. – 308 с
133. Міністерство фінансів України. Статистичний збірник “Бюджет України за 2002 рік” / Парнюк В.О. – К.: МФУ, 2003. – 302 с

134. Міністерство фінансів України. Статистичний збірник “Бюджет України за 2003 рік” / Парнюк В.О. – К.: МФУ, 2004. – 301 с
135. Міністерство фінансів України. Статистичний збірник “Бюджет України за 2004 рік” / Парнюк В.О. – К.: МФУ, 2005. – 305 с
136. Міністерство фінансів України. Статистичний збірник “Бюджет України за 2005 рік” / Парнюк В.О. – К.: МФУ, 2006. – 307 с
137. Міністерство фінансів України. Статистичний збірник “Бюджет України за 2006 рік” / Парнюк В.О. – К.: МФУ, 2007. – 304 с
138. Міністерство фінансів України. Статистичний збірник “Бюджет України за 2007 рік” / Парнюк В.О. – К.: МФУ, 2008. – 301 с
139. Міністерство фінансів України. Статистичний збірник “Бюджет України за 2008 рік” / Парнюк В.О. – К.: МФУ, 2009. – 300 с.
140. Місцеві фінанси України: [Навч. посіб]. – К.: Т-во „Знання”, КОО, 1999. – 487 с.
141. *Михайличенко А. О.* Соціально-економічний розвиток регіону та його ресурсне забезпечення (на матеріалах Чернігівської області) : дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.10.01/ Михайличенко Алла Олексіївна. - К, 2006. – 180арк.
142. *Мишкин Фредерик С.* Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков / Mishkin F.S. - The Economics of Money, Banking and financial market. — 7-е изд. — М.: “Вильямс”, 2006. — 880с.
143. *Могильний О.М.* Організаційно-економічний механізм державного регулювання аграрного виробництва у трансформаційний період : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон. наук : спец. 08.07.02 / О.М. Могильний; Ін-т аграр. економіки УААН. — К., 2003. — 38 с.
144. *Немченко Т.* Особливості Черкаського теплопостачання / Т.Немченко // Аспекти самоврядування: часопис українсько-американської програми „Партнерство громад”. - 2001. - №2(10). – С.25-31.

145. *Норт Д.* Інституції, інституційна зміна та функціонування економіки / Норт Д. – К.: Основи. - 2000. - 198 с.
146. *Олійник О.В.* Розвиток економічного аналізу в умовах інституційних змін: теорія, методологія, організація: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон. наук : спец. 08.00.09 [Електронний ресурс] / О.В. Олійник; Держ. акад. статистики, обліку та аудиту Держкомстату України. — К., 2009. — 36 с. — Режим доступу: <http://www.nbuv.gov.ua/ard/2009/09oovtmo.zip>
147. *Опарін В.М.* Фінансова система України: Теоретико-методологічні аспекти / Опарін В.М. - Київський національний економічний ун-т. — К.: КНЕУ, 2005. — 239с.
148. *Орлатий М.К.* Соціальна сфера села та економічний механізм регулювання її розвитку : автореф. дис. на здобуття наук. ступеню д-ра екон. наук : спец. 08.02.03 [Електронний ресурс] / М.К. Орлатий; Ін-т аграр. економіки УААН. — К., 1999. — 39 с. — Режим доступу: <http://www.nbuv.gov.ua/ard/1999/99omkmrr.zip>
149. *Осташко Т.О.* Інституціонально-структурні трансформації аграрного сектора: моніторинг, оцінка, регулювання : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон. наук : спец. 08.02.03 / Т.О. Осташко; НАН України. Ін-т екон. прогнозування. — К., 2004. — 32 с.
150. Офіційний сайт Міністерства фінансів України, аналітичні сторінки [Електронний ресурс] / Міністерство фінансів України. - Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua>
151. *Павлюк К.В.* Бюджет в умовах трансформації економіки України : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон. наук : спец. 08.00.08 / К.В. Павлюк; Н.-д. фін. ін-т при М-ві фінансів України. — К., 2007. — 40с.
152. *Паламарчук М.М.* Экономическая география Украинской ССР с основами теории / Паламарчук М.М. – К.: Радянська школа, 1977. – 312 с.

153. *Папаїка О.О.* Організація розподільчої економічної системи держави : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон. наук : спец. 08.02.03 / О.О. Папаїка; Донец. держ. ун-т економіки і торгівлі ім. М.Туган-Барановського. — Донецьк, 2006. — 35 с.
154. *Пасічник Ю.В.* Бюджетне регулювання економічного зростання в Україні : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон. наук : спец. 08.04.01 / Ю.В. Пасічник; НАН України. Ін-т економіки пром-сті. — Донецьк, 2006. — 32 с.
155. *Пилипів В.В.* Бюджетне фінансування соціально-економічного розвитку регіонів України: [монографія] / В.В. Пилипів. - Рада по вивч. продукт. сил України НАН України. — К., 2007. — 228 с.
156. *Позднякова Л.О.* Соціально-економічна модель розвитку залізничного транспорту України : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон. наук : спец. 08.02.03 [Електронний ресурс] / Л.О. Позднякова; Харк. нац. ун-т ім. В.Н.Каразіна. — Х., 2002. — 30 с. — Режим доступу: <http://www.nbuv.gov.ua/ard/2002/02ploztu.zip>
157. Постанова Верховної ради України “Про доповідь Президента України "Про основні засади економічної та соціальної політики” № 216/94-ВР, 19.10.1994 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon.nau.ua/doc/?code=216/94-%C2%D0>
158. Постанова Президії Верховної Ради України “Про орієнтовний перелік законодавчих актів щодо правового забезпечення економічних реформ” № 212/94-ПВ, 14.11.1994 [Електронний ресурс] // ВРУ . — Режим доступу: [http://zakon.nau.ua/doc/?doc\\_id=377398](http://zakon.nau.ua/doc/?doc_id=377398)
159. Про підсумки діяльності Держпідприємництва України щодо вирішення проблем соціально-економічного розвитку України за 2003рік.— К.:Держ.ком.України з питань регуляторної політики та підприємництва, 2004. — 20 с.



160. Проблеми української економіки: внутрішні суперечності чи результат світової фінансової кризи? : [матеріали експертної дискусії], 17 жовт. 2008 р. / за заг. ред. В. Є. Воротіна, Я. А. Жаліла. – К. : НІСД, 2008. – 48 с.
161. Прогнозування і розробка програм: Методичний посібник / За ред. В. Ф. Беседіна; Мін. економіки України НДЕІ. — К: Науковий світ, 2000. – 102с.
162. *Прушківський В.Г.* Методологія реструктуризації промисловості в умовах розвитку економіки регіону : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон. наук : спец. 08.00.05 / В.Г. Прушківський; НАН України, Рада по вивч. продукт. сил України. — К., 2009. — 39 с.
163. *Рикардо Д.* Начала политической экономии / Рикардо Д. // классика экономической мысли. –ЭКСМО-ПРЕСС, 2000. — 896 с.
164. *Романюк О.П.* Сучасна економічна теорія і стабілізаційні моделі у відкритому суспільстві / Романюк О.П., Кілієвич О.І., Юрчишин В.В., Мертенс О.В. – К.: Вид-во УАДУ при Президентові України. – 1998. - 332 с.
165. Розпорядження Кабінету Міністрів України “Про схвалення Концепції вдосконалення системи прогнозних і програмних документів з питань соціально-економічного розвитку України” № 504-р, 4 жовтня 2006 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://zakon.nau.ua/doc/?doc\\_id=405127](http://zakon.nau.ua/doc/?doc_id=405127)
166. Русская электронная экономическая библиотека - Англия, Теория, Экономисты [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://orel.rsl.ru/book/6.html>
167. *Савченко В.Ф.* Методологічні засади розроблення програм соціально-економічного розвитку на регіональному рівні : автореф. дис. на здобуття наук. ступеню д-ра екон. наук : спец. 08.00.03 / В.Ф.Савченко; Н.-д. екон. ін-т. — К., 2007. — 40 с.
168. *Савченко В.Ф.* Програмне регулювання соціально-економічного розвитку на регіональному рівні / Савченко Володимир Федорович. — Чернігів : Чернігівські обереги, 2007. — 516с.

169. *Сантаян Дж.* Жити разума / Джордж Сантаян. – 1906. - 254 с
170. *Сацук В.І.* Антициклічне регулювання за умов глобалізації : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.01.01 / В.І. Сацук; Київ. нац. екон. ун-т ім. В.Гетьмана. — К., 2006. — 18 с.
171. *Селигмен Б.* Основные течения современной экономической мысли [пер. с англ.] / Селигмен Б. - М., 1968, - 408 с. гл. 7, § 5, 7
172. *Семикіна М.В.* Соціально-економічна мотивація конкурентоспроможності у сфері праці : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон. наук : спец. 08.09.01 [Електронний ресурс] / М.В. Семикіна; НАН України. Ін-т демографії та соц. дослідж. — К., 2004. — 36 с. — Режим доступу: <http://www.nbuv.gov.ua/ard/2004/04smvksp.zip>.
173. *Сенчагов В.К.* Финансовый механизм и его роль в повышении эффективности производства / Сенчагов В.К. - М.: Финансы, 1979. - 415с.
174. *Сіденко С.В.* Розвиток систем соціального захисту в умовах глобалізації економіки : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон. наук : спец. 08.05.01 [Електронний ресурс] / С.В. Сіденко; НАН України. Ін-т світ. економіки і міжнар. відносин. — К., 1999. — 30 с. — Режим доступу: <http://www.nbuv.gov.ua/ard/1999/99ssvuge.zip>
175. *Скрипник А.В.* Моделювання податкової політики у трансформаційній економіці : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон. наук : спец. 08.03.02 / А.В. Скрипник; Київ. нац. екон. ун-т. — К., 2004. — 32 с.
176. *Скрипник А.В.* Трансферти субсидії та питання оптимальності розподілу коштів між державними та місцевими бюджетами на прикладі формування бюджету АР Крим / Скрипник А.В., Беляєв В.В // Фінанси і контроль. – 2004. - № 2. – С. 39-44.
177. *Смит Адам* Игра на деньги: пер. с англ./ Смит Адам, М.Вершковский (пер.).—3-е изд.—М.:Альпина Бизнес Букс,2007.— 267с.
178. *Смит Адам.* Биржа - игра на деньги / М. Вершовский (пер.с англ.). — М. : Альпина Паблишер, 2001. — 285с.

179. *Смит Адам* Исследование о природе и причинах богатства народов / Смит А., Афанасьев В.С. (пер.с англ.). — М.: Эксмо, 2007. — 957с
180. Социально-экономическое развитие Украины и ее регионов: проблемы науки и практики: [Монография] / под ред. д-ра экон. наук, проф. Пономаренко В.С., д-ра экон.наук, проф. Кизима Н.А., д-ра экон.наук, проф. Раевневой Е.В.. — Х.: ФПЛ Либуркина Л.М.; ИД “ИНЖЕК”. - 2009. — 464 с.
181. Статистика Національної наукової фундації США [Електронний ресурс] / Національна фундація США. — Режим доступу: <http://www.nsf.gov/statistics>
182. *Стиглиц Д.Ю.* Глобализация: тревожные тенденции / Стиглиц Джозеф Юджин, Г.Г.Пирогов (пер.с англ.). — М.: Национальный общественно-научный фонд, 2003. — 304с.
183. Стратегії економічного розвитку в умовах глобалізації : [монографія] / За ред. Д. Г.Лук'яненка. — К.: КНЕУ, 2001. — 538 с.
184. *Сунцова О.О.* Вплив рівня фіскальної децентралізації на ВВП та доходну частину місцевих бюджетів / Сунцова Олеся Олександрівна // Актуальні проблеми економіки: науковий економічний журнал. — К.: Національна академія управління. - 2002. — №2.- С.32-36.
185. *Сунцова О.О.* Оптимизация налоговых поступлений в местные бюджеты с учетом налоговоспособности региона методами моделирования и прогнозирования / Сунцова Олеся Олександрівна // Становление местного самоуправления в посткоммунистическом обществе: Материалы международного симпозиума. — Саратов. - 2000. — С.72-76.
186. *Сунцова О.О.* Вплив рівня фіскальної децентралізації на ВВП та доходну частину місцевих бюджетів / Сунцова Олеся Олександрівна// Актуальні проблеми економіки: науковий економічний журнал. — К.: Національна академія управління. - 2002. — №2.- С.32-36.
187. *Сунцова О.О.* Моделювання оптимальної структури доходів місцевих бюджетів в умовах бюджетної децентралізації / Сунцова Олеся

- Олександрівна // Актуальні проблеми економіки: науковий економічний журнал. – К.: Національна академія управління, 2004. - №2. – С.96-104.
188. *Сунцова О.О.* Особливості реформування комунального сектору в умовах української моделі самоврядування / Сунцова Олеся Олександрівна // Актуальні проблеми економіки: науковий економічний журнал. – К.: Національна академія управління. - 2004. - №6. – С. 12-17.
189. *Сунцова О.О.* Бюджетна децентралізація як шлях до Євросоюзу / Сунцова Олеся Олександрівна, Скрипник Андрій Васильович // Економіст. – 2005. - №3. – С.26-29.
190. *Сунцова О.О.* Місцевий економічний розвиток: фінансовий аспект / Сунцова Олеся Олександрівна // Наукові записки Національного університету “Києво-Могилянська академія”. - Том 44, Економічні науки. – 2005. – С.71-75.
191. *Сунцова О.О.* Визначення ефективного рівня розподілу доходів місцевих бюджетів / Сунцова Олеся Олександрівна // Магістеріум. Магістерські програми Національного університету “Києво-Могилянська Академія”. – 2005. – випуск 18. – С. 72-77.
192. *Сунцова О.А.* Оптимизация акцизного налогообложения (на примере предприятий пищевой промышленности) / Сунцова Олеся Александровна, Коротун Владимир Иванович // Научный информационный журнал Бизнес Информ. - №9. – 2006. – с. 69-71.
193. *Сунцова О.О.* Фіскальна ємність регіонів як основа міжбюджетних відносин / Сунцова Олеся Олександрівна // Актуальні проблеми економіки. - №2 (68). - 2007. – с. 137-144.
194. *Сунцова О.О.* Состояние бюджетной децентрализации в Украине и ее влияние на социально-экономическое развитие регионов / Сунцова Олеся Олександрівна // Научный информационный журнал Бизнес Информ. -№3-4.-2007.-С.121-124.

195. *Сунцова О.О.* Международный опыт привлечения акционерного капитала: практика экономического развития корпораций / Сунцова Олеся Александрівна // Научный информационный журнал Бизнес Информ. - №5, т.2. – 2007.- С.23-26.
196. *Сунцова О.О.* Вплив акцизного оподаткування на ділову активність підприємств на ринку ЄС (на прикладі підприємств харчової промисловості) / Сунцова Олеся Александрівна, Коротун Володимир Іванович // Науковий вісник Національної академії державної податкової служби України. - №1(36). – 2007. – С. 67-75.
197. *Сунцова О.О.* Міжбюджетне фінансування та рівень соціально-економічного розвитку регіонів / Сунцова Олеся Александрівна // Науковий вісник Буковинської державної фінансової академії . - №8. – 2007. – С.157-164.
198. *Сунцова О.О.* Вплив фінансового розвитку банківської сфери на економічне зростання: теоретико-практичні аспекти / Сунцова Олеся Александрівна // Вісник Львівської комерційної академії, серія економічна, випуск 27. – 2007. – С. 61-65.
199. *Сунцова О.О.* Оптимізація місцевих податків і зборів та оцінка податкової конкуренції як чинники регіонального розвитку / Сунцова Олеся Александрівна // Актуальні проблеми економіки: науковий економічний журнал. - №12 (78).- 2007. – С.134-141.
200. *Сунцова О.О.* Теоретичне визначення максимально можливих темпів економічного зростання країни за умови підвищення податкової ставки / Сунцова Олеся Александрівна // Вісник Донецького державного університету економіки і торгівлі. - №3(35). – 2007. – С. 63-68.
201. *Сунцова О.О.* Моделювання надходжень від місцевих податків та зборів залежно від зміни величини податкових ставок / Сунцова Олеся Александрівна // Вісник Хмельницького національного університету: науковий журнал. - Т.2:Економічні науки. - №6. – 2007. - С.20-24.

202. *Сунцова О.А.* Значение прямых иностранных инвестиций для ускорения темпа экономического роста Украины / Сунцова Олеся Александровна, Бочи Ангела Карловна // Научный информационный журнал “Бизнес-Информ”, № 12 (1). - 2007. - С.65-68.
203. *Сунцова О.О.* Значення бюджетно-податкового планування для економічного зростання України / Сунцова Олеся Олександрівна // Науковий вісник університету ДПС України, № 4(39). – 2007. – С. 96-104.
204. *Сунцова О.О.* Оцінка податкової конкуренції як фактори регіонального розвитку / Сунцова Олеся Олександрівна // Вісник Донецького національного університету економіки і торгівлі імені Михайла Туган-Барановського. - №4/2 (36). – 2007. - С.66-71.
205. *Сунцова О.О.* Взаємозв'язок фінансового розвитку та продуктивної ефективності в умовах економічного зростання / Сунцова Олеся Олександрівна // Науковий вісник Буковинської державної фінансової академії. – випуск 1 (10), частина 1. – 2008. - С. 98-105.
206. *Сунцова О.О.* Ризики податкового планування на місцевому рівні та їх значення для соціально-економічного розвитку регіонів / Сунцова Олеся Олександрівна // Науковий вісник Академії муніципального управління, серія “Економіка”, збірник наукових праць науково-педагогічних працівників. – випуск 4, частина 2. – 2008. – С.109-114.
207. *Сунцова О.О.* Фінансовий розвиток та економічне зростання: теоретико-методологічні аспекти / Сунцова Олеся Олександрівна // Науковий вісник Буковинської державної фінансової академії: Збірник наукових праць. - Чернівці, Технодрук, 2008- Вип. 3(12) ч.1: Економічні науки. – С. 384-390.
208. *Сунцова О.О.* Методологічні та теоретичні засади фінансової науки: ретроспективний аналіз / Сунцова Олеся Олександрівна // Актуальні проблеми економіки, науковий економічний журнал. - 2009. - №3 (93). – С. 9-17.

209. *Сунцова О.А.* Детерминанты финансового механизма регулирования социально-экономического развития / Сунцова Олеся Александровна // Научный информационный журнал “Бизнес-Информ”. - № 4 (1). - 2009. - С.122-125.
210. *Сунцова О.О.* Фінанси та економічне зростання: теоретичні аспекти / Сунцова Олеся Олександрівна // Актуальні проблеми економіки, науковий економічний журнал. - 2009. - №6 (96). – С. 49-56.
211. *Сунцова О.А.* Оценка влияния социальной политики на темпы экономического роста / Сунцова Олеся Олександрівна, Бочі Ангела Карлівна // Научный информационный журнал “Бизнес-Информ”. - № 4 (1). - 2009. - С.19-23.
212. *Сунцова О.О.* Основні тенденції та сучасний стан соціально-економічного та фінансового розвитку України / Сунцова Олеся Олександрівна // Торгівля і ринок України: темат. Зб.наук. пр.– 2009. - Вип. 28, т.1. - С.193-204.
213. *Сунцова О.О.* Методологія дослідження макроекономічних показників розвитку національного господарства України / Сунцова Олеся Олександрівна // Менеджмент: Збірник наукових праць / головний редактор А.І.Кредісов. – 2010. – Вип.13. – С.183-205.
214. *Сунцова О.О.* Фінансові методи та ризики у регулюванні економічного розвитку як складові фінансового механізму / Сунцова Олеся Олександрівна // Науковий вісник Буковинської державної фінансової академії. – Вип. 1(18) . – 2010. – С. 91-100.
215. *Сунцова А.А.* Риски формирования бюджетов на региональном уровне / Сунцова Олеся Александровна // Modelling and Analysis of Safety and Risk in Complex Systems: Proceedings of the Fourth International Scientific School MA SR 2004 (Saint-Petersburg, Russia, June 22-25, 2004) / SUAI/ SPb. - 2004.- С.313-317.

216. *Сунцова О.О.* Деякі аспекти державного регулювання розвитку підприємництва комунальної власності в Україні / Сунцова Олеся Олександрівна // Фінансові механізми активізації підприємництва в Україні.: Зб.наук.праць за матеріалами III Міжнародної науково-практичної конференції. – Львів. -11-12 листопада 2004. – С.23-24.
217. *Сунцова О.О.* Місцевий економічний розвиток: фінансовий аспект / Сунцова Олеся Олександрівна / Дні науки НаУКМА, 24-28 січня, 2005 р. – С.31.
218. *Сунцова О.О.* Визначення ефективного рівня розподілу доходів місцевих бюджетів України / Сунцова Олеся Олександрівна // Зб.наук.праць за матеріалами II Міжнародної науково-практичної конференції “Теория и практика экономики и предпринимательства”, г.Алушта, 10-12 мая 2005 г. – С.50-51.
219. *Suntsova O.* Fiscal Decentralization and Economic Growth / Сунцова Олеся Олександрівна // Theory and practice of economics and business, May 2006. - P.110-111.
220. *Сунцова О.О.* Теоретичне визначення максимально можливого темпу економічного зростання країни при підвищенні податкової ставки / Сунцова Олеся Олександрівна // Стан і проблеми оподаткування в умовах ринкової економіки: матеріали VI – ої Міжнародної науково-практичної конференції. – Донецьк: ДонДУЕТ. – 2006. – С. 143-146.
221. *Сунцова О.О.* Актуальні питання бюджетної децентралізації в Україні / Сунцова Олеся Олександрівна // Фінансове забезпечення економічного розвитку держави в умовах інтеграційних процесів: Матеріали міжнародної науково-практичної конференції до 10-річчя економічних факультетів. – Ірпінь: Національна академія ДПС України. - 2007. - С.75-80.
222. *Сунцова О.О.* Вплив фінансового розвитку банківської сфери на економічне зростання: теоретико-практичні аспекти / Сунцова Олеся Олександрівна // Сучасний стан та перспективи розвитку банківської справи



- в Україні: матеріали I Всеукраїнської науково-практичної конференції. – Львів, 17-18 травня 2007 року. - С.169-171.
223. *Сунцова О.О.* Фіскальна ємність регіонів як основа системи міжбюджетних відносин / Сунцова Олеся Олександрівна // Теория и практика экономики и предпринимательства: Материалы IV Международной научно-практической конференции. – Алушта, 10-12 мая 2007.- С.140-141.
224. *Сунцова О.О.* До питання міжбюджетного фінансування в Україні / Сунцова Олеся Олександрівна // Особливості фінансово-бюджетного регулювання соціально-економічного розвитку регіону: Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції. – Чернівці, 2007. – С. 66-69.
225. *Сунцова О.О.* Вплив фінансового розвитку на економічне зростання: аспекти статистико-регресійного аналізу / Сунцова Олеся Олександрівна // Перспективи та пріоритети розвитку економічного аналізу: Тези доповідей і виступів IV Всеукраїнської наукової конференції студентів, аспірантів і молодих вчених. – Донецьк, 2007. – С.107-110.
226. *Сунцова О.О.* Зміст податкового планування на місцевому рівні в умовах України / Сунцова Олеся Олександрівна // Актуальные проблемы и перспективы развития экономики Украины: Материалы VI Международной научно-практической конференции. Алушта, 4-6 октября 2007 года. – С. 22-23.
227. *Сунцова О.О.* До питання міжбюджетного фінансування в Україні / Сунцова Олеся Олександрівна // Особливості фінансово-бюджетного регулювання соціально-економічного розвитку регіону: Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції. – Чернівці, 2007. – С. 66-69.
228. *Сунцова О.О.* Ризики податкового планування на місцевому рівні / Сунцова Олеся Олександрівна // Розвиток наукових досліджень '2007: матеріали третьої міжнародної науково-практичної конференції, м. Полтава,

- 26-28 листопада 2007 р.: - Полтава: Вид-во “Інтер-Графіка”, 2007. – Т.12. – С. 135-138.
229. *Сунцова О.О.* Оцінка податкової конкуренції як чинники регіонального розвитку / Сунцова Олеся Олександрівна // Теория и практика экономики и предпринимательства / Материалы V Юбилейной Международной научно-практической конференции. – Алушта, 5-7 мая 2008 года. – С. 91-92.
230. *Сунцова О.О.* Проблеми міжбюджетного фінансування в Україні / Сунцова Олеся Олександрівна / Бюджетно-податкова політика: проблеми та перспективи розвитку: матеріали міжнародної науково-практичної конференції. – Ірпінь: Національний університет ДПС України, 2008. – С.193-198.
231. *Сунцова О.О.* До питання визначення ризиків податкового планування на місцевому рівні та їх значення для соціально-економічного розвитку регіонів / Сунцова Олеся Олександрівна // Європейські орієнтири муніципального управління: Матеріали науково-практичної конференції за міжнародною участю / За заг. редакцією В.К.Присяжнюка, В.Д.Бакуменка, Т.В.Іванової. – К.: Видавничо-поліграфічний центр Академії муніципального управління, у 2-х частинах, Ч.1, 2008 . - С. 300-301.
232. *Сунцова О.О.* Сучасний стан іпотеки в Україні та шляхи її структуризації / Сунцова Олеся Олександрівна, Гаращенко Олександр Миколайович // Бюджетно-податкові чинники активізації розвитку фінансових ринків та фінансового посередництва: матеріали науково-практичної конференції. – Ірпінь: Національний університет ДПС України, 2008 . – С. 317-320.
233. *Сунцова О.О.* До питання про податкове регулювання соціально-економічного розвитку / Сунцова Олеся Олександрівна // Тенденції та перспективи розвитку податкової системи України: матеріали науково-практичної конференції. – Ірпінь: Національний університет ДПС України, 2008 . – С. 229-233

234. *Сунцова О.О.* Вплив фінансового розвитку на економічне зростання: теоретико-практичні аспекти / Сунцова Олеся Олександрівна // Сучасний стан та перспективи розвитку оподаткування в країнах ЄС: збірник матеріалів науково-методологічного семінару. – Ірпінь: Національний університет ДПС України, 2009. – С. 100-106.
235. *Тарангул Л.Л.* Оподаткування та регіональний розвиток (теорія та практика): [монографія] / Тарангул Л.Л. – Ірпінь: Академія ДПС України, 2003. – 286 с.
236. *Тарангул Л.Л.* Оподаткування та регіональний розвиток (теорія та практика): [монографія] / Тарангул Л.Л. – Ірпінь: Академія ДПС України, 2003. – 286 с.
237. *Телепко Л.М.* Уровни экономического развития СССР. Вопросы их измерения и сближения / Телепко Л.М. – М.: Экономика. - 1971. – 205 с.
238. Теории прибавочной ценности: Из неизданной рукописи: "К критике политической экономии" Карла Маркса / С. Салитан (пер.). — Ленинград: Коммунистический университет Зиновьева, Т. 3: От Рикардо к вульгарной экономии. — Ленинград : Коммунистический университет Зиновьева. - 1924 — 407с.
239. *Трунина П.* Мониторинг финансовой стабильности в РФ, странах с переходной экономикой и развивающихся странах / П.Трунина, Т.Киблицкая // Мониторинг ИЭПП. - 2008. - С. 3- 32.
240. *Турянський Ю.І.* Державне регулювання господарських систем в умовах лібералізації та капіталізації економічного розвитку : дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.02.03 / Львівська комерційна академія. — Л., 2005. — 229 арк.
241. Україна. Економічний огляд, CEE Quarterly 04/2005 [Електронний ресурс]. – Vienna: UniCredit Bank Australia AG. – 2005. – Режим доступу: <http://sifersources.worldbank.org>

242. Україна. Економічний огляд, CEE Quarterly 04/2006 [Електронний ресурс]. – Vienna: UniCredit Bank Australia AG. – 2006. - Режим доступу: <http://sitorsources.worldbank.org>
243. Україна. Економічний огляд, CEE Quarterly 04/2007 [Електронний ресурс]. – Vienna: UniCredit Bank Australia AG. – 2007. - Режим доступу: <http://sitorsources.worldbank.org>
244. Україна. Економічний огляд, CEE Quarterly 04/2008 [Електронний ресурс]. – Vienna: UniCredit Bank Australia AG. – 2008. - Режим доступу: <http://sitorsources.worldbank.org>
245. Україна. Економічний огляд, CEE Quarterly 04/2009 [Електронний ресурс]. – Vienna: UniCredit Bank Australia AG. – 2009. - Режим доступу: <http://sitorsources.worldbank.org>
246. Украина – кредитный рейтинг, Emerging World: Crunch Time [Електронний ресурс]. – Citigroup. – 2008. - Режим доступу: <http://www.standartandpoors.ru/page.php?path=issurer&id=64>
247. Україна: стратегічні пріоритети. Аналітичні оцінки – 2006: [монографія] / За ред. О.С.Власюка. К.: НІСД, 2006. – 574 с.
248. *Филатов И.В.* Концепции “открытой экономики”: интернационализация и макроэкономическая политика государства / Филатов И.В. — М., 1991. – 144 с.
249. *Фильцжеральд Р.* Управление финансами предприятия для менеджеров. Руководство по планированию, контролю и принятию решений: пер. с англ. / Р.Фильцжеральд – Днепропетровск: Баланс-Клуб, 2003. – 456 с.
250. Финансы, денежное обращение и кредит: [Учебник]. / В.К. Сенчагов, А.И. Архипов и др. М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2008. - 720с.
251. Фонд Сороса, сторінка “Публікації” [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.soros.org>

252. *Харрод Р.* К теории экономической динамики / Харрод Р. / пер. с англ. - М.: Гелиос АРВ (серия "Классики экономической науки – XX век"), 1999. – 324 с.
253. *Хикс Джон* Теория экономической истории / Б.М. Болотин (пер.с англ.). — 2-е стер. изд. — М.: НП "Журнал Вопросы экономики", 2006. — 223с. — (Вопросы экономики). — Перевод изд.: A Theory of Economic History/ Hicks, J., London a.o., 1969.
254. *Хок Мд. Момінул* Регулювання економічного розвитку України з урахуванням зовнішніх факторів : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.02.03 / Хок Мд. Момінул ; Науково-дослідний економічний ін-т Міністерства економіки України. — К., 2005. — 18с.
255. *Черевко О.В.* Стратегія соціально-економічного розвитку регіонів України : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон. наук : спец. 08.00.05 [Електронний ресурс] / О.В. Черевко; НАН України. Рада по вивченню продукт. сил України. — К., 2007. — 40 с. — Режим доступу: <http://www.nbuv.gov.ua/ard/2007/07covrru.zip>
256. *Чугунов І.Я.* Вплив податкової політики на мікро- та макроекономічні процеси : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. економ. Наук : спец. 08.01.01. / Чугунов І.Я. – Х. – 1997.- 40с.
257. *Чугунов І.Я.* Бюджетний механізм регулювання економічного розвитку / Чугунов Ігор Якович ; Міністерство фінансів України. Науково-дослідний фінансовий ін-т. — К. : НІОС, 2003. — 488с.
258. *Чугунов І.Я.* Фінансово-бюджетні відносини і аналіз тенденцій розвитку в умовах трансформації економіки: [монографія] / Чугунов І.Я., Лондар С.Л. – К.: Міністерство фінансів України. – 2002. – 203с.
259. *Чухно А.А.* Основи економічної теорії / Чухно А.А., Єщенко П.С., Климко Г.Н. - К.: Вища школа. - 2001. - 606 с.

260. Экономическая теория (политэкономия): Учебник / Под общей ред. заслуженных деятелей науки Российской Федерации, профессоров В.И.Видяпина, Г.П.Журавлевой. - М.: Изд-во Рос. экон. акад., 2000. - 592с.
261. *Шаблиста Л.М.* Податки як засіб структурної перебудови економіки [монографія] / Шаблиста Л.М. – К.: НАН України, Інститут економіки. – 2000. – 217 с.
262. *Школьник І.О.* Стратегія розвитку фінансового ринку України : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон. наук : спец. 08.00.08 [Електронний ресурс] / І.О. Школьник; Держ. вищ. навч. закл. "Укр. акад. банк. справи Нац. банку України". — Суми, 2008. — 36 с. — Режим доступу: <http://www.nbuv.gov.ua/ard/2008/08siofru.zip>
263. *Шнипко О.С.* Національна конкурентоспроможність: сутність, проблеми, механізми реалізації / Шнипко О.С. — К.: Наук. думка, 2003. —280 с.
264. *Штурм Р.* Бюджет [Перевод А.С.Изгоева] . - СПб, 1907. - 600 с.
265. *Шумська С.С.* Інфляція чи ревальвація: яке з двох зол менше? / Шумська С.С. // Економіка і прогнозування. — 2005. — № 3. — С. 127-136.
266. Энциклопедический словарь. Гранат. - 7-е перераб. изд. / Под ред.: (до 33 тома) проф. В.Я.Железнякова, М.М.Ковалевского, С.А.Муромцева, К.А.Тимирязева - Том седьмой. Брюгге - Вар. - М.: Сов. Энциклопедия, 1940. - 639 с.
267. *Юхименко П.І.* Історія економічних учень / Юхименко П.І., Леоненко П.М. – К.: Знання-Прес. - 2002. - 514 с.
268. *Якубовський С.О.* Інвестиційна діяльність транснаціональних корпорацій в умовах сучасного економічного розвитку : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон. наук : спец. 08.05.01 [Електронний ресурс] / С.О. Якубовський; НАН України. Ін-т світ. економіки і міжнар. відносин. — К., 2003. — 32 с.
269. *Янжул И.И.* Основные начала финансовой науки. Учение о государственных доходах / Янжул И.И. - СПб., 1890. - 532 с.

270. *Ястремский О.И.* Основы мікроекономіки / Ястремский О.И., Гриценко О.Г. – К.: Товариство "Знання", КОО, 1998. - 714 с.
271. 2006 *JETRO* White Paper on International Trade and Foreign Direct Investment. – Tokyo: Japan External Trade Organization, 2006. – 35 p.
272. Ackley G. Macroeconomic Theory / Ackley, Gardner. – С.: Collier Macmillan, 1978. – 458 p.
273. *Aghion, Philippe, Eve Caroli, and Cecilia Garcia-Penalosa* Inequality and Economic Growth: the Perspective of the New Growth Theories / Philippe Aghion, Eve Caroli, Cecilia Garcia-Penalosa // Journal of Economic Literature. – 1999. - №37. – P.1615–1660.
274. Allen R.G.D. Macro-Economic Theory: A Mathematical Treatment [Text] / Richard G.D. Allen / .: London, Melbourne, Toronto: Macmillan. – 1968. – 586 p
275. *Alesina, Alberto and Dani Rodrik* Distributive Politics and Economic Growth / Alberto Alesina, Dani Rodrik // Quarterly Journal of Economics. -1994. - №109. – – P.465–490.
276. *Alesina, Alberto and Roberto Perotti* Income Distribution, Political Instability, and Investment / Alberto Alesina, Roberto Perotti // European Economic Review. – 1996. - №40. – P.1203–1228.
277. *Arestis, P. and P. Demetriades* Financial Liberalisation: The Experience of Developing Economies / P. Arestis, P. Demetriades // Eastern Economic Journal. – 1999. - №25. - P.441-57.
278. *Arrow K., Starrett D.* Cost -i and Demand-theoretical Approaches to the theory of Price Determination / Carl Menger and the Austrian School of Economics. Oxford, 1973. - P. 133.
279. Auerbach A., Gokhale J., Kotikoff L.J. Generalization Accounting A New Approach to Understanding the Effects of Fiscal Policy ob Saving [Text] / Auerbach A., Gokhale J., Kotikoff L.J. // Scandinavian Journal of Economics. – 1992. – vol. 94, No2. – pp.303-318

280. *Balestra, P.* Fixed Effect Models and Fixed Coefficient Models / Pietro Balestra // The econometric of Panel Data. Niderlands: Academic Publishers. - 1996. - P. 236-242.
281. Barnhill M.T., Kopits G. Assessting Fiscal Sustainability Under Uncertainty [Text] / Barnhill M.Theodore, Kopits George / IMF. – 2003. – working paper 03/79. – 148 p.
282. *Barro, Robert J.* Government Spending in a Simple Model of Endogenous Growth / Robert J. Barro // Journal of Political Economy. -1990.-№98.-P. 103–125
283. *Barro, R. J., and X. Sala-i-Martin* Technological Diffusion, Convergence, and Growth / R. J. Barro, X. Sala-i-Martin // Journal of Economic Growth. – 1997. - № 2. – P.1-26.
284. *Battese, G. E., and T. J. Coelli* A Model for Technical Inefficiency Effects in a Stochastic Production Frontier for Panel Data / G. E. Battese, T. J. Coelli // Empirical Economics. - 1995.- №20.– P. 325-32.
285. *Bayindir-Upmann T., Zaid A.* Existence of equilibria in a basic tax-competition model / T.Bayindir-Upmann, A.Zaid // Regional Science and Urban Economics. - №87.- P. 1–22.
286. *Beck, T., Levine, R., and N. Loayza* Finance and the Sources of Growth / T. Beck, R. Levine, N. Loayza // Journal of Financial Economics. – 2000. - № 58. – P. 261-300.
287. *Bell, M., Adams, C.* Fiscal Decentralization Indicators: local democratic Governance // Proceedings of 92’ annual conference.– Atlanta: National Tax Association.–1999.– P.236-241.
288. *Benhabib, Jess and Aldo Rustichini* Social Conflict and Growth /Jess Benhabib, Aldo Rustichini//Journal of Economic Growth.–1996.-№1.–P. 129–146.
289. *Berg A., Pattillo K.* Predicting Currency Crises: The Indicators Approach and an Alternative [Text] / Andrew Berg and Catherine Pattillo // Journal of International Money and Finance. – 1999. – vol. 18(4). – pp. 561-586.



290. *Bird, Richard M. and Enid Slack* Equalization: The Representative Tax System Revisited / Richard M. Bird, Enid Slack // Canadian Tax Journal. - 1990. - vol. 38, № 4. - P. 913-927.
291. *Blackburn K. Bose N., Capasso S.*, Financial Development, Financing Choice and Economic Growth / Blackburn K., Bose N., Capasso S. // Review of Development Economics. – 2005. - №9(12). - P. 135-159.
292. *Blackburn Keith, Victor Hung* A Theory of Growth, Financial Development and Trade / Keith Blackburn, Victor Hung // *Economica, New Series.* – 1998. – Vol.65 №257. – P.107-124.
293. *Boadway, Robin W.* The Economics of Equalization: An Overview, in Robin W. Boadway and Paul A. R. Hobson (eds.) Equalization: Its Contribution to Canada's Economic and Fiscal Progress / Robin W. Boadway. - John Deutsch Institute for The Study of Economic Policy, Canada. – 1998.
294. *Boserup E.* The Conditions of Agricultural Growth: The Economics of Agrarian Change under Population Pressure / Ester Boserup. – Chicago.: Aldine, 1965. – 368 p.
295. *Boserup E.* My Professional Life and Publications 1929-1998 / Ester Boserup. - Copenhagen.: Museum Tusulanum Press, 2000. – 789 p.
296. *Boyd, J. H. and B. D. Smith* The Co-evolution of Real and Financial Sectors in the Growth Process / J.H.Boyd, B.D.Smith // World Bank Economic Review. – 1996. - № 10.– P.371–96.
297. *Brownbridge, M. and C. Kirkpatrick* Financial Regulation and Supervision in Developing Countries: An Overview of the Issues [Review] /M.Brownbridge, C. Kirkpatrick //Development Policy Review. - 2002. - 20, 3 July.
298. *Bucovetsky S., Marchand M., Pstieau P.* Tax competition and revelation of preferences for public expenditure / Bucovetsky S., Marchand M., Pstieau P. // Journal of Public Economics .- 1998.- №44.- P.367–390.
299. *Bucovetsky S.* Asymmetric tax competition / S.Bucovetsky // Journal of Urban Economics . - 1991.- №30.- P. 167–181.

300. *Bucovetsky S., Wilson J.* Tax competition with two tax instruments / S.Bucovetsky, J.Wilson // *Regional Science and Urban Economics* .- 1991.- №21.- P. 333–350.
301. *Caprio, O., Honohan, P. and J. Stiglitz* Financial Liberalisation. How Far, How Fast? / Caprio, O., Honohan, P., J. Stiglitz. (eds) - Cambridge: Cambridge University Press. – 2002.
302. *Carlos Gil Ganaleta, Pedro Pasqual Arzo and Manuel Garate* Regional Economic Disparities and Desentralization / Carlos Gil Ganaleta, Pedro Pasqual Arzo, Manuel Garate // *Urban Studies*. – 2004. - vol 41 №1.- P. 71-94.
303. *Chen, Been-Lon* An Inverted Relationship Between Inequality and Long-Run Growth / Been-Lon Chen // *Economics Letters*. – 2003.- №78. – P.205–212.
304. CENSUS analytics. – Режим доступа: <http://www.census.gov/>
305. *Clarke, George R.* More Evidence on Income Distribution and Growth / George R. Clarke // *Journal of Development Economics*.- 1995.- №47.– С.403–27.
306. *Coelli, Tim J.* A Guide to FRONTIER Version 4.1: A Computer Program for Stochastic Production and Cost Function Estimation [working paper 96/07] / Tim J. Coelli. - Armidale, NSW, Australia, Centre for Efficiency and Productivity Analysis: University of New England, 1996. - 452с.
307. *Colby Robert W.* Investment Strategies/ Robert W. Colby. - McGraw-Hill Publishing, 2003. -569 с.
308. *Cornwall J.* Growth and Stability in a mature Economy / John Cornwall. – New York.: Willey, 1972 . – 302p.
309. Costanza, R; Farley, J; Garza, E; Kent, J; Kubiszewski, I; Martinez, L; Mccowen, T; Murphy, K; Myers, N; Ogden, Z; Stapleton, K; Woodward, J Overcoming systemic roadblocks to sustainability: the evolutionary redesign of worldviews, institutions, and technologies [Электронный ресурс]. - Feb 2009. – Режим доступа: <http://www.pnas.org/content/106/8/2483.long>

310. Covel, Michael W. *Trend Following (Updated Edition): Learn to Make Millions in Up or Down Markets* / Michael W. Covel. - FT Press, 2009; - 1 Updated Edition.
311. *Deininger, Klaus and Lyn Squire A New Data Set Measuring Income Inequality* / Deininger, Klaus and Lyn Squire // *World Bank Economic Review*, №10. – 1996. – C.565–591.
312. *De Gregorio, J. and P. E. Guidotti Financial Development and Economic Growth* / J.De Gregorio, P. E.Guidotti // *World Development*. - 1995. - №23. - C.433–448.
313. *De Long J., Bradford et al. The size and Incidence of Losses from Noise Trading* / De Long J., Bradford et al.// *Journal of Finance*. – 1989. – July, vol. 44(3) . – P. 681-696.
314. *Demirguc-Kunt, A. and R. Levine Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylised Facts* / A.Demirguc-Kunt, R.Levine // *World Bank Economic Review*. – 1996.- № 10. – P. 291–321.
315. *Demirguc-Kunt, A. and V. Maksimovic Stock Market Development and Financing Choices of Firms* / A.Demirguc-Kunt, V.Maksimovic // *World Bank Economic Review*. – 1996. - №10.– P.341–69.
316. *Dennis, Rich: A Gunslinger No More* / Rich Dennis // *Businessweek Profile*, June 4, 1997
317. *Denison, Edward F.Trends in American Economic Growth, 1929-82./ Edward F- .: Brookings Institution. – 220 p.*
318. *DePater J. A., G. M. Myers Strategic capital tax competition: A pecuniary externality and a corrective device* / J.A.DePater., G.M.Myers // *Journal of Urban Economics* . - 1994. - №36. - P. 66–78.
319. *Diamond J. Collapse: How Societies Choose to Fail or Succeed* / Diamond J. - New York.:Viking, 2005. – 256 p.
320. *Domar E. A Theoretical Analysis of Economic Growth [Text]* / Evsey David Domar / .:AER. - 1952. – 256 p.

321. *Duttagupta R., Tolosa G.* Fiscal discipline and exchange rate regimes: evidence from the Caribbean / IMF Working paper WP/06/119. — May 2006. — PP. 1-29
322. *Easterly, W., and R. Levine* It's Not Factor Accumulation: Stylized Facts and Growth Models / W. Easterly, R. Levine // World Bank Economic Review – 2001. - № 15. – P.177-219.
323. *Edwards S.* On the sequencing of structural reform / *Edwards S* // Working paper OECD Department of Economics and Statistics. – 1989. - №70. – P. 1-48.
324. Faith, Curtis M. Way of the Turtle:The Secret Methods that Turned Ordinary People into Legendary Traders / Curtis M. Faith. - McGraw-Hill, 2007.
325. *Fama, Eugene F.* Banking in the Theory of Finance / Fama, Eugene F // Journal of Monetary Economics. – 1980. - №6.– P. 39-57.
326. *Federer P.* The impact of uncertainty on aggregate investment spending // Federer P. // Journal of Money, Credit and Banking . – 1993. – vol. 25. No. i. – P. 30-45.
327. *Fischer S.* Seigniorage and the Case for National Money. Indexing, Inflation and Economic Policy / Stanley Fischer . – Cambridge.: MIT Press, 1986. – 715 p.
328. Fitch ratings. Ukraine: Risks Mounting For External Finances.- Country report: Ukraine / 2005. – London: Economist Intelligence Unit. – 2005. - <http://www.fitchresearch.com>
329. Fitch ratings. Ukraine: Risks Mounting For External Finances.- Country report: Ukraine / 2006. – London: Economist Intelligence Unit. – 2006. – Режим доступу: <http://www.fitchresearch.com>
330. Fitch ratings. Ukraine: Risks Mounting For External Finances.- Country report: Ukraine / 2007. – London: Economist Intelligence Unit. – 2007. - Режим доступу: <http://www.fitchresearch.com>
331. Fitch ratings. Ukraine: Risks Mounting For External Finances.- Country report: Ukraine / 2008. – London: Economist Intelligence Unit. – 2008. - Режим доступу: <http://www.fitchresearch.com>

332. Fitch ratings. Ukraine: Risks Mounting For External Finances.- Country report: Ukraine / 2009. – London: Economist Intelligence Unit. – 2009. - Режим доступа: <http://www.fitchresearch.com>
333. *Friedman M., Schwartz A.A Monetary History of the United States, 1867-1960* / Friedman M., Schwartz A.A. – N.Y.: Princeton University Press, 1963. – 785p.
334. *Forbes, Kristin J. A Reassessment of the Relationship Between Inequality and Growth* / Kristin J. A. Forbes // *American Economic Review*.– 2000. - №90. – C.869–887.
335. *Galor, Oded and Joseph Zeira Income Distribution and Macroeconomics* / Galor, Oded and Joseph Zeira // *Review of Economic Studies*. -№60.–1993.– C.35–52.
336. *Garcia-Milda, Teresa Solidarity and Fiscal Decentralization* / Teresa Garcia-Milda // 96th Annual Conference on Taxation. -P. 152 -156.
337. Ghampernowne D.G. The Stability of Kaldor’s 1957 Model [Text] / D.G. Ghampernowne // *Review of Economic Studies*. – 1971. – vol. 38(113) January. - pp. 47-62.
338. *Goldsmith, R. W. Financial Structure and Development* / Goldsmith, R.W. - Yale University Press, New Haven. -1969. – 452 p.
339. *Greenwood, Jeremy and Jovanovic, Boyan Financial Development, Growth and distribution of Income* / Jeremy Greenwood, Boyan Jovanovic // *Journal of Political Economy*. – 1990. – October. - №98 (5). – P. 1076-10107.
340. Hemming R., Petri M. A Framework for Assessing Fiscal Vulnerability [Text] / Richard Hemming and Murray Petri / IMF. – 2000. – working paper 00/52. – 112 p
341. *Hall R. and Jones C. Why do some countries produce so much more output per worker than others?* / R. Hall, C. Jones // *Quarterly Journal of Economics*. – 1999. - № 114(1). – PP. 83-116.
342. *Hansen, Alvin Fiscal Policy and Business Cycles* / Alvin Hansen. – 1941. – 602 p.

343. *Harrod R.* An Essay in Dynamic Theory [Text] / Roy Harrod // Economic Journal IL. – 1939. - March. - pp. 14-33.
344. *Harrod R.* Domar and Dynamic Economics [Text] / Roy Harrod // Economic Journal. - 1959. - LXIX, September. - pp. 451-464.
345. *Harrod R.* Economic Dynamics [Text] / Roy Harrod / London: Macmillan. - 1973. – 720 p.
346. *Henderson, D. J. and R. R. Russell* Human Capital and Convergence: A Production-Frontier Approach, forthcoming / Henderson, D. J. and R. R. Russell / International Economic Review. – 2004.
347. *Higgs, D.* Review of the role and effectiveness of non-executive directors // The Department of Trade and Industry independent report, London. – 2003. - [www.dti.gov.uk/cld/non\\_exec\\_review](http://www.dti.gov.uk/cld/non_exec_review)
348. IMF Manual on fiscal transparency [Text] / IMF Fiscal Affairs Dept. / IMF. – 2007. - 785 p.
349. IMF and World Bank Financial Sector Assessment: A Handbook [Text] / IMF and World Bank / IMF and World Bank. – 2005. – 916 p.
350. *Javorcik, B.S.*, Does Foreign Direct Investment Increase the Productivity of Domestic Firms? In Search of Spillovers Through Backward Linkages / B.S.Javorcik // American Economic Review. - 2004. - №94. –P. 605-627.
351. *Jensen M., and W. Meckling* Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure / M.Jensen, W.Meckling // Journal of Financial Economics. - 1976. - №3. – P. 305-360.
352. *Jensen M., Murphy K.J.* Performance Pay and Top-Management Incentives / M.Jensen, Murphy K.J. // Journal of Political Economy. – 1990. – april, vol. 98(2). – P. 225-264.
353. *Johansen S.* Testing weak exogeneity and the order of cointegration in UK money demand data / Johansen S.// Journal of Policy Modelling. – 1992. – vol. 14. – P. 313-334.

354. *Jovanovic, B. and Y. Nyarko* Stepping Stone Mobility / B. Jovanovic, Y.Nyarko // NBER Working Paper. – 1996.- № 5651.
355. *Kaldor N.* A Model of Economic Growth [Text] / Nicholas Kaldor // The Economic Journal. – 1957. – vol. 67 (268). – pp. 591-624
356. *Kaldor N.* Capital Accumulation of Economic Growth [Text] / Nicholas Kaldor / .:Lutz Editor. – 1961. – 456 p.
357. *Kaminsky G.* Currency and Banking Crisis – The Early Warnings of Distress [Text] / Graciela Kaminsky / IMF. – 1999. – working paper 99/178. – 96 p
358. *Keefer, Philip and Stephen Knack* Polarization, Politics and Property Rights: Links Between Inequality and Growth / Keefer, Philip and Stephen Knack // Public Choice. – 2002. - №11. – C.127–154.
359. *King, Robert G. and Levine, Ross.* Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right / Robert G. King, Ross Levine // Quarterly Journal of Economics. – 1993. – August 108(3).– P.713-737.
360. *Kneip, A., L. Simar and P. Wilson* Asymptotics for DEA Estimators in Non-parametric Frontier Models / A.Kneip, L.Simar, P.Wilson / Discussion Paper of the Institut de Statistique, Université Catholique de Louvain, Belgium. - 2003
361. *Kneip, A., B. Park and L. Simar* A Note on the Convergence of Nonparametric DEA Estimators for Production Efficiency Scores / A.Kneip, B.Park, L.Simar // Econometric Theory. - 1998. - №14. – P. 783-793.
362. *Kotenburger M.* Tax competition and fiscal equalization /Kotenburger M. // International Tax and Public Finance .- 2002.- №9.- P. 391–408.
363. *Kremer J., Braz C.R., Brosens T., Langenus G., Momigiliano S., Spolander M.* A Disaggregated Framework for the Analysis of Structural Developments in Public Finances [Text] / Kremer J., Braz C.R., Brosens T., Langenus G., Momigiliano S., Spolander M. / European Central Bank. – 2006. - № 579, January, Working Paper. – 56 p.

364. *Kumar, S., R.R. Russell* Technological Change, Technological Catch-up, and Capital Deepening: Relative Contributions to Growth and Convergence / S. Kumar, R.R. Russell // *American Economic Review*.—2002.—№ 92/3.—P. 527-548.
365. *Laussel D., Le Breton M.* Existence of Nash equilibria in fiscal competition models / D.Laussel, M. Le Breton // *Regional Science and Urban Economics*.—1998 .- № 28.- P. 283–296.
366. *Levine, R.* 2003, More on Finance and Growth: More Finance, More Growth? / Levine, R. // *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. - №85.-P.31-46
367. *Levine, R.* Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda / R.Levine // *Journal of Economic Literature*. – 1997. - № 35.- P.688-726.
368. *Levine, R., Loayza, N., and T. Beck* Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes / R.Levine, N.Loayza, T.Beck // *Journal of Monetary Economics*. – 2000. - № 46. - P.31-77.
369. *Levine, R., and S. Zervos* Stock Markets, Banks, and Economic Growth /R.Levine, S.Zervos//*American Economic Review*.—1998. - № 88. – P. 537-558.
370. *Lewis W. A.* Economic Development with Unlimited Supplies of Labor [Text] / W. A. Lewis / Manchester. – 1954. – 787 p.
371. *Li, Hongyi and Heng-Fu Zou* Income Inequality is Not Harmful for Growth: Theory and Evidence / Hongy i Li, Heng-Fu Zou // *Review of Development Economics*.— 1998. - №2. – C.318–334.
372. *Lucas, R. J.* On the Mechanics of Economic Development / Lucas R.J. // *Journal of Monetary Economics*. - 1988. - № 22. – P.3-42.
373. *Maddison A.* The World Economy in the 20th Century [Text] / Angus Maddison / .:Paris. – 1989. – 270 p.
374. *Maddison A.* ***Chinese Economic Performance in the Long-Run*** [Электронный документ] / Angus Maddison. – Paris.: OECD Development Centre, 1998 – Режим доступа: <http://www.ggdc.net/maddison/>



375. *Martinez-Vazquez, Jorge and L.F. Jameson Boex* Fiscal Capacity: An Overview of Concepts and Measurement Issues and their Applicability in the Russian Federation : [International Studies Program Working Paper 97-3] / Martinez-Vazquez, Jorge and L.F. Jameson Boex. - Andrew Young School of Policy Studies, Georgia State University. - 1997a.
376. *Martinez-Vazquez, Jorge and L.F. Jameson Boex* An Analysis of Alternative Measures of Fiscal Capacity for the Regions of the Russian Federation: [International Studies Program Working Paper 97-4] / Martinez-Vazquez, Jorge and L.F. Jameson Boex. - Andrew Young School of Policy Studies, Georgia State University. - 1997b.
377. *Mauer D.C., Alexander J.T.* Interactions of corporate financing and investment decisions: A dynamic framework / Mauer David C., Alexander J.Triantis // Journal of Finance. – 1994. – vol. 49. – P. 1253-1277.
378. *Menger K.* Austrian marginalism and mathematical economics / Menger K. - . In: Carl Menger and the Austrian School. - P. 38-44.
379. *McKinnon R.I.* Money and Capital in Economic Development / McKinnon R.I. - .:Washington, DC: Brookings Institutions. – 1973.
380. *Morishima M.* Theory of Economic Growth [Text] / Michio Morichima / .:Oxford University Press. – 1964. – 320 p. - ISBN-13: 9780198281641
381. *Muriel N., Roth A.E.* Market Culture: How Rules Governing Exploding Offers Affect Market Performance / Niederle, Muriel, and Alvin E. Roth // American Economic Journal: Microeconomics. - 2009. – vol. 1(2). – pp. 199–219
382. *Nourzad F.* Financial Development and Productive Efficiency: A Panel Study of Developed and Developing Countries / Nourzad F. // Journal of Economics and Finance. – 2002. - Volume 26, № 2, Summer. – P.138-149.
383. *OECD* Science, Technology and Industry Scoreboard 2005. – Режим доступа: <http://www.sourceoecd.org/scoreboard>

384. *Osung Kwan* The Effects of Fiscal decentralization on Public Spending: the Korean Case / Osung Kwan// Public Budgeting and Finance.- winter 2003.-P. 1-20
385. *Rajan R.G., Zingales L.* Financial Dependence and Growth / Rajan Raghuram G., Zingales Luigi // American Economic Review. – 1998. – vol. 88. – p.559-586.
386. *Rao C.R.* Advanced Statistical Methods in Economic Research / RaoC.R. – New York.: Willey, 1952. – 625 p.
387. *Rati Ram* Financial Development and Economic Growth: Additional Evidence / Ram Rati // The Journal of Development Studies. - 1999. – Vol.35, № 4, April. – P. 164 -174.
388. Restructuring the Local Economy / edited by Mike Geddes and John Benington. - Longman Group UK Ltd. - 1992. – 201 p.
389. *Robinson, Joan A.* The generalization of the General Theory. The role of interest and other essays / Joan A. Robinson.- London: Macmillan.-1952.- P. – 67-142.
390. *Rodden, Jonathan* Reviving Leviathan: Fiscal Federalism and the Growth of Government /Jonathan Rodden// International Organization.-fall 2003.-P. 695-729.
391. *Romer, P.M.* Increasing Returns and Long-Run Growth / P.M. Romer // Journal of Political Economy– 1986. - № 94. – P.1002-1037.
392. *Rousseau P.L., Wachtel P.* Equity Markets and Growth: Cross-Country Evidence on Timing and Outcomes, 1980-1995 / *Rousseau P.L., Wachtel P.* // Journal of Banking and Finance. – 2000. – vol.24. – P. 1933-1957.
393. *Sala-i-Martin X.* Just ran two million regression / *Sala-i-Martin X.*// *American Economic Review.* – 1997a. – vol. 87, No2. – P. 178-183
394. *Sambit Bhattacharyya* Deep determinants of economic growth / Sambit Bhattacharyya // Applied economics. – 2004. - №11. – P. 587-590.
395. *Samuelson P.* Theoretical Notes on Trade problems. //Review of Economics and Statistics. — 1964, No 23. — PP. 1-25

396. *Schick A.* Budgeting for Fiscal Risk [electron source] / Allen Schick / World Bank Website. – Режим доступа: <http://worldbank.org>
397. *Schmookler J.* Invention and Economic Growth / Jacob Schmookler. – H.: Harvard University Press, 1966. – 332 p.
398. *Schneider, Aaron* Decentralization: Conceptualization and Measurement / Aaron Schneider //Studies in Comparative International Development.- fall 2003. - P. 32-41.
399. *Schumpeter, J.* Theory of Economic Development /J.Schumpeter. - Cambridge: Cambridge University Press, 1912. - 212 p.
400. *Schumpeter, Joseph A.* A theory of economic development / Joseph A. Schumpeter. - Cambridge, MA: Harvard University Press. – 1911. – 220 p.
401. *Schuster, E.* Incorporating Support Constraints into Nonparametric Estimators of Densities / Schuster E. // Communications in Statistics, Theory and Methods. - 1985. - № 14.– P. 1123-1136.
402. *Schwager, Jack D.* Market Wizards, Interviews with Top Traders / Jack D. Schwager. – New York Institute of Finance, New York, 1989. – 458 c.
403. *Shaw, E.S.* Financial Deepening in Economic Development, / E.S.Shaw. - New York: Oxford University Press. – 1973.
404. *Slutsky E.* Zur Kritik des Bohm-Baverkschen Wertbegriffs und seiner Lehre von der Messbarkeit des Wertes / Slutsky E //Schmollers Jahrbuch.- V. LI. - №4. - S. 37-52.
405. *Smart, M.* The Efficiency Consequences of Local Revenue Equalization: Tax Competition and Tax Distortions / M. Smart // Journal of Public Economic Theory. - 2006. – №8 (1).– P. 119-144.
406. *Solow R.* Growth Theory and After [Text] / Robert M. Solow // American Economic Review. – 1988. – vol. 78(3) June. – P. 307-317.
407. *Stiglitz, J.*, 'Capital Market Liberalisation, Economic Growth and Instability', World Development. 2S. 2000. – P.1075-1086.

408. *Stiglitz J., Hoff K.* Modern economic theory and development. – Режим доступу: <http://www2.gsb.columbia.edu/faculty/jstiglitz/index.cfm/>
409. *Streissler E.* The what Extent was the Austrian School marginalist? / Streissler E. // History of Political Economy. - Vol. 4. № 2. - P. 426-461.
410. *Swan T.* Economic Growth and Capital Accumulation' / Trevor W. Swan // *Economic Record.* – 1956. - № 32. - pp. 334–61.
411. *Tybout J.R.* Credit Rationing and Investment Behavior in a Developing Country / Tybout James R. // Rev. Economic Statistic. – 1983. – vol. 65(4). – P.598-607.
412. *Truman E., Wong A.* The case for an international reserve diversification standard / Truman E., Wong A. // Institute for international economics . - 2006. - Working Paper WP06-2.– P.1-125.
413. Ukraine: External Risks and Opportunities, Ukraine: Selected Issues // IMF Country Report No.05/416. — November 2005. — P. 1-28
414. Ukraine: Selected issues. – IMF Country Report No. 07/47. – February 2007. – P. 1-56.
415. Ukraine: Selected issues. – IMF Country Report No. 08/228. – July 2008. – P. 1-67.
416. Ukraine: 2008 Article IV Consultation – Staff Report; Staff Statement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Ukraine. – IMF Country Report No. 08/227.– July 2008.– P. 1-75.
417. United States Advisory Commission on Intergovernmental Fiscal Relations, Measures of State and Local Fiscal Capacity and Tax Effort, Washington, DC: ACIR, 1962. – 452 p.
418. United States Advisory Commission on Intergovernmental Fiscal Relations, Measuring State Fiscal Capacity: Alternative Methods and their Uses: [Information Report M-150]. - Washington, DC: ACIR, 1986. – 356 p.

419. United States Advisory Commission on Intergovernmental Fiscal Relations, State Fiscal Capacity and Effort : [Information Report M-170]. - Washington, DC: ACIR. - 1990a. – 785 p.
420. United States Advisory Commission on Intergovernmental Fiscal Relations, Representative Expenditures: Addressing the Neglected Dimension of Fiscal Capacity: [Information Report M-174]. - Washington, DC: ACIR. - 1990b. – 458 p.
421. *Uzawa H.* Studies in Linear and Non-linear Programming / Hirofumi Uzawa, with K. J. Arrow, L. Hurwicz. – Stanford: Stanford University Press, 1958. – 456 p.
422. *Uzawa H.* Readings in the Modern Theory of Economic Growth / Hirofumi Uzawa . - Cambridge, Mass.: The M.I.T. Press, 1968. – 721 p.
423. *Uzawa H.* Economic Theory and Global Warming / Hirofumi Uzawa . -New York: Cambridge University Press, 2003. – 213 p.
424. *Wilson, J. D.* Inside local authorities / J. D. Wilson // Social Studies Review. – 1988. -vol. 3, № 4. - P.135-139.
425. *Wilson J. D.* A theory of interregional tax competition / Wilson J. D. // Journal of Urban Economics.- 1998.- № 19.- P. 296–315.
426. *Wilson J. D.* Tax competition with interregional differences in factor endowments/ Wilson J. D. //Regional Science and Urban Economics .- 1991.- №21.- P. 423–451.
427. World Bank, 2001, Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World, Oxford University Press for the World Bank, London, at New York
428. World Bank - сторінка “Витрати місцевих урядів” . - Режим доступу: <http://www.wbank.org>
429. World Bank, сторінка “Витрати центральних урядів ”. - Режим доступу: <http://www.wbank.org>

430. World Bank, 2008, Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World, Oxford University Press for the World Bank, London, at New York. - Режим доступа: <http://www.wbank.org>
431. World Bank, 2007, Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World, Oxford University Press for the World Bank, London, at New York. - Режим доступа: <http://www.wbank.org>
432. World Bank, SOCR, Emerging World: Crunch Time. – Citigroup. – 2008. - Режим доступа: <http://www.socr.ucla.edu>
433. World economic outlook: October 2008: Financial Stress, Downturns and Recoveries. – Washinton D.C.:International Monetary Fund. - 2008. - Режим доступа: <http://www.wbank.org>
434. World Panel Data. - Режим доступа: <http://www.worldpaneldata.org>