Національна академія наук України
Державна установа
«Інститут економіки та прогнозування НАН України»

Індустрія фінансових послуг в умовах «нової реальності»

Монографія

За редакцією д-ра екон. наук, професора Н.М. Шелудько

Київ – 2021

УДК 33.06:338.1
І-60

Автори:
К.В. Ґрубер (п. 3.5), С.І. Брус (п. 2.1), Є.О. Бублик (пп. 2.1, 2.2, 3.1, 3.2, 3.3), А.І. Шкляр (п .2.3), Ю.І. Шаповал (пп. 2.2, 3.4, 3.5, додатки), Н.М. Шелудько (передмова, пп. 1.1, 1.2, 2.2.1, висновки)

Рецензенти:
д-р екон. наук, професор, чл.-кореспондент НАН України **І.Г. Манцуров** (Інститут системних статистичних досліджень – Київ);
д-р екон. наук, професор **Н.В. Савчук** (ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» – Київ);
д-р екон. наук **О.Б. Саліхова (**ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України» – Київ)

Затверджено до друку Постановою Вченої ради ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України» від 4 лютого 2021 р. № 8

І-60 **Індустрія фінансових послуг в умовах «нової реальності» :** монографія / за ред. д-ра екон. наук, проф. Н.М. Шелудько ; НАН України, ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України». – Електрон дані. – К., 2021. – 142 с. – Режим доступу : http://ief.org.ua/docs/mg/357.pdf

ISBN 978-966-02-9736-4 (електронне видання)

У монографії реалізовано підхід до вивчення індустрії фінансових послуг як інституційно-економічного феномена на основі концепту «нової реальності».
Результати дослідження мають важливе значення для подальшого розвитку теорії фінансового посередництва, зокрема доповнюють і розширюють уявлення про специфіку трансформацій індустрії фінансових послуг під впливом фінансових інновацій і нетрадиційної монетарної політики, і дають підстави для проведення прикладних досліджень у сфері регулювання фінансових інститутів і фінансових ринків.

УДК33.06:338.1

ISBN 978-966-02-9736-4 (електронне видання)

© НАН України, 2021
© ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України», 2021

Акроніми, абревіатури та скорочення 4

Передмова 5

1. «НОВА РЕАЛЬНІСТЬ» ЯК СЕРЕДОВИЩЕ ФУНКЦІОНУВАННЯ ІНДУСТРІЇ ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ 7

1.1. Індустрія фінансових послуг як інституційний та соціально-економічний феномен 7

1.2. «Нова реальність» як середовище функціонування індустрії фінансових послуг 14

2. ТРАНСФОРМАЦІЯ ІНДУСТРІЇ ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ В УМОВАХ «НОВОЇ РЕАЛЬНОСТІ» 20

2.1. Індустрія фінансових послуг в умовах низьких та від'ємних процентних ставок 20

2.2. Структурні характеристики індустрії фінансових послуг в умовах «нової реальності» 27

2.3. Фінтех-інновації та їх роль у трансформації сегментів індустрії фінансових послуг 54

3. ІНДУСТРІЯ ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ: ТЕХНОЛОГІЧНІ ТА РЕГУЛЯТОРНІ АСПЕКТИ РОЗВИТКУ 74

3.1. Нетрадиційна монетарна політика та її вплив на потоки капіталу 74

3.2. Регулювання волатильності потоків капіталу: потенціал і обмеження 85

3.3. Оновлені підходи до фінансового регулювання в умовах посилення протекціонізму 93

3.4. Модернізація регулятивних та наглядових технологій на фінансовому ринку 101

3.5. Вербальні інтервенції органів монетарної влади та їх вплив на ринкові очікування фінансових посередників 115

Висновки 126

Література 130

АКРОНІМИ, АБРЕВІАТУРИ ТА СКОРОЧЕННЯ

БМР – Банк міжнародних розрахунків
ВВП – валовий внутрішній продукт
ВДВ – валова додана вартість
ГКП – грошово-кредитна політика
ЄБРР – Європейський банк реконструкції та розвитку.
ЄВС – Європейський валютний союз
ЄЗ – Єврозона
ЄС – Європейський Союз
ЄЦБ – Європейський центральний банк
ІФП – індустрія фінансових послуг
МБРР – Міжнародний банк реконструкції та розвитку
МВФ – Міжнародний валютний фонд
МПК – міжнародні потоки капіталу
МФО – міжнародні фінансові організації
НД – національний дохід
ОЕСР – Організація економічного співробітництва та розвитку
ПБ – платіжний баланс
ПІІ – прямі іноземні інвестиції
РЦП – ринок цінних паперів
ТНК – транснаціональні корпорації
ФА – фінансові активи
ФІ – фінансові інститути
ФП – фінансові посередники
ФР – фінансові ринки
ФС – фінансовий сектор
ЦСЄ – Центральна і Східна Європа
ЦП – цінні папери

Протягом останніх десятиліть фінансова глобалізація і стандартизація фінансової діяльності, інституалізація фінансових ринків і консолідація фінансових установ, новітні інформаційні технології та фінансові інновації не лише посилюють нестабільність, а й істотним чином трансформують структуру індустрії фінансових послуг (як у глобальному, так і в локальних вимірах).

У сфері фінансових послуг цифровізація (зокрема, у вигляді технологій блокчейн і використання непідвладних центральним банкам і урядам криптовалют) потенційно може істотним чином змінити не лише традиційний банкінг. Криптовалюти підривають монополію центральних банків у сфері регулювання грошових потоків. Крім послаблення ролі традиційних фінансових посередників (зокрема банків), блокчейн і криптовалюти здатні також істотно прискорити і здешевити трансакції.

Формування прямих контактів між учасниками трансакцій (peer-to-peer) замість використання банківських посередників створює нове розуміння бізнес-моделей у фінансовому посередництві, основою якого стають так звані «розумні контракти» (smart contracts).

Через це перед фінансовою наукою і практикою постає завдання осмислення сучасних трендів у розвитку індустрії фінансових послуг (ІФП), яка вже не існуватиме без широкого використання фінтех-інновацій.

Монографія містить результати НДР «Індустрія фінансових послуг в умовах "нової реальності"», що спрямована на виявлення закономірностей (імовірнісних стійких тенденцій) відтворення індустрії фінансових послуг[1] в умовах «нової реальності».

[1] За класифікацією актуальної версії Керівництва зі статистики міжнародної торгівлі послугами ООН термін «фінансові послуги» охоплює послуги з фінансового посередництва та допоміжні послуги, за винятком послуг страхових компаній та програм пенсійного забезпечення. До цих послуг належать послуги, що можуть надаватися банками та іншими фінансовими посередниками та допоміжними організаціями. Сюди включають послуги, що надаються у зв'язку з операціями з фінансовими інструментами, а також інші послуги, пов'язані з фінансовою діяльності, включаючи прийняття депозитних вкладів та видачу позик, акредитиви, послуги по кредитних картах, комісії та платежі, пов'язані з фінансовим лізингом, факторингом, гарантуванням розміщення випуску цінних паперів (андерайтингу) та кліринговими розрахунками.

Крім того, до фінансових послуг включаються консультативні послуги з фінансових питань, послуги зі зберігання фінансових активів або золота в злитках, послуги з управління фінансовими активами, послуги фінансового моніторингу, фінансові послуги «крокової доступності» (забезпечення умов обслуговування), послуги із переведення в готівку, послуги із переуступки ризиків, крім страхування, послуги з проведення злиття та поглинання компаній, послуги надання кредитних рейтингів, послуги на фондових біржах і послуги з довірчого управління майном (див. детальніше: Manual on Statistics of International Trade in Services 2010 (MSITS 2010) / United Nations, Department of Economic and Social Affairs: Statistics Division. New York, 2011. P. 79. URL: https://unstats.un.org/unsd/tradeserv/TFSITS/msits2010/docs/MSITS%202010%20M86%20(R)%20web.pdf).

Неврахування у складі фінансових послуг програм недержавного пенсійного забезпечення та страхових послуг виправдане методологією міжнародної статистики, у рамках цього дослідження і послуги страхових компаній, і послуги, пов'язані з діяльністю недержавних пенсійних фондів, відносяться до фінансових послуг.

1. «НОВА РЕАЛЬНІСТЬ» ЯК СЕРЕДОВИЩЕ ФУНКЦІОНУВАННЯ ІНДУСТРІЇ ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ

1.1. Індустрія фінансових послуг як інституційний та соціально-економічний феномен

Залежно від цілей і контексту дослідження будь-який об'єкт та явище у сфері суспільно-економічних відносин можна розглядати з різних позицій, наприклад, з точки зору трансакційних витрат, формальних і неформальних норм, впливу на ВВП та/чи зайнятість тощо.

Логіка дослідження ІФП з системних позицій передбачає аналіз існуючих теоретичних підходів і напрямів щодо ідентифікації ІФП як системного об'єкта.

Натепер в економічній думці відсутній консенсус у сенсі розуміння того, що таке ІФП. Еклектизм підходів і поглядів пояснюється як відмінностями між економічними школами, так і онтологічними проблемами, пов'язаними з інтерпретацією понять «фінансовий ринок», «фінансовий актив», «фінансова послуга», «фінансовий інститут», «фінансовий сектор», «фінансовий розвиток».

Для розуміння ІФП як інституційного та соціально-економічного феномену слід виокремити такі аспекти:

- необхідність ІФП та її роль в економічній системі,
- інституційна будова ІФП.

Серед теоретико-методологічних положень, пов'язаних із розумінням сутнісної складової ІФП, ключовими є такі:

- ІФП є економічним феноменом, а як будь-який економічний феномен вона є результатом самоорганізації на основі суспільного поділу праці, спрямованим на забезпечення потреб індивідів і суспільства у фінансових послугах;
- оскільки ІФП виникла внаслідок поділу праці в межах економічної системи, розглядати її слід як специфічний (за інструментарієм, функціями, способом організації та функціонування) механізм, що опосередковує рух фінансових ресурсів;
- ІФП є системним об'єктом і тому «… виступає як засіб досягнення певної (системної) мети, має специфічні механізми самозбереження і енергію саморозвитку, підпорядковується власній логіці історизму та іманентним законам»[1].

[1] Гальчинський А.С. Економічна методологія. Логіка оновлення. Київ: АДЕФ-Україна, 2010. С.99.

За економічною сутністю ІФП – це частина соціально-економічної системи суспільства, сукупність економічних відносин, що складаються між економічними суб'єктами у процесі надання та споживання фінансових послуг.

З функціональної точки зору ІФП є механізмом, що забезпечує торгівлю фінансовими послугами.

З інституційної точки зору ІФП – це сукупність фінансових посередників та суб'єктів ринкової інфраструктури, що здійснюють надання фінансових та суміжних послуг.

Із системних позицій ці визначення ІФП акцентують увагу на різних її характеристиках: перші два – на зв'язках, останнє – на її складі та, частково, функціях.

Для розуміння ІФП як інституційного та соціально-економічного феномену необхідно встановити, по-перше, відмінності між фінансовим посередництвом та індустрією фінансових послуг, а по-друге, уточнити, що власне розуміють під фінансовими послугами.

У класичному розумінні фінансового посередництва як окремого специфічного виду економічної діяльності ключовим є розуміння цієї діяльності виключно з фінансовими активами (як системи опосередкованого фінансування, що полягає у залученні фінансових ресурсів з метою їх подальшого розміщення у фінансові активи)[1]. У разі, якщо залучені ресурси вкладаються у нефінансові активи, то про фінансове посередництво не йдеться. Надання фінансових послуг не завжди пов'язане з посередництвом у сфері грошово-кредитних відносин (наприклад, при здійсненні переказів). Це означає, що індустрія фінансових послуг не може розглядатись як сукупність фінансових посередників, – вона включає принаймні надавачів фінансових послуг (які можуть і не бути фінансовими посередниками), а також супутню (допоміжну) інфраструктуру (платіжну, клірингову, депозитарну тощо).

Наступним кроком у розумінні ІФП як інституційного та соціально-економічного феномену є з'ясування її функцій (оскільки сутність пізнається через функції).

Методологічно відправною точкою для аналізу функцій ІФП є те, що виникнення ІФП – результат суспільного поділу праці. Передумова появи – трансакційні витрати та асиметричність інформації[2]. Тобто на певному етапі суспільного розвитку виникає об'єктивна потреба у специфічній формі

---

[1] Зимовець В.В., Зубик С.П. Фінансове посередництво. Київ: КНЕУ, 2004. С.4.

[2] Allen F., Santomero A. What Do Financial Intermediaries Do? *Wharton School, Univ. of Pennsylvania Working Paper.* 1999. № 99-30-B. 41 p.; Bhattacharya S., Thakor A. Contemporary Banking Theory. *Journal of Financial Intermediation*. 1993. Vol. 3, № 1. P. 2–50; Bhattacharya S., Thakor A. Contemporary Banking Theory. *Journal of Financial Intermediation*.

підприємницької діяльності, безпосередньо спрямованій на зменшення витрат при укладанні угод у процесі розміщення та реалокації фінансових ресурсів. Відповідно, виникають економічні суб'єкти (фінансові посередники, суб'єкти ринкової інфраструктури), що надають особливі – фінансові – послуги. Відмінності у типах і комбінації інформаційних та трансакційних витрат зумовлюють появу специфічних ринків, фінансових посередників і контрактів[1]. Це розширює розуміння функцій ІФП і дає змогу їх конкретизувати.

ІФП властиві такі базові функції, як: платіжна; перерозподільча; управління ризиками; інформаційна; розподілу володіння й управління власністю.

Перерозподільча функція може вважатися основною функцією ІФП, оскільки за своїм характером ця функція є комплексною (поєднує функції посередництва і трансформації).

Платіжна функція ІФП реалізується через забезпечення платіжно-розрахункових механізмів, що базуються на існуванні грошей. Причому з розвитком й ускладненням економічних відносин ІФП продукує нові фінансові інструменти, платіжні системи, ринкових посередників і технології, що зменшують витрати і сприяють спеціалізації.

Функція ІФП щодо *управління ризиками*, пов'язаними з володінням активами і здійсненням угод в економіці, реалізується через інститути, що спеціалізуються на переміщенні й торгівлі ризиками.

Інформаційна функція ІФП полягає у накопиченні, відборі й передачі інформації у просторі та часі. ІФП забезпечує суб'єктів економічної діяльності інформацією про стан кон'юнктури економіки загалом та її окремих сегментів, що становлять ключовий елемент прийняття економічних рішень. Механізмами реалізації цієї функції є інформація про курси ЦП і процентні ставки, що є індикатором дефіциту та вартості ресурсів у секторах і галузях економіки та впливає на їх розподіл. Як підкреслюють З. Боді та Р. Мертон, поява кожного нового фінансового інструменту надає нові можливості для отримання інформації[2]. Уся ця інформація слугує для прийняття рішень щодо продуктивнішого розміщення фінансових ресурсів у економічній системі.

Здатність ІФП виконувати *функцію розподілу володіння та управління власністю* пов'язана з характеристиками фінансових активів. За економічною природою фінансові активи втілюють права на економічні ресурси і визначають умови, за яких їх власник може скористатися цими правами[3]. Найбільш виразно ця функція виявляється у процесі існування організованих фінансових ринків, зокрема ринку акцій. Із фінансовим

[1] Там само.
[2] Боди З., Мертон Р. Финансы. Москва; Санкт-Петербург; Киев: Вильямс, 2000. 592 с.
[3] Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. Москва: Перспектива, 1995. С.65–66.

поглибленням різноманітність фінансових активів, що втілюють права на ресурси, зростає. ІФП створює права на вартість, втілену у формі інформації (деривативи, в основі яких – майбутня невизначеність наслідків подій).

Наступним кроком дослідження ІФП як системного об'єкта є особливості його інституалізації в економічній системі.

У загальному вигляді інституалізація є процесом формалізації й усталеності характеру (узвичаєння) зразків поведінки, що становлять інститут. Інституалізація індустрії фінансових послуг як і будь-якої сфери економічних відносин у суспільстві визначається низкою факторів – макроекономічних, соціальних, політичних тощо. У ринково незрілих економічних системах (до числа яких відноситься й Україна), окрім суто макрофінансових факторів (фінансової глибини економіки, ВВП на душу населення), вагоме значення у процесах інституалізації ІФП відіграє майнове розшарування суспільства, схильність населення до заощаджень, фінансова грамотність домогосподарств, структура власності, рівень монополізації економіки тощо.

Хоча в останні десятиліття проблеми розвитку ринків фінансових послуг, фінансового посередництва досліджуються та дискутуються доволі активно і в різних ракурсах[1], однак послідовної теорії інституалізації індустрії фінансових послуг дотепер не існує. Одна з причин цього – різноманітність історичного досвіду розвитку ІФП, національні відмінності у її організаційній структурі та моделях взаємозв'язку з реальною економікою. До того ж ІФП в економіках конкретних країн різняться генезисом і масштабами, методами та ступенем впливу на економіку, формами і характером корпоративного фінансування. Важливі чинники формування й розвитку ІФП – регулювання та оподаткування, що також значно відрізняються між країнами.

Інституалізацію ІФП можна розглядати в аспектах змін її структури, рівня розвитку, якісних станів фінансових посередників, її функціонального

[1] Зокрема, напрями досліджень охоплюють порівняльний аналіз фінансових систем (Ф. Аллен, І. Берглоф, Л. Бокрош, П. Болтон, А. Гелбард, Д. Гейл, Л. Зінгалес, С. Лейт, Р. Раджан, М. Тірель, Р. Шмідт), характер фінансової структури економік (Дж. Барні, Т. Бек, Дж. Бойд, Е. Девіс, Р. Левін, Б. Рубцов, Б. Сміт, А. Деміргуч-Кунт), вплив фінансового сектора на економічне зростання (П. Агіон, Т. Бек, П. Говіт, І. Лав, Д. Крістопулос, М. Кхан, Р. Левін, Д. Майєр-Фоулкс, А. Морріс, О. Сасман, Ф. Сан, Е. Ціонас, Дж. Шан), зміну функціональних характеристик сучасних ФС (Т. Глесснер, Л. Зінгалес, С. Классенс, Д. Клінгебіль, С. Шмуклер, Р. Раджан), зміни у світовому фінансовому середовищі (К. Білтофт, Р. О'Брійєн, Х. Бломстештайн, І. Доронін, М. Лауфер, Д. Михайлов, Дж.-К. Трічет, Ю. Шишков), проблеми фінансової стабільності (К. Боріо, Г. Вег, Е. Девіс, О. Іссінг, Г. Камінскі, Г. Капрі, Д.Клінгебіль, Ф. Мишкін, К. Рейнхард, Р. Фергюсон, Г. Шиназі, У. Уайт).

стану (стабільний – нестабільний – кризовий); перехід від низько- до високорозвиненого рівня; динаміки кількісних показників функціонування; процесу реформування; переходу від одного якісного стану до іншого (фінансова репресія / фінансова лібералізація); еволюції фінансового посередництва в суспільстві; появи нових фінансових активів та фінансових інститутів і зміни їх ролі в економіці тощо.

Власне наведені аспекти значною мірою визначають розмаїття теоретичних узагальнень щодо розвитку ІФП, двозначність і неузгодженість трактувань процесів та механізмів її розвитку і, як наслідок, невідповідність теоретичних моделей реаліям інституалізації ІФП. Тому логіка дослідження інституалізації ІФП у сучасних економічних системах передбачає аналіз власне структури ІФП та особливостей її інституційних зв'язків в економіці.

Специфічну характеристику ІФП можна узагальнити таким чином: ІФП є механізмом, що забезпечує надання фінансових послуг. Характерна особливість ІФП – створення стимулів до генерування і поширення інформації. За децентралізації рішень ефективний розподіл інформації узгоджує вибір та рішення фірм, що здійснюють реальні інвестиції, з одного боку, та вибір і рішення власників заощаджень – з іншого, і таким чином посилює взаємодію між фінансовими посередниками[1].

Важливим аспектом інституалізації ІФП є т. зв. «інституційна матриця» (за визначенням О. Сніжко), що утворена історично сформованою системою базових інститутів, які регулюють основні сфери суспільних відносин.

Виокремлення «інституційної матриці», у якій функціонує та розвивається ІФП має важливе значення з точки зору характеристик поведінки економічних агентів. Інституційне середовище впливає на ІФП через мотиви поведінки економічних суб'єктів, домінуючі відносини власності, характер правової системи, політичні та ідеологічні умови, що панують у суспільстві, морально-етичні особливості поведінкової реакції.

Залежно від інституційних характеристик функціонування ІФП може супроводжуватися різними рівнями ефективності, стабільності, різною конфігурацією стимулів у суб'єктів фінансового посередництва. Нерозвиненість або відсутність належних правових і соціальних норм заважає виконанню фінансових контрактів і уповільнює розвиток ІФП, в окремих випадках – навіть призводить до дисфункціональності ІФП.

Залежно від особливостей організації фінансового посередництва,

[1] Allen F., Gale D. Comparative Financial Systems: A Survey. Wharton School, Univ. of Pennsylvania, 2001. 79 p.; Bossone B. Circuit theory of finance and the role of incentives in financial sector reform. *WPS* № 2026. Wash.: World Bank, 1998. 55 p.

переліку фінансових активів, специфіки фінансових інститутів та фінансових ринків, функції ІФП можуть виконуватися з різним ступенем ефективності, що також значною мірою визначається структурою інституційних взаємозв'язків ІФП і напрямами їх трансформації.

У сучасній економічній літературі відповідно до критерію домінуючих фінансових посередників здебільшого йдеться про дві базові моделі: банківську та ринкову[1]. Основні їх характеристики традиційно узагальнюються на історичному досвіді Японії та Німеччини (т. зв. «банківська» модель) і США та Великої Британії (т. зв. «ринкова» модель). На практиці у національних ІФП переважно домінують банки[2], однак останнім часом відносна важливість фондового ринку зростає – його роль тим більша, чим вищий рівень економічного розвитку країни.

Різним моделям ІФП властиві особливі структури володіння акціями, яким відповідають англосаксонська і континентально-західноєвропейська моделі фондового ринку. У першому випадку домінуючий учасник ринку – інституційні інвестори, а переважна кількість акцій обертається вільно, у другому – більша частка акцій іммобілізована у контрольних пакетах, а на ринку головна роль належить банкам.

Характер взаємовідносин між ІФП і реальним сектором залежить від природи фінансових контрактів між ними. Альтернативні фінансові інструменти дають інвесторам різні можливості контролю над підприємницькими рішеннями менеджменту компаній. Залежно від домінуючого в економіці типу фінансування різняться і моделі корпоративного управління. Основними є англо-американська, орієнтована на ринковий контроль з боку інвесторів; і японо-німецька, що характеризується тісними довгостроковими інвестиційними відносинами між банками і промисловістю.

Різні моделі ІФП також передбачають відмінності у регулюванні фінансового посередництва. Універсальні фінансові посередники з широким набором фінансових послуг більш складні в управлінні і здійсненні нагляду за їх діяльністю, ніж вузькоспеціалізовані. Вони потребують інтегрованого інституційного регулювання (консолідоване регулювання). За жорсткого розподілу сфер операційної діяльності та функцій різних видів фінансових посередників система регулювання може бути сегментованою.

Основними критеріями, за допомогою яких можна дослідити

[1] Levine R. Bank-based or market-based financial systems: which is better? *NBER Working Paper*. 2002. № 9138. 44 p.

[2] У рамках базової банківської моделі виділяють також модель універсального банку (Німеччина, Нідерланди, Швейцарія), модель розподіленої банківської діяльності (США, Японія) і змішану модель (Австралія, Велика Британія, Канада).

інституціалазацію ІФП, є: характер фінансового посередництва в економіці; домінуючий тип фінансування (банки чи фондові ринки); найбільш поширений тип інформації в економіці, ступінь і характер її розкриття (приватна чи публічна); тип корпоративного контролю.

Дотепер ані теорія, ані практика фінансового посередництва не дають однозначної відповіді на питання щодо оптимальної моделі інституалізації ІФП. Натомість, як підкреслює О. Сніжко, існує певною мірою консеснусний підхід до визначення порівняльних переваг моделей ІФП. В його основу покладено ідею про те, що з розвитком економіки як структура власне ІФП, так і конфігурація її інституційних зв'язків також змінюються. Прихильники цього підходу (зокрема В. Зимовець) визнають, що банки важливіші для економічного зростання за одних умов, а ринки цінних паперів – за інших. Згідно з аргументами В. Зимовця, роль банків важлива на низьких рівнях економічного розвитку, а у міру зростання зростання доходу ефективнішою є ринкова модель ІФП.

Відносно новим трендом, зумовленим насамперед стрімким поширенням інновацій та технологій четвертої промислової революції, що віддзеркалює зміни в конфігурації інституційних зв'язків ІФП, є активне виникнення і поширення т. зв. фінансових екосистем – стійкої мережі взаємопов'язаних суб'єктів.

У сучасних умовах фінансові екосистеми не лише стимулюють зниження трансакційних витрат, формування усталених довгострокових зв'язків, поширення фінансової інклюзії, а й формують нові виклики і ризики для економічного розвитку, зокрема, «замкнення» користувачів у параметрах фінансових екосистеми, створення власних правил та підміна державних інститутів, вплив на параметри економічного розвитку, монополізація ринків, галузей, ризики «зливу» і неправомірного використання інформації про користувачів фінансових послуг.

Цифрові технології трансформують усі сторони суспільно-економічних відносин. Особливо виразні та динамічні прояви «оцифрованої» реальності спостерігаються у сфері фінансового посередництва – ідеться насамперед про мережевізацію, смартизацію, токенізацію, дезінтермедіацію, дегуманізацію, шерінг.

У сукупності все перелічене вище означає, що процеси інституалізації ІФП є дуже складними і багатоаспектними, а, враховуючи динамічні зміни у світовій фінансовій індустрії, сучасні тенденції щодо підвищення глобального значення ІКТ в інституалізації ІФП поки що не мають адекватних рішень. Прогресу в цьому напрямі може сприяти критичне осмислення останніх досягнень світової науки і досвіду, накопиченого у сфері розвитку та регулювання фінансових екосистем,

враховуючи, що до 2025 р. на екосистеми може припадати близько 30% глобального ВВП (близько 60% усіх невиробничих доходів компаній у світі, за оцінками *McKinsey, PWC*). При цьому життєвий горизонт традиційного банкінгу оцінюється у 10–15 років.

1.2. «Нова реальність» як середовище функціонування індустрії фінансових послуг

Розглядаючи ті чи інші поняття, які використовуються дослідниками та експертами, легко помітити, що багато з них (навіть фундаментальні поняття) інтерпретуються по-різному, в них вкладається різноманітний зміст, обумовлений заданим контекстом. Іншими словами, конкретний зміст економіко-аналітичної термінології (понятійного апарату) формується контекстуально, ракурсно.

Зазначена обставина стосується і неологізму «нова реальність», який з моменту його уведення в лексикон економістів у 2009 р. дедалі частіше став використовуватися як у їхній риториці, так і у висловлюваннях політиків.

Неологізм «нова реальність» почав використовуватися у зв'язку з обговоренням перспектив світової господарської динаміки після Великої рецесії 2008–2009 рр. (Хоча наприклад, в Урбаністичному словнику це визначення трактується як: «Стабілізований стан після будь-яких радикальних змін. Нова нормальність пропонує прийняти нову реальність, працювати з нею, а не шкодувати про втрачений світ».).

Вважають, що зазначений неологізм у рамках згаданого обговорення був запропонований аналітиками компанії PIMCO (Pacific Investment Management Company, Каліфорнія, США), що управляє одним з найбільших у світі ПІФів (пайових інвестиційних фондів) з активами, що перевищують 1,8 трлн дол. США. Генеральний директор цієї компанії Мохаммед Ель-Еріан на основі аналізу макроекономічних наслідків Великої рецесії 2008–2009 рр. та проведеної антикризової політики висунув гіпотезу про високу ймовірність настання тривалого періоду повільного посткризового економічного зростання, що супроводжуватиметься масовим безробіттям і падінням суспільного добробуту в економічно розвинених країнах, якщо не будуть реалізовані масштабні структурні реформи, імовірність здійснення яких, за його оцінкою, вкрай низька[1].

[1] El-Erian M. A New Normal. *Secular Outlook. PIMCO.* 2009. URL: http://www.pimco.com; El-Erian M. Navigatson the New Normal in Industrial Countries. *Per Jacobsson Foundation Lecture*. 2010. URL: www.imf.org

Ідея «нової реальності» світової господарської динаміки була висунута в 2009 р. М. Ель-Еріаном та його співавторами з PIMCO на противагу, як альтернатива уявленням, що переважали в той момент у колах економістів, про можливості швидкого відновлення докризової динаміки економік розвинених країн. У цьому сенсі зазначена гіпотеза отримала емпіричне підтвердження.

Основні побоювання, сформульовані авторами гіпотези «нової реальності» світової господарської динаміки, були пов'язані з такими проблемами, як: формування масштабного боргового навісу в економічно розвинених країнах; складність здійснення великих системних перетворень, що фактично означають формування нової економіко-відтворювальної моделі; суперечливий вплив політики макрофінансової стабілізації на відновлення виробничої діяльності в реальному секторі економіки; зростаючі ризики господарського протекціонізму.

Недооцінка цих проблем і недостатня обережність щодо їх вирішення означатимуть, що економіки розвинених країн ризикують зісковзнути у «втрачені десятиліття» стагнації, як це, наприклад, сталося з японською економікою у 1990–2000-х роках після колапсу японської «фінансової бульбашки» в 1991 р.

Згодом концепція «нової реальності» набула кількох нових версій: у жовтні 2014 р. тодішня очільниця МВФ Крістін Лагард попередила про те, що розвинені країни стикаються з «новою посередністю» (new mediocre); колишній міністр фінансів США Ларрі Саммерс передбачив еру «тривалої стаграції» (secular stagnation).

Як настання епохи стагнації, депресивної стабілізації економіки (за аналогією з японським «втраченим двадцятиріччям») «нова реальність» інтерпретувалася в Китаї та Росії (публікації К. Юдаєвої, О. Улюкаєва). Китайське вище керівництво сприйняло прихід «нової реальності» як виклик національній економіці, темпи зростання якої почали сповільнюватись, і як відповідь на цей виклик розвитку запропонувало курс на зміну моделі відтворення економіки з акцентом на розширення внутрішнього споживання (Програма 13-ої п'ятирічки розвитку Китаю).

Припущення, що економіки Заходу можуть перебувати в стані низького рівня зростання протягом незвично тривалого періоду часу, стали піддаватись сумніву. Зростання внутрішньої напруженості та протиріч, а також надмірна залежність від нетрадиційної грошово-кредитної політики, цю ситуацію дестабілізують.

«Фінансові бульбашки» зростають, природа фінансового ризику постійно змінюється, нерівність посилюється і заспокійливий вплив нетрадиційної грошово-кредитної політики досяг своїх лімітів – принаймні

так було в допандемічний період. Перспектива того, що така політика буде спроможною підтримувати економічні «двигуни», навіть за низьких рівнів, видавалася малоймовірною. Щоб спрямувати економіку на інклюзивне зростання, зниження нерівності та реальну фінансову стабільність, політика повинна включати: прискорення структурних реформ (наприклад, збільшення інвестицій в інфраструктуру), більш гнучку фіскальну політику, зменшення надмірної заборгованості, а також поліпшення глобальної координації[1].

Отже, ключовою ознакою «нової реальності» світової господарської динаміки, згідно з уявленнями про неї аналітиків компанії PIMCO, є стагнаційний характер виходу економік розвинених країн з Великої рецесії. Крім цієї ознаки, прихильники ідеї ствердження деякої «нової нормальності» у відтворенні світової економіки відзначають посилення невизначеності щодо спрямованості подальшого світового господарського розвитку, нестійкість нових еволюційних траєкторій (аналог «дивного атрактора» – випадкових блукань системи, що самостійно формується в категоріальному апараті синергетики), наявність високої волатильності й турбулентності на товарних і грошових ринках (волатильність характеризує діапазон ринкових коливань, адже ринок вважається системою, що коливається, а турбулентність – різношвидкісний рух складових ринкового процесу, зокрема, пропозиції і попиту; наявність турбулентності – ознака втрати стійкості та розбалансованості), зниження ефективності стандартних (традиційних) рецептів проведення державної макростабілізаційної політики в частині використовуваних інструментів та стимулів.

Досить поширена у колах економістів думка про те, що неологізм «нова реальність» поки що не досить інформативний, але все-таки обіцяє певну нову спробу оновлення розуміння сьогоднішньої економічної дійсності. Вважається, що цей неологізм набув поширення в економічній риториці з тієї причини, що під ним можна розуміти будь-які зміни, що відбуваються у світовій економіці. До таких змін, зокрема можна віднести розгортання чергової – четвертої – технологічної революції, що обумовлює формування цифрової економіки і здійснення на цьому базисі радикальних перетворень у відтворенні індустрії фінансових послуг. Електронна (цифрова) революція у вигляді технологій блокчейн і використання непідвладних центральним банкам і урядам криптовалют (біткоїна, літкоїна та ін.) найближчим часом може послабити позиції традиційного банкінгу.

[1] El-Erian M. The End of the New Normal? Feb. 2, 2016. URL: https://www.project-syndicate.org/commentary/the-end-of-the-new-normal-by-mohamed-a--el-erian-2016-02

Потенційно криптовалюти підривають монополію центральних банків у сфері регулювання грошових потоків.

Виокремлюючи ознаки «нової реальності», академік НАН України Е.М. Лібанова справедливо зауважує, що « … новій реальності притаманні комплексні зміни, тобто зміни, що охоплюють практично все. Наприклад, четверта промислова революція: ще ніколи економічні зрушення не торкались абсолютно всіх сфер буття, сьогодні ж діджиталізація спричинює появу цілих нових галузей та принципово переінакшує функціонування ринку праці … якщо попередня промислова революція відбувалася спочатку в одній країні, а решта наслідувала її шлях (в останні пів тисячоліття такою країною була Велика Британія), то зараз ситуація зовсім інакша: зміни відбуваються одночасно та майже повсюдно … нова реальність формується просто у нас на очах, так швидко, що ми не встигаємо не те, що прийняти це, пристосуватись, виробити якісь нові якості, а й бодай її осмислити»[1].

Реальність – це все, що сприймається і піддається осмисленню (суспільна практика, за К. Марксом). Реальність завжди мінлива (актуалізована реальність, потенційна реальність), у будь-якій реальності присутні елементи минулого. Детермінація реальності відбувається не тільки минулим, а й майбутнім (очікуваннями, планами).

Оскільки нормальність – поняття оціночне, залежно від контексту нормальність може трактуватись як:

- відповідність нормам (стандартам);
- типовість, поширеність, оптимальність;
- закономірність в індивідуальних відмінностях;
- передумова і гарантія виживання в конкретному середовищі;
- незмінна якість.

Власне поняття нормальності є на порядок складнішим від поняття реальності, оскільки щоб визначити (ідентифікувати) якусь певну норму, необхідно відобразити ту реальність, яка вже була. Потім відобразити змінену (актуалізовану) реальність, з’ясувати, наскільки змінені ті риси (ознаки) суб’єкта (явища), що є для нього істотними.

Нами концепт «нова реальність» визначено як поняття, що виражає специфіку нових умов суспільно-економічного розвитку (на глобальному, регіональному, національному рівнях). При цьому важливо враховувати ту обставину, що сутність «нової реальності» не зводиться лише до актуалізації (осучаснення) реальності як такої, йдеться про більш глибинні процеси і

[1] «Нова реальність формується дуже швидко і майже одночасно в усьому світі». Із виступу академіка НАН України Елли Лібанової (Інститут демографії та соціальних досліджень імені М.В. Птухи НАН України) на форумі «Creative Ukraine». URL: http://www.nas.gov.ua/

нові явища в суспільно-економічному розвитку – появу та утвердження в економіці та суспільстві «нової нормальності» – такого стану, за якого розвиток системи (об'єкта) у попередній якості виявляється неможливим (або суттєво ускладненим), а нові характеристики трактуються не як відхилення від норми, а як звичний (усталений) стан (порядок).

Оперування зазначеним концептом дасть можливість оновити наявні теоретичні конструкції економічних досліджень у частині переорієнтації економічної методології на пізнання нових реалій і парадоксів, пов'язаних у т. ч. і з трансформаціями індустрії фінансових послуг.

На користь евристичного потенціалу цієї конструкції свідчить хоча б той аргумент, що якщо оцінювати появу нових норм в середовищі існування індустрії фінансових послуг ретроспективно, то такими новими нормами безумовно були і демонетизація золота, і відрив долара від золотої основи (припинення обміну на золото), і відхід від фіксованих валютних курсів.

Що стосується проблеми розвитку індустрії фінансових послуг в умовах «нової реальності», то власне науковий пошук варіантів її вирішення повинен починатися з формування розуміння «нової нормальності» стосовно відтворення феномену ІФП. Сформувати відповідне розуміння дозволить використання науково-пізнавальних інструментів сучасних концепцій фінансової еволюції.

Відштовхуючись від цієї логічної конструкції, новими нормами у глобальній економіці є:

- інтенсивність та масштаби поширення фінансових інновацій;
- тягар приватних і державних боргів;
- фінансові асиметрії та дисбаланси;
- нетрадиційність інструментарію грошово-кредитної політики, що стало нормою в переважній кількості розвинених країн (і навіть у деяких країнах, що розвиваються);
- наднизька інфляція;
- низькі або навіть негативні процентні ставки;
- стрімке й масштабне демографічне старіння, у складі населення майже кожної країни світу зростає частка людей старшого віку.

Що стосується індустрії фінансових послуг, то наведені норми значною мірою характерні і для неї також, або ж існують у середовищі її функціонування.

Оскільки тривалий час основою аналізу економічних явищ і процесів вважалися принципи причинності, детермінованого раціоналізму та рівноваги, нові норми, які склалися й існують у глобальній економіці, не можуть бути пояснені за допомогою усталених ортодоксальних наукових

теорій. Тому як альтернатива усталеним концептуальним підходам робоча гіпотеза дослідження сформульована таким чином: в умовах «нової реальності» відбувається конструктивна руйнація об'єкта (індустрії фінансових послуг)[1].

Відтак, логіка подальшого дослідження передбачає аналіз поводження об'єкта (ІФП) в середовищі з новими нормами, а також з'ясування, чи відбуваються якісь трансформації об'єкта під впливом нових норм.

[1] Вихідним методологічним підґрунтям сформульованої гіпотези є: по-перше, ідеї Й. Шумпетера щодо «творчої руйнації» (creative destruction), у ході якої процеси створення нового і продуктивнішого супроводжуються конкурентними процесами витіснення застарілого і неефективного (Шумпетер Й. Теория экономического развития: исследование предпринимательской прибыли, капитала, кредита, процента и цикла коньюнктуры. Москва: Прогресс, 1982. 455 с.), а також висновки про суперечливість процесів гіперфінансиалізації глобальної економіки, які містяться у працях: Экономическая теория на пороге XXI века: Глобальная экономика / под ред. Ю.М. Осипова и др. Москва: Юрист, 2003. 992 с.; Білорус О.Г. Глобальна структурна криза та трансформації фінансової світ-системи. *Фінанси України*. 2014. № 4. С. 32–45; Білорус О.Г. Гіперфінансиалізація світової економіки та її глобальні проблеми й наслідки. *Фінанси України*. 2014. № 12. С. 32–41 та ін.

ТРАНСФОРМАЦІЯ ІНДУСТРІЇ ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ В УМОВАХ «НОВОЇ РЕАЛЬНОСТІ»

2.1. Індустрія фінансових послуг в умовах низьких та від'ємних процентних ставок

Одним із характерних проявів «нової реальності» на посткризовому етапі розвитку фінансових ринків стало поширення низьких та від'ємних процентних ставок за розміщення фінансових активів. Першопричиною такої тенденції слід вважати ініціативи монетарного стимулювання, що надходили від центробанків.

Після початку глобальної фінансової кризи 2008 р. політика монетарних регуляторів переважної кількості країн світу була орієнтована на зниження процентних ставок з метою пожвавлення ділової активності. Так, у другій половині 2008 р. ставки на рівні 0,1–0,3% були встановлені центральними банками Японії та США. У 2009 р. нижче 0,5% опустились ставки в ряді інших провідних економік, зокрема у Великій Британії, країнах Єврозони, Чехії, Швеції, Швейцарії[1]. Пізніше такі ж ставки були запроваджені у Канаді, Новій Зеландії, Ізраїлі, Чилі.

В умовах великих масштабів та тривалого періоду фінансової кризи ставки центробанків закріпились на значеннях, близьких до нуля. Згодом, через відсутність стійких ознак економічного відновлення, з 2012 р. у низці країн навіть проявились тенденції переходу відсоткових ставок центробанків до від'ємних значень.

Так, протягом 2012–2015 рр., коли у країнах ЄС почалася друга хвиля фінансової кризи, центробанки таких країн, як Данія, Швеція, Швейцарія, Японія, запровадили ставки на рівні від -0,1 до -0,75. Під впливом наступних кризових проявів та пандемії поновили тактику зниження ставок ЄЦБ, ФРС США, центральні банки Великої Британії, Норвегії, Австралії, Канади, Ізраїлю. На початок 2020 р. вони тримали свої ставки на рівні 0–0,25%. Пандемія поглибила цей процес. Уже в березні 2020 р. переважна кількість центробанків країн ОЕСР оголосила про додаткове зниження резервних ставок. Знизили свої ставки і центробанки країн Центрально-Східної Європи: Румунії (з 2 до 1,5%), Польщі (з 1 до 0,1%), Чехії (з 2,25 до 0,25%), Угорщини (з 0,9 до 0,6%)[2].

[1] Central bank policy rates. BIS Statistics. URL: https://www.bis.org/statistics/cbpol.htm

[2] Дані щодо розміру процентних ставок взяті з офіційних сайтів центробанків різних країн.

Узагальнюючи передумови переходу світових фінансових ринків до низьких та від'ємних відсоткових ставок, їх можна умовно поділити на чинники глобального та локального характеру. До чинників глобального характеру, окрім зазначеної ініціативи центробанків провідних країн, слід віднести й особливості структурного розвитку економік на поточному етапі, які відзначаються:

– скороченням кількості працездатного населення, зростанням безробіття, нерівності у розвинених країнах, що обмежує темпи економічного розвитку, посилює боргове навантаження (табл. 2.1, 2.2);
– уповільнення технічного прогресу та технологічного переозброєння, що обмежує рентабельність виробництва і, відповідно, дохідність інвестицій;
– тривала низька інфляція, невизначеність та переважно негативні ринкові прогнози спонукають до заощаджень, а не інвестицій[1].

Таблиця 2.1

Структура світового ВВП

Показник	1970	1980	1990	2000	2010	2018	2025–2030 (оціночно)
Витрати домогосподарств / ВВП, %	58,82	58,58	58,51	58,45	57,34	57,67	56,4–56,8
Витрати урядів / ВВП, %	14,72	16,04	16,22	16,09	17,50	16,93	18,0–18,6
Нагромадження основного капіталу / ВВП, %	26,90	26,97	25,98	24,54	24,30	24,38	23,9–24,2
Експорт товарів і послуг / ВВП, %	13,65	18,87	19,35	26,03	28,97	30,11	34,0–35,0
Імпорт товарів і послуг / ВВП, %	13,71	19,87	19,51	25,10	28,16	29,34	33,0–34,0

Джерело: World Development Indicators Database / World Bank.

Динаміка ключових показників глобального фінансового розвитку також переконливо свідчить, що світова економіка функціонує в дефіцитному режимі і за всіма параметрами є борговою (табл. 2.2).

[1] Ithurbide P. The financial markets today: how to cope with low/negative interest rates. *Amundi discussion papers series.* April. 2016. P.6.

Другою, найвагомішою після зниження процентних ставок, ініціативою регуляторів, що призвела до поширення від'ємної вартості фінансових активів, слід вважати масштабну емісію у рамках програм кількісного пом'якшення. Тільки протягом 2008–2016 рр. у рамках різних програм викупу активів у світі було емітовано понад 7,5 трлн дол. США ліквідності (ФРС, ЄЦБ, Банком Англії)[1].

Нову хвилю цього процесу підняла пандемія. Вже у березні 2020 р. на саміті G-20 були оголошені плани влити у світову економіку 5 тлрн дол. США, щоб «зробити все можливе для подолання наслідків пандемії»[2]. ЄЦБ розширив діючу програму викупу активів APP на додаткові 120 млрд євро та запустив спеціальну програму викупу активів під час пандемії (PEPP)[3].Орієнтовний обсяг останньої програми – 1,35 трлн євро, а тривалість – до червня 2021 р.[4]. Загалом, за даними компанії *McKinsey*, уряди 54 країн планували виділити на підтримку своїх економік понад 10 трлн дол США[5]. Тільки у межах країн Західної Європи планувалась емісія понад 4 трлн дол. США. Такі обсяги у 30 разів перевищують обсяг плану Маршалла та утричі – емісію за часів кризи 2008 р.

---

[1] Quantitative easing around the world: lessons from Japan, UK and US. *The Guardinan*. 2015. URL: https://www.theguardian.com/business/2015/jan/22/quantitative-easing-around-the-world-lessons-from-japan-uk-and-us; Graham A. Analyzing the Effects of Negative Interest Rates Across Five Economies. Total. 2020. URL: https://www.toptal.com/finance/market-research-analysts/effects-of-negative-interest-rates

[2] Kalin S., Lawder D. G20 leaders to inject $5 trillion into global economy in fight against coronavirus. *Reuters*. March 26, 2020. URL: https://www.reuters.com/article/us-health-coronavirus-g20-saudi-idUSKBN21D0XL

[3] Lane P. The ECB's monetary policy in the pandemic: meeting the challenge. Speech at the 62nd NABE Annual Meeting "Global Reset? Economics, Business, and Policy in the Pandemic". 6 October. 2020. URL: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020 /html/ecb.sp201006~e1d38a1ccc.en.html

[4] Marmefelt T. COVID-19 and economic policy toward the new normal: a monetary-fiscal nexus after the crisis? / CASE. 2020. P. 8.

[5] Cassim Z., et. al. The $10 trillion rescue: How governments can deliver impact / McKinsey & Company. 2020. URL: https://www.mckinsey.com/industries/public-and-social-sector/our-insights/the-10-trillion-dollar-rescue-how-governments-can-deliver-impact

Таблиця 2.2

Динаміка ключових показників фінансового розвитку світової економіки

Показник	1960	1970	1980	1990	2000	2007	2008	2010	2018	2019
Широкі гроші / ВВП, %	50,37	57,81	63,84	87,84	99,78	96,69	100,34	108,34	123,27	126,26
Внутрішній кредит, наданий фінансовими установами / ВВП, %	53,97	69,68	73,91 (1981)	116,93 (1989)	135,97	128,77	120,95	120,58	126,22	132,49
Ринкова капіталізація компаній резидентів, які входять в лістинг / ВВП, %			30,85	53,03	102,77	113,68	55,91	88,39	92,37	н\д
Біржові деривативи / ВВП, %	н\д	н\д	н\д	н\д	37	123	83	94	112	-
Позабіржові деривативи / ВВП, %	н\д	н\д	н\д	н\д	201	1007	938	910	641	-

Джерело: Development Indicators Database / World Bank. 15 October 2020.

Крім масштабної емісії на глобальному рівні, на регіональному рівні вагому роль у поширенні від'ємних процентних ставок відіграла і локальна специфіка певних країн, зокрема:

- спроби подолати нульові темпи інфляції та економічного зростання масштабною емісією (Японія, США);
- підтримка ліквідності, порятунок фінансових установ, зниження боргового навантаження (США, ЄЗ);
- стимулювання експорту, запобігання зміцненню національної валюти, стимулювання витрачати, а не заощаджувати (Данія, Швейцарія, Швеція);
- захист від надмірного припливу непродуктивного капіталу (Швейцарія, Греція, Данія, Кіпр).

Наслідки поширення нульових та від'ємних процентних ставок значною мірою були зумовлені перерозподілом світових потоків капіталу. На перший погляд, такий перерозподіл закономірно полягав у міграції капіталу з ринків розвинених країн на ринки країн, що розвиваються.

Проте, після короткого сплеску припливу капіталу на ринки країн, що розвиваються, у період 2010–2015 рр., очікування чергової хвилі боргової кризи у ЄС спровокували відплив капіталу з цих країн. Така ж ситуація повторилась у 2018–2020 рр. При цьому найбільші обсяги капіталу продовжують обертатись на ринках розвинених країн та фінансових центрів. Відтак на глобальному рівні запровадження від'ємних ставок практично не спричинило переливання капіталу на фінансові ринки країн, що розвиваються, де процентні ставки вищі, але посилило волатильність їхніх ринків фінансових активів.

Підтвердженням такої ситуативної волатильності слугують тенденції 2020 р. Перші три квартали 2020 р. спостерігалося скорочення обсягів припливу та прискорення відпливу іноземного капіталу з ринків економік, що розвиваються. Це зумовило девальваційний тиск на національні валюти низки країн. IV квартал продемонстрував протилежну тенденцію. За даними Інституту міжнародних фінансів, у листопаді до ринків економік, що розвиваються надійшло 76,5 млрд дол. США, що перевищило попередній максимум, який спостерігався у I кварталі 2013 р.[1]. Така волатильність підкреслює стан невизначеності для малих відкритих економік з відносно нерозвиненими фінансовими ринками в умовах зниження рівня процентних ставок та відповідного обмеження діапазону їх регулювання.

Для світових фінансових ринків поширення від'ємних ставок мало низку суперечливих наслідків:

[1] Emerging Market Capital Flows Recovery / IIF. URL: https://www.iif.com/COVID-19

- перерозподіл капіталу з низькорентабельного реального сектора у фінансовий, зокрема вкладення у високонадійні або дохідні фінансові інструменти: державні цінні папери або нерухомість, валюту, акції та облігації, деривативи;
- провокування цінових диспаритетів на ринках фінансових активів та нерухомості (зокрема, формування цінових «бульбашок» на ринках нерухомості Південної Азії, Австралії, деяких країн Європи)[1];
- послаблення позицій традиційного банківництва (до цього спонукали низькі депозитні ставки та обмежена дохідність кредитних операцій при високих кредитних ризиках в умовах глобальної економічної рецесії).

Імовірним наслідком поширення від'ємних процентних ставок та відповідного перерозподілу капіталу в межах індустрії фінансових послуг може стати поглиблення нерівності та фрагментація фінансових ринків.

До поглиблення нерівності призводить те, що для приватних осіб, які не володіють помітними обсягами фінансового капіталу, скорочується доступний інструментарій накопичення заощаджень та фінансування власних витрат. Тоді як власники великих обсягів капіталу продовжують отримувати прибуток за рахунок ефекту масштабу та цінових інтервенцій при фінансових спекуляціях. Це ж стосується й урядів: країни з надійними економіками збільшують можливості фінансування бюджетного дефіциту під нульові ставки, тоді як уряди країн з ринками, що розвиваються, продовжують сплачувати за свій борг високі ставки.

Також помітно простежується фрагментація ІФП в умовах зміни дохідності фінансових інструментів. Зменшується рентабельність та зростає ризикованість діяльності невеликих пайових та пенсійних фондів, лайфових страхових компаній, перевагами яких виступали угоди з гарантованою дохідністю за фіксованими ставками.

Специфіка діяльності банків в умовах низьких процентних ставок полягає у тому, що, з одного боку, збільшується та здешевлюється їхня ресурсна база, а з іншого – залишається обмеженою доцільність кредитування реального сектора. Додатковим чинником, що обмежує кредитну діяльність банків Єврозони виступають суттєві резервні вимоги з боку ЄЦБ, які він запровадив для подолання ризику ліквідності за кредитними операціями. Станом на 2019 р. за цими вимогами банкам

[1] Wu Jin. Policies tightened to cool overheating housing market. URL: http://www.china.org.cn/business/2018-07/19/content_57793044.htm

довелось розмістити на рахунках ЄЦБ майже 2,0 трлн євро[1]. Хоча за операціями рефінансування резервні вимоги були помітно знижені.

Слід відзначити, що загалом програми кількісного пом'якшення переважно не орієнтовані на підтримку кредитних операцій. Так, із запланованих понад 10 трлн дол. США фінансової допомоги економікам, близько 30% припадає на державні гарантії, по 20% – на зниження тарифів та вливання ліквідності та тільки 10–15% – на пряме кредитування[2]. Тобто можна припустити, що справді цільовим характером відзначатиметься лише близько половини фінансової допомоги, тоді як інша половина орієнтована на відновлення ліквідності у фінансовому секторі.

Останні аналітичні звіти містять доволі негативні сигнали того, що кредитна підтримка обмежено впливатиме на ділову активність. Так, жовтневий огляд банківського кредитування Єврозони продемонстрував негативні сигнали кредитного стиснення внаслідок пожорсткішання вимог до позичальників[3]. Кредитори пояснюють запровадження більш жорстких вимог зростанням ризиків макроекономічної нестабільності та втрати позичальниками платоспроможності. Але, окрім цього, і самі позичальники скорочують кількість звернень за позиками для реалізації бізнес-планів і обґрунтовують це негативними очікуваннями щодо посилення кредитних вимог.

За оцінкою експертів ЄЦБ[4], за таких ринкових обставин, ефект кредитної емісії може виявитись доволі обмеженим. Позичальники очікують погіршення ринкових умов та доходів і обмежують свою споживчу та бізнес-активність. Водночас і банки спостерігають скорочення попиту на кредити, погіршують макроекономічні очікування і посилюють вимоги до позичальників. Цю ситуацію негативно доповнює реальне скорочення платоспроможного попиту домогосподарств. Як наслідок – банки переорієнтовуються з традиційних депозитно-кредитних операцій на отримання прибутків від маржі за розрахунковими операціями (що

---

[1] Most German banks are imposing negative rates on corporate clients. *Financial times*. 2019. URL: https://www.ft.com/content/74573de6-0a15-11ea-bb52-34c8d9dc6d84

[2] Cassim Z., et. al. The $10 trillion rescue: How governments can deliver impact / McKinsey & Company. 2020. URL: https://www.mckinsey.com/industries/public-and-social-sector/our-insights/the-10-trillion-dollar-rescue-how-governments-can-deliver-impact

[3] October 2020 euro area bank lending survey / ECB. URL: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr201027~da272988b3.en.html

[4] Lane P. Monetary policy in a pandemic: ensuring favourable financing conditions. Speech of the Executive Board of the ECB, at the Economics Department and IM-TCD, Trinity College Dublin. 2020. 26 November. URL: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp201126~c5c1036327.en.html

стимулює поширення безготівкових розрахунків), інвестиції у високодохідну нерухомість, цінні папери та інструменти державного боргу.

Таким чином, поширення політики нульових та від'ємних процентних ставок матиме різні наслідки для подальшого розвитку індустрії фінансових послуг, її функціональної та інституційної структури.

У загальному вигляді для фінансових посередників наслідки проявляються через звуження перспектив для невеликих інститутів спільного інвестування, пенсійних фондів та «лайфових» страхових компаній через обмеження дохідності традиційних низькоризикових інвестицій у цінні папери урядів та компаній.

Для банків такими наслідками слід вважати зміну напрямів їх діяльності від депозитно-кредитних операцій до розрахункового обслуговування та розширення інвестиційної діяльності. Це може призвести до помітної трансформації банківських систем у структурно-функціональному плані. Переваги отримають великі, зокрема й державні, установи, що мають порівняно легший доступ до безкоштовного фондування від центробанків. Це обумовлює високу ймовірність зростання ринкових концентрацій. Іншим перспективним напрямом розвитку банківництва може стати поширення онлайн-банків, що надаватимуть фінансові послуги на регіональному рівні або в межах специфічних бізнес-моделей.

Для споживачів фінансових послуг закономірним буде поширення цифрових сервісів. Це також розширюватиме перспективи поширення цифрових валют центробанків та переорієнтацію останніх на прямі відносини зі споживачами фінансових послуг.

2.2. Структурні характеристики індустрії фінансових послуг в умовах «нової реальності»

Потужні наслідки фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр. та наступних за нею проявів нестабільності позначились на структурно-функціональних характеристиках ІФП як у глобальному вимірі, так і на локальних рівнях.

Рівень розвитку індустрії фінансових послуг досить виразно змінився як у розвинених країнах, так і в країнах, що розвиваються, і меншою мірою – у країнах із низьким рівнем доходу (рис. 2.1).

Розрив у рівні розвитку ІФП за індексом фінансового розвитку між першими двома групами країн значно розширився між серединою 1990-х та початком 2000-х років, що відображає особливо швидке зростання ІФП

розвинених країн, проте після глобальної фінансової кризи цей розрив зменшився[1] (хоча в Україні у 2002–2013 рр. і спостерігався певний прогрес індексу, рівень розвитку ІФП є невисоким).

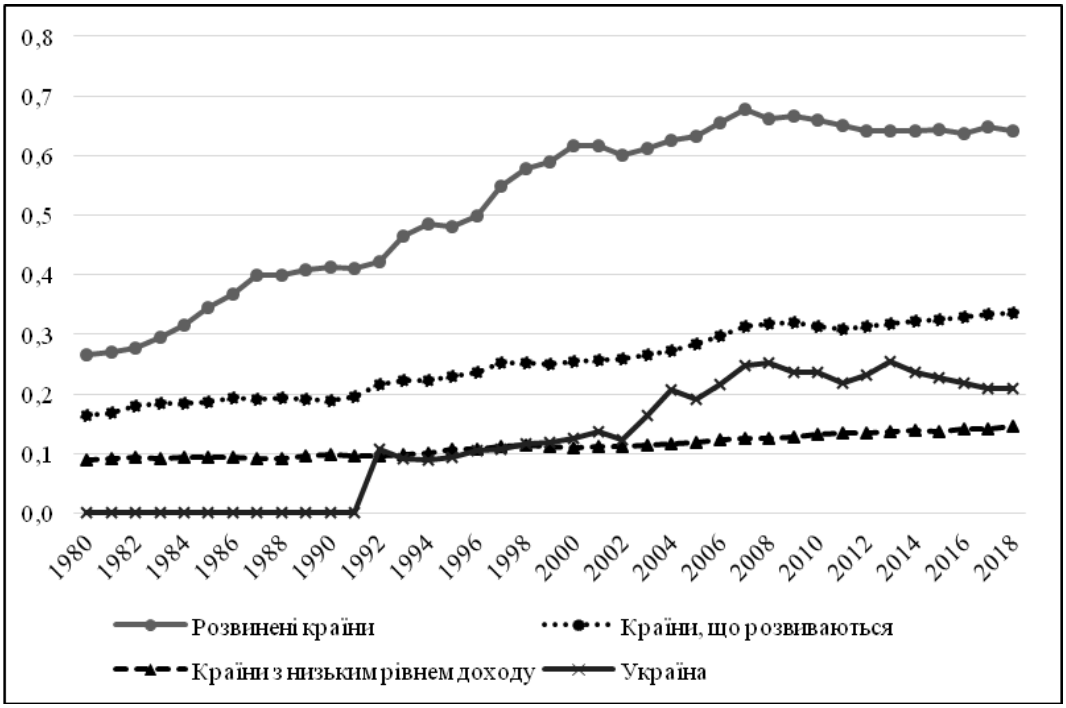

Рис. 2.1. Індекс фінансового розвитку країн світу, 1980–2018 рр.

Примітка: тут і далі «країни, що розвиваються» включають країни із нижчим та вищим середнім доходом[2].

Джерело: дані Світового банку.

Хоча за індексом ефективності фінансових установ (рис. 2.2) ІФП країн, що розвиваються, наближаються до розвинених країн, за іншими індексами між групами країн зберігаються значні розриви.

[1] Svirydzenka K. Introducing a New Broad-based Index of Financial Development. *IMF Working Paper*. 2016. WP/16/5/. 42 p. P. 25. URL: https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp 2016/wp1605.pdf

[2] Групи країн станом на 2019 р. згідно з методологією Світового банку: країни з низьким рівнем доходу – з 1,035 дол. США або менше (29 країн); країни з нижчим середнім рівнем доходу – від 1,036 до 4,045 дол. США (50 країн);країни з вищим середнім рівнем доходу – від 4,046 до 12,535 дол. США (56 країн); країни з високим рівнем доходу – з 12 536 дол. США або більше (83 країни). Україна належить до групи країн із доходами, нижчими за середній рівень (Global Findex Database).

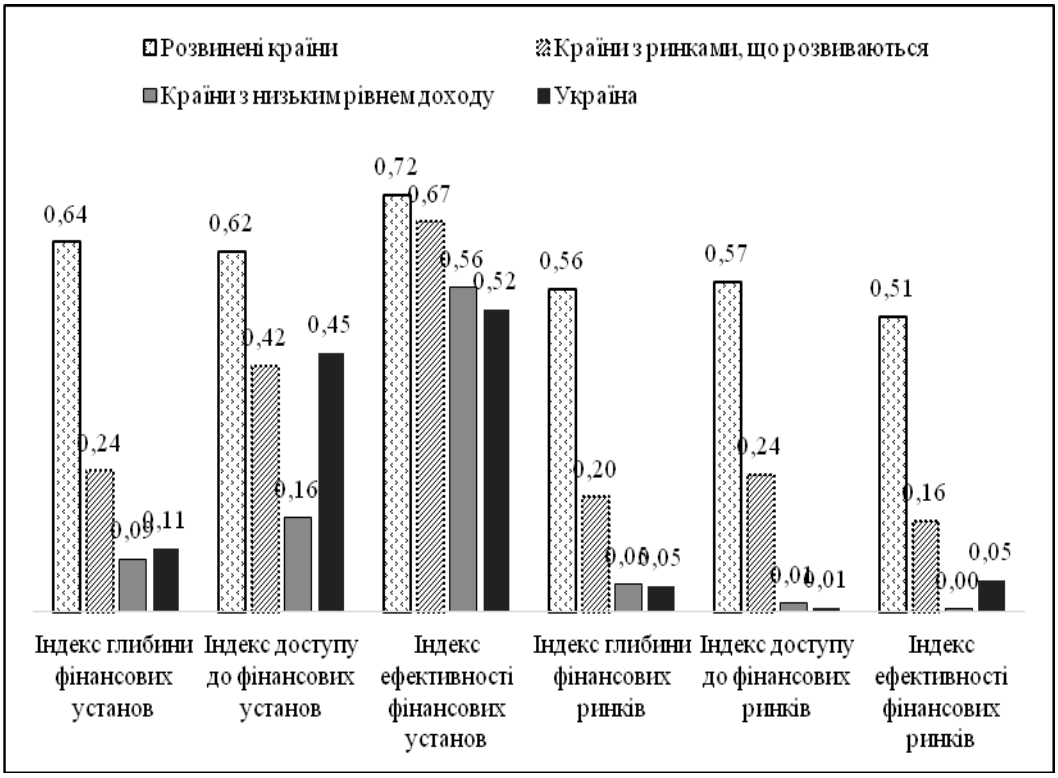

Рис. 2.2. Субіндекси фінансового розвитку країн світу станом на 2018 р.

Джерело: дані Світового банку.

Станом на 2019 р. частка фінансових послуг у країнах з високим рівнем доходів становить у середньому 6% ВДВ: у країнах – фінансових центрах таких, як Люксембург – 27%, у Південній Африці – 14%, у Швейцарії – 9%, у Китаї та США по 8%, у Великій Британії – 7%. Хоча Фінляндія, Греція, Угорщина, Словацька Республіка, Латвія належать до групи країн з високим рівнем доходів, їх частка фінансових послуг у ВДВ становить 3% і є низькою порівняно з країнами з вищим за середній рівнем доходів, де частка становить близько 4,5%.

З 2000-х в Україні спостерігалося зростання частки сектора фінансових корпорацій у ВДВ (досягнувши 8,27% у 2009 р.), проте після кризи обсяг фінансових послуг зменшився. В європейських країнах динаміка частки фінансових послуг у ВДВ залишається стабільною і в середньому становить близько 5% (рис. 2.3).

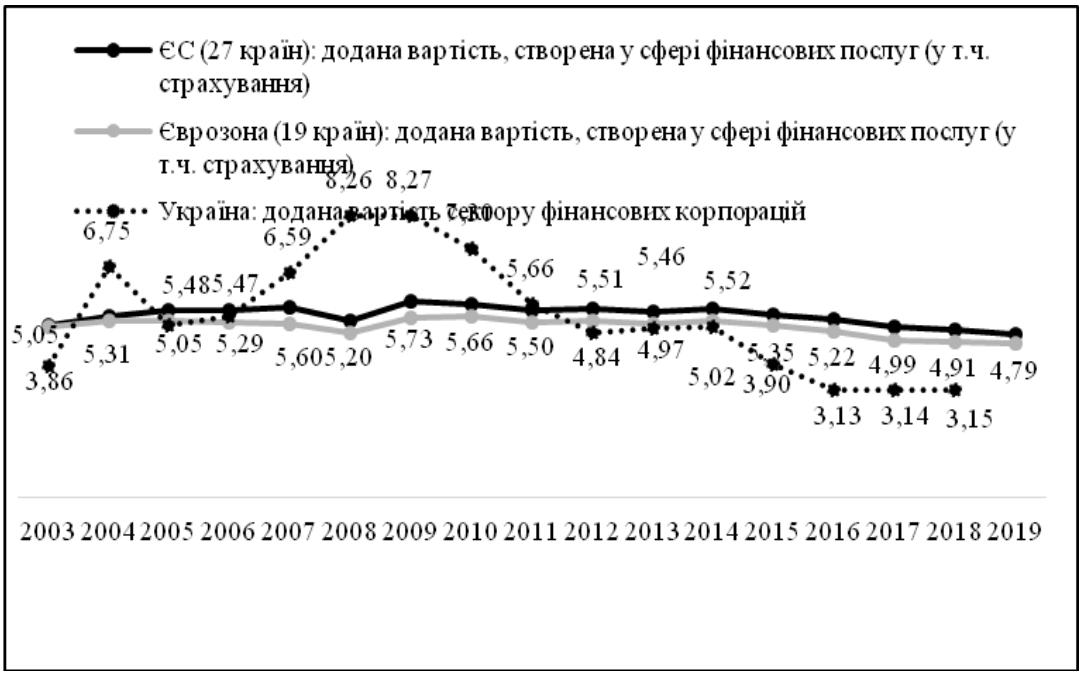

Рис. 2.3. Додана вартість фінансових послуг, 2003–2019 рр., *%*

Джерело: Value added by activity (indicator) / OECD. 2020. https://doi.org/10.1787/a8b2bd2b-en (дата звернення – 13 вересня 2020); Статистична інформація. Національні рахунки. Рахунки інституційних секторів економіки України. URL: http://ukrstat.gov.ua

2.2.1. Обсяги та структура фінансових активів

Незважаючи на помітне уповільнення темпів приросту фінансових активів після початку кризи у 2008 р., наступні заходи урядів активів, у т.ч. політика кількісного пом'якшення, реалізована країнами економічного «ядра», дала можливість досить швидко відновити їх приріст. Це супроводжувалося збільшенням обсягів інвестицій, швидким відновленням динаміки міжнародних потоків капіталу, зокрема прямих інвестицій, зростанням боргового навантаження економічних суб'єктів. Після вичерпання відповідних драйверів у 2015 р. темпи зростання фінансових уповільнились, помітним чином змінились і їх структурні параметри. Уявлення про динаміку обсягів фінансових активів дає статистика табл. 2.3.

Баланс активів фінансових корпорацій у 2000-х роках зростав стрімкими темпами, проте у 2007 р. уповільнився. За десять років – у 2017 р.

було досягнуто рекордної суми активів на рахунках фінансових корпорацій – як в абсолютному обсязі 381,0 трлн дол. США, так і у відносному – 469% до світового ВВП.

Головні переваги при цьому отримали банки та небанківські фінансові компанії (різні інвестиційні фонди), за винятком страхових. Більш швидкими темпами у світі зростав саме державний борг: з 67% до 105% протягом 2000–2017 рр., порівняно із приватним – з 144% до 164%[1]. На посткризовому етапі загальна структура розподілу активів між фінансовими інституціями зберігалася, хоча обсяги активів державних фінансових компаній та центробанків збільшились у 1,4 та 3,9 раза відповідно, на тлі суттєвого збільшення загальних обсягів фінансових активів їх частка залишилась незмінною (рис. 2.4).

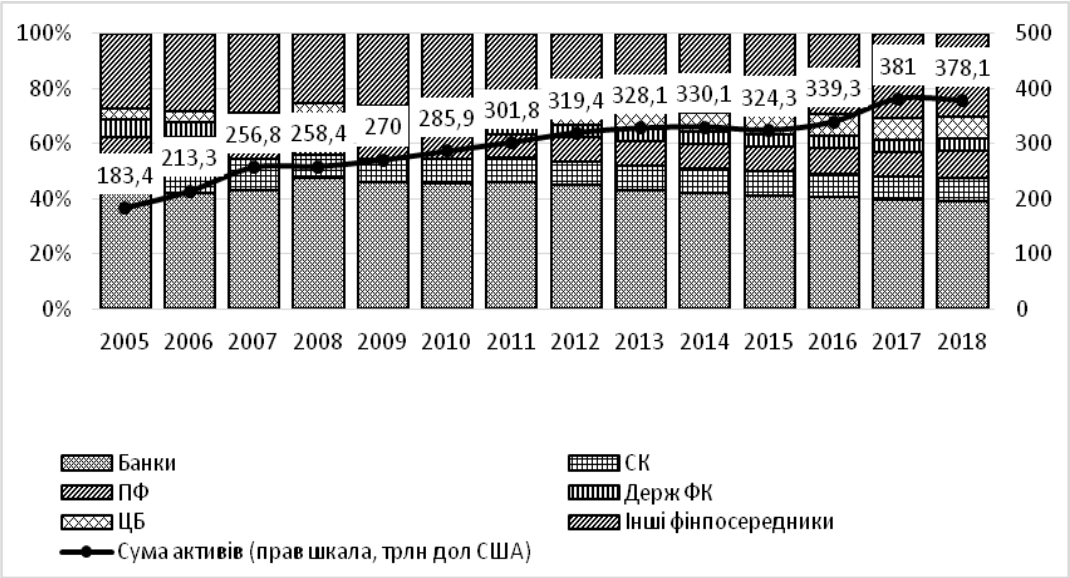

Рис. 2.4. Динаміка обсягів фінансових активів у розрізі фінансових інституцій

Джерело: OECD FDI Statistics Database and FDI in Figures. April 2020.

[1] A decade after the global financial crisis: What has (and hasn't) changed? / McKinsey & Company. URL: https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/a-decade-after-the-global-financial-crisis-what-has-and-hasnt-changed

Таблиця 2.3

Обсяги та структура світових фінансових активів у розрізі фінансових інституцій, *трлн дол. США*

Роки	Банки	Страхові компанії	Пенсійні фонди	Державні фінансові корпорації	Центральні банки	Інші фінансові посередники	**Загалом**	***% ВВП***
2002	52,6	14,9	11,9	11,2	4,7	32,4	**127,7**	***367,9***
2003	62,2	19,3	13,8	12	5,5	39,9	**152,7**	***392,1***
2004	73,1	22,6	15,3	12,1	6,4	46,3	**175,8**	***400,8***
2005	76,9	21,4	16,5	11,9	6,8	49,9	**183,4**	***386,0***
2006	89,5	25,3	18,3	11,9	7,7	60,6	**213,3**	***414,2***
2007	110,7	29,8	19,8	13	10,1	73,4	**256,8**	***442,5***
2008	123,3	21,2	19,4	14,2	14,5	65,8	**258,4**	***405,8***
2009	124,1	23,7	21,9	14,6	15,1	70,6	**270,0**	***447,1***
2010	129,8	25,4	24,4	14,8	16,7	74,8	**285,9**	***432,4***
2011	139,2	26,2	25,4	15	20,3	75,7	**301,8**	***410,9***
2012	143,5	27,9	27,4	15	22,4	83,2	**319,4**	***425,0***
2013	142	28,6	28,9	14,7	23	90,9	**328,1**	***424,4***
2014	138,9	28,8	29,6	14,7	23,2	94,9	**330,1**	***415,5***
2015	133,5	28,2	29,6	15,1	23,6	94,3	**324,3**	***431,3***
2016	137,8	29,1	31	16	26,2	99,2	**339,3**	***444,5***
2017	150,8	32,8	33,7	17	30,1	116,6	**381,0**	***469,0***
2018	147,9	32,9	35,6	17,3	30,1	114,3	**378,1**	***437,6***

Джерело: STATISTA (Total assets of financial institutions). URL: https://www.statista.com/statistics/421221/global-financial-institutions-assets-by-institution-type/

Зростання фінансових активів на світовому рівні помітно і при аналізі обсягів за основними фінансовими інструментами. Загалом обсяги світових фінансових активів (у розрізі акцій, корпоративних та державних облігацій та кредитів, у т.ч. сек'юритизованих) протягом останніх 30 років зазнали швидкого зростання: з 12 трлн дол. США у 1980 р. до 206 трлн дол. США напередодні глобальної кризи 2008 р. За цим параметром глибина фінансового сектора відносно світового ВВП зросла зі 120% до 355%.

При цьому, лише протягом 2000–2007 рр. обсяги вкладень у зазначені інструменти майже подвоїлись – з 119 трлн дол. США (що на той час становило 310% світового ВВП) до 206 трлн дол. США (понад 350% світового ВВП). Політика кількісного пом'якшення допомогла запобігти спаду фінансування, що намітився після початку кризи, і вже у 2009 р. обсяги вкладень в основні фінансові інструменти в абсолютному вимірі відновились, щоправда скоротившись відносно світового ВВП.

З 2007 р. до 2012 р. вартість фінансових активів впала, практично повернувшись до значення, що спостерігалось у 2000 р. Обсяги фінансових активів у посткризовий період відновили своє зростання, у першу чергу за рахунок випуску цінних паперів урядами та фінансовими корпораціями. Підтверджує наведені вище дані і динаміка дебіторської заборгованості у розрізі економічних суб'єктів (рис. 2.5).

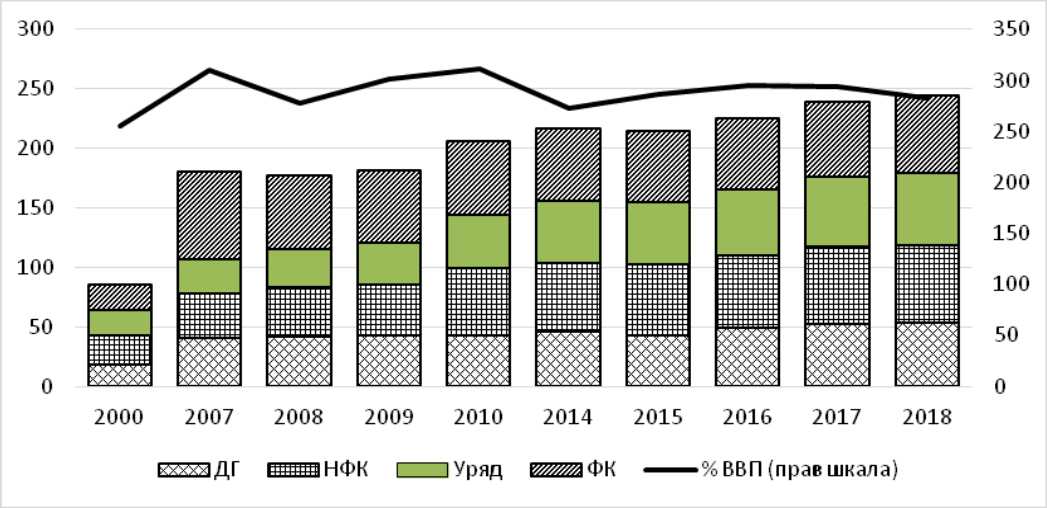

Рис. 2.5. Структура світових фінансових активів у розрізі дебіторів, *тлрн дол. США*

Джерело: IMF DATA Mapper (Global debt database). URL: https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/GDD/1

Скорочення фінансових активів могло б становити іще більшу суму. Якби не випуск державних облігацій, падіння додало б 11%[1]. Отже, завдяки вжитим заходам вартість світових фінансових активів удалося втримати за рахунок боргової емісії. Як наслідок, заборгованість порівняно з 2008 р. суттєво зросла.

Зростання світового боргу уповільнилось лише у 2017 р. Проте нові виклики, пов'язані з пандемією та її подоланням, швидше за все призведуть до продовження попередньої тенденції і боргове обтяження на світовому рівні зросте ще більше.

2.2.2. Світові потоки капіталу: зміна ролей інвесторів та позичальників

Порівнюючи роль локальних ІФП у світовому вимірі залежно від рівня їх розвитку, слід відзначити, що хоча у період 2009–2013 рр. була помітною тенденція до перерозподілу потоків капіталу на користь економік, що розвиваються, тим не менш, більшість МПК усе ще рухаються між розвиненими економіками (рис. 2.6).

Якщо у 2007 р. на частку припадало понад 80% світових МПК, то вже у 2009 р. їх частка скоротилась до 55%. Проте зі згортанням програм кількісного пом'якшення капітал почав повертатись на фінансові ринки розвинених країн. З цього часу на розвинені країни припадає близько 60% МПК, на Китай – до 10% і близько 30% – на решту країн,що розвиваються[2].

При цьому загальні обсяги світових потоків капіталу суттєво скоротились і сягають лише близько чверті докризового рівня (рис. 2.7).

Обмежені обсяги іноземних інвестицій в економіках, що розвиваються, внаслідок загального скорочення МПК та їх тяжіння до розвинених економік призводить до того, що розвинені економіки зберігають свою роль фінансових центрів. Відтак розподіл активів між розвиненими економіками та економіками, що розвиваються, залишається так само нерівномірним: фінансова глибина розвинених економік становить 408% ВВП, тоді як економік, що розвиваються – лише 157% ВВП.

---

[1] Financial globalization: Retreat or reset? / McKinsey Global Institute. 2013. March. URL: https://www.mckinsey.com/Financial%20globalization/MGI_Financial_globalization_Full_report_Mar2013.pdf

[2] ECB Occasional Paper Series No 180. October 2016. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbop180.en.pdf

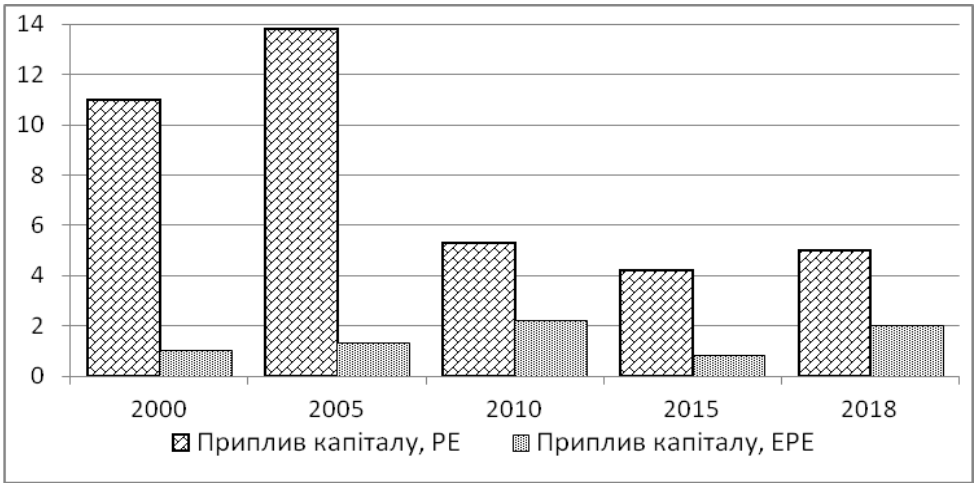

Рис. 2.6. Динаміка припливу капіталу за групами країн

Джерело: складено за даними: The World Bank Open Data. URL: https://data.worldbank.org/

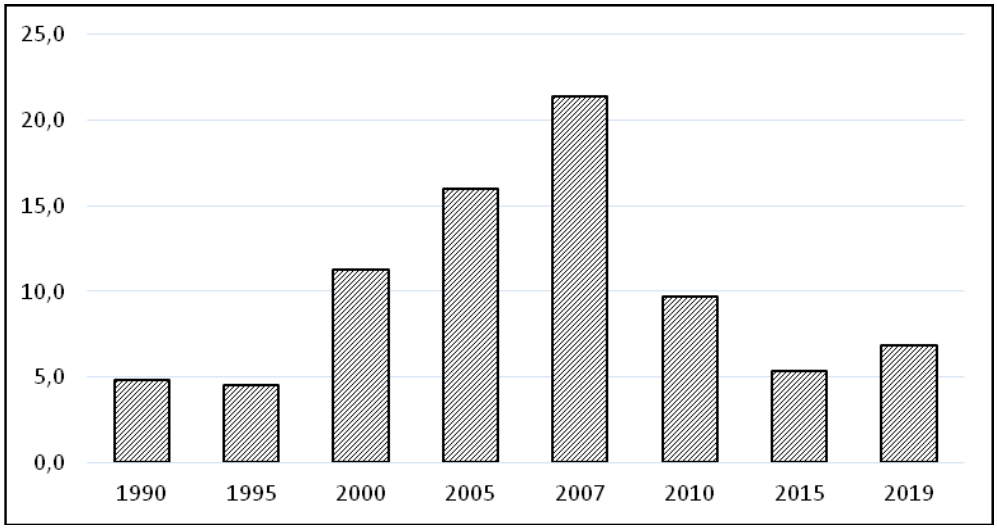

Рис. 2.7. Динаміка загальних обсягів МПК, *% ВВП*

Джерело: статистичні дані Світового банку. URL: https://databank.worldbank.org/reports.aspx

Таку тенденцію підтверджує аналіз динаміки загального обсягу та структури потоків капіталу в розрізі різних типів економік. При цьому МПК у розвинених економіках є більш збалансованими за напрямом.

У розвинених економіках обсяги припливів капіталу урівноважуються паралельними відпливами, що нівелює потенційні цінові дисбаланси на ринках фінансових активів. Крім цього, таким чином зберігається світовий розподіл постачальників капіталу, завдяки якому розвинені економіки підтримують платоспроможний попит на продукцію своїх виробників. Тоді як у розрізі економік, що розвиваються, за офіційними даними, надходження капіталу перевищує його експорт, що посилює ревальваційний тиск на їхні національні валюти та провокує появу цінових «бульбашок».

Аналіз динаміки припливу ПІІ показує певний перерозподіл саме цього інструменту на користь країн з економіками, що розвиваються (табл. 2.4).

Таблиця 2.4

Розподіл ПІІ в розрізі основних країн-отримувачів у 2000–2018 рр.

Країна	**2000**		**2007**		**2018**	
	млрд дол. США	*% у загальному обсязі*	*млрд дол. США*	*% у загальному обсязі*	*млрд дол. США*	*% у загальному обсязі*
США	349,1	*22,2*	346,6	*11,1*	258,4	*19,1*
КНР	112,6	*7,2*	211,3	*6,7*	272,4	*20,2*
Франція	41,4	*2,6*	83,8	*2,7*	59,9	*4,4*
ВБ	164,1	*10,5*	209,5	*6,7*	81,2	*6,0*
Німеччина	248	*15,8*	50,9	*1,6*	108,0	*8,0*
Індія	3,6	*0,2*	25,2	*0,8*	42,1	*3,1*
Бельгія	88,7	*5,7*	96,6	*3,1*	–*	–
Італія	13,1	*0,8*	66,0	*2,1*	39,6	*2,9*
Корея	11,5	*0,7*	8,8	*0,3*	12,2	*0,9*
Нідерланди	63,1	*4,0*	733,8	*23,4*	–	–
Бразилія	33,0	*2,1*	44,6	*1,4*	78,2	*5,8*
Ірландія	25,8	*1,6*	59,9	*1,9*	64,3	*4,8*
Австралія	14,9	*0,9*	44,4	*1,4*	62,2	*4,6*
Канада	68,3	*4,4*	120,5	*3,8*	46,5	*3,4*
Швейцарія	23,1	*1,5*	48,7	*1,6*	–	–
Світ	**1 569,1**	***80,3***	**3135,9**	***68,6***	**1350,1**	***83,3***

* За підсумками року зафіксований від'ємний приплив інвестицій (нерезиденти скоротили свою позицію).

Джерело: статистичні дані Світового банку. URL: https://databank.worldbank.org/reports.aspx

Зважаючи на наведені дані, можна виокремити характерні особливості, що приваблюють іноземних інвесторів. По-перше, це великі економіки і країни – фінансові центри з особливими умовами розміщення капіталу (США, Велика Британія, Сінгапур, офшорні юрисдикції). Вони

дають можливість зберігати капітал в умовах глобальної нестабільності та уникати обтяжливого оподаткування. Так, тільки на Кайманові Острови у 2018 р. припало 4,3% припливу світових ПІІ. Другий напрям беруть на себе традиційні країни-виробники: Німеччина, Італія, Іспанія, Канада, Франція. Третім напрямом, що приваблює дедалі більше інвесторів, виступають великі країни з економіками, що розвиваються та демонструють потенціал подальшого розвитку (КНР, Індія, Корея, Бразилія).

Попри відносні зміни, основними постачальниками та споживачами МПК усе ще виступають переважно розвинені країни. Певні ознаки порушення такого розкладу після кризи 2008 р. помітні за низкою характерних тенденцій. Перший – це тимчасовий тренд перерозподілу МПК на користь країн, що розвиваються, у період 2010–2015 рр., що був зумовлений падінням процентних ставок у країнах економічного «ядра». Щоправда, за посилення економічного спаду через пандемію і можливе повернення до нульових ставок цей тренд може повторитися.

Про таку можливість свідчать і дані з порівняння балансів експорту та імпорту товарів та фінансових ресурсів провідних економік світу та економік, що розвиваються. Зокрема, дані в розрізі провідних економік, за окремими винятками, демонструють збереження статус-кво (табл. 2.5).

Загалом, після кризових подій 2008 рр. США та Велика Британія зберігають позицію нетто-експортерів капіталу при значних дисбалансах поточних рахунків. Активно постачають капітал на зовнішні ринки провідні товаровиробники Єврозони: Німеччина, Італія, Іспанія, підтримуючи попит на власну продукцію. Так само діє Японія. Натомість Китай все ще виступає переважно імпортером капіталу. Відносні показники дисбалансу поточного та фінансового рахунків зазначених країн демонструють зменшення показників відносно передкризового 2007 р. (табл. 2.6).

Більша частина провідних економік, у т. ч. США, Німеччина, Італія, Іспанія, покращили показники торговельного дефіциту. Більш складною ситуація виглядає для Великої Британії, Франції та Ірландії, Тим не менш, на тлі збереження докризових позицій, низка трендів дає підстави говорити про можливість помітних змін у структурі експортерів та імпортерів капіталу. Про можливу зміну світової структури постачальників капіталу свідчить як суттєве зниження позитивного сальдо фінансового рахунку Китаю, так і відповідні тенденції в ряді інших економік, що розвиваються (табл. 2.7). Порівняння цих самих даних у відносних показниках наведене у табл. 2.8.

Таблиця 2.5

Показники сальдо торговельних та фінансових рахунків платіжного балансу розвинених країн, *млн дол. США*

Країна	2000		2007		2019	
	Поточний рахунок	Фінансовий рахунок	Поточний рахунок	Фінансовий рахунок	Поточний рахунок	Фінансовий рахунок
США	- 401 928	482 902	- 736 554	639 017	- 480 228	406 449
Єврозона	- 83 883	42 213	24 870	- 8 799	353 900	- 278 169
Велика Британія	- 37 343	42 742	-103 089	130 451	- 113 291	141 341
Японія	130 390	- 80 144	211 735	- 183 259	184 539	- 193 308
Німеччина	- 33 904	35 641	235 778	- 252 118	274 504	- 230 165
Франція	16 125	- 39 371	- 8 718	- 7 382	- 18 418	37 815
Швейцарія	32 503	- 44 257	47 930	- 28 785	86 167	- 20 393
КНР	32 030	13 217	380 736	66 086	163 802	5 155
Італія	- 3 104	1 987	- 30 125	28 836	58 933	- 45 538
Нідерланди	7 257	- 8 446	50 050	- 17 929	9 026	- 91 989
Канада	18 494	- 10 348	11 050	- 9 467	- 35 409	31 591
Ірландія	- 7 144	- 2 490	- 13 848	16 808	- 36 374	113 008
Люксембург	2 562	н/д	4 990	- 4 807	3 095	- 2 907
Іспанія	- 25 929	10 749	- 139 290	134 538	27 340	- 29 078

Джерело: статистичні дані IIP IMF. URL: https://data.imf.org/regular.aspx?key=62805745

Таблиця 2.6

Показники сальдо торговельних та фінансових рахунків платіжного балансу розвинених країн, *% ВВП*

Країна	2000		2007		2019	
	Поточний рахунок	Фінансовий рахунок	Поточний рахунок	Фінансовий рахунок	Поточний рахунок	Фінансовий рахунок
США	-3,9	4,7	-5,1	4,4	- 2,2	1,9
Єврозона	-1,3	0,7	0,2	- 0,1	2,7	-2,1
Велика Британія	-2,3	2,6	-3,3	4,2	- 4,0	5,0
Японія	2,7	-1,6	4,7	-4,1	3,6	-3,8
Німеччина	-1,7	1,8	6,9	-7,4	7,1	-6,0
Франція	1,2	-2,9	-0,3	-0,3	-0,7	1,4
Швейцарія	11,9	-16,3	11,1	-6,7	12,3	-2,9
КНР	2,3	1,0	10,1	1,8	1,1	0,0
Італія	-0,3	0,2	-1,4	1,3	2,9	-2,3
Нідерланди	1,7	-2,0	5,9	-2,1	1,0	-10,1
Канада	2,5	-1,4	0,8	-0,6	-2,0	1,8
Ірландія	-7,2	-2,5	-5,1	6,2	-9,4	29,1
Люксембург	12,0	н/д	9,8	-9,4	4,4	-4,1
Іспанія	-4,3	1,8	-9,5	9,1	2,0	-2,1

Джерело: розраховано на основі статистичних даних IIP IMF.

Таблиця 2.7

Показники сальдо торговельних та фінансових рахунків платіжного балансу країн, що розвиваються

млн дол. США

Країна	2000		2007		2019	
	Поточний рахунок	Фінансовий рахунок	Поточний рахунок	Фінансовий рахунок	Поточний рахунок	Фінансовий рахунок
Корея	10 180	14 245	10 472	-1 997	59 971	-59 484
Бразилія	-24 224	29 376	1 550	88 329	-49 451	25 455
Мексика	-18 776	25 355	-9 898	20 921	-4 341	17 579
Індія	-4 061	10 339	-8 075	94 363	-26 894	84 294
ПАР	-190	73	-16 171	21 559	-10 667	9 763
Польща	-10 343	10 221	-27 429	38 347	2 448	2 667
Туреччина	-9 920	8 584	-36 946	49 287	-8 663	5 570

Джерело: статистичні дані IIP IMF. URL: https://data.imf.org/regular.aspx?key=62805745

Таблиця 2.8

Показники сальдо торговельних та фінансових рахунків платіжного балансу країн, що розвиваються, *% ВВП*

Країна	2000		2007		2019	
	Поточний рахунок	Фінансовий рахунок	Поточний рахунок	Фінансовий рахунок	Поточний рахунок	Фінансовий рахунок
Корея	1,8	2,5	0,9	-0,2	3,7	-3,6
Бразилія	-3,7	4,5	0,1	6,3	-2,7	1,4
Мексика	-2,7	3,6	-0,9	2,0	-0,3	1,4
Індія	-0,9	2,2	-0,7	7,8	-0,9	2,9
ПАР	-0,1	0,1	-5,4	7,2	-3,0	2,8
Польща	-6,0	5,9	-6,4	8,9	0,4	0,5
Туреччина	-3,6	3,1	-5,5	7,3	-1,1	0,7

Джерело: статистичні дані IIP IMF. URL: https://data.imf.org/regular.aspx?key=62805745

Загалом Мексика, Індія, Польща, Туреччина помітно скоротили дефіцит поточного рахунку, а Корея вже навіть перейшла до експорту капіталу. Протягом 2007–2017 рр. вдалося суттєво знизити залежність від надходження капіталу і Бразилії, проте на тлі загострення політичних протистоянь у 2018 р. її показники дещо погіршилися. Таким чином, хоча більшість розвинених країни переважно і зберігають свої провідні позиції постачальників капіталу, помітні ознаки загострення протистоянь з новими гравцями у вигляді економік, що розвиваються.

Помітна ще одна тенденція перерозподілу МПК, яка пов'язана зі скороченням частки зовнішніх активів банків найбільших економік та помітним зростанням частки іноземних активів у ряді інших країн. Обсяги закордонних активів банків США, Великої Британії, Франції, Німеччини скоротились після кризи приблизно на 45%. Через це потрібно відзначити потенційну вразливість статусу загальноприйнятих фінансових центрів, оскільки на тлі скорочення їхньої присутності на іноземних ринках відбулось помітне зростання обсягів іноземних активів ряду інших гравців. Яскравим проявом цієї тенденції є очікуване зростання ролі Китаю як експортера капіталу, що порушує традиційну структуру розподілу МПК, оскільки формально китайська економіка відноситься до таких, що розвиваються. При цьому роль Китаю як міжнародного постачальника капіталу винятково зросла лише після 2008 р., лише за офіційними даними збільшившись з 1 до 10%[1].

Ще однією характерною тенденцією є подальша концентрація капіталу в юрисдикціях із особливими режимами оподаткування (Нідерланди, Люксембург Швейцарія тощо). Таку тенденцію відображає аналіз зміни обсягів міжнародної інвестиційної позиції у розрізі активів та пасивів до та після 2007 р. (табл. 2.9 та 2.10).

Результати такого порівняння ілюструють не лише зростання ролі КНР як міжнародного гравця на ринку капіталів. Вони добре демонструють характерний чинник «нової нормальності», який полягає в обмеженому впливі великих обсягів іноземних інвестицій на зростання реального сектора економіки.

Якщо порівняти обсяги набутих зовнішніх активів та зобов'язань з ВВП відповідних країн можна побачити тяжіння великих обсягів капіталу не тільки до найбільших економік або економік з великими перспективами зростання, а й до країн – фінансових центрів. Про що свідчить посилення концентрації капіталу в обмеженому переліку специфічних юрисдикцій (табл. 2.11 та 2.12).

[1] ECB Occasional Paper Series No 180. October 2016. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbop180.en.pdf

Таблиця 2.9

ТОР-10 країн за обсягами міжнародних активів, *млн дол. США*

Країна	2000	Країна	2007	Країна	2019
США	9 178 574	Єврозона	22 831 275	США	40 203 278
Єврозона	6 896 892	США	21 983 996	Єврозона	32 907 368
Велика Британія	4 680 560	Велика Британія	16 776 872	Велика Британія	15 348 994
Німеччина	2 690 653	Нідерланди	7 692 313	Люксембург	12 324 983
Франція	2 169 903	Франція	7 587 021	Нідерланди	9 677 892
Японія	1 814 386	Німеччина	6 983 124	КНР	9 646 959
Італія	1 219 169	Люксембург	6 221 686	Франція	9 067 422
Нідерланди	1 195 418	КНР	3 791 044	Німеччина	7 882 264
Швейцарія	1 048 652	Ірландія	3 731 772	Ірландія	7 779 888
Канада	933 175	Іспанія	3 440 430	Японія	6 719 255
Іспанія	775 313	Італія	3 377 591	Швейцарія	4 599 172

Джерело: статистичні дані IIP IMF. URL: https://data.imf.org/regular.aspx?key=62805745

Таблиця 2.10

ТОР-10 країн за обсягами міжнародних зобов'язань, *млн дол. США*

Країна	2000	Країна	2007	Країна	2019
США	7 642 325	Єврозона	21 158 309	Єврозона	32 811 036
Єврозона	6 487 093	США	20 705 167	США	29 152 772
Велика Британія	4 715 891	Велика Британія	16 504 472	Велика Британія	14 614 877
Японія	2 972 319	Німеччина	7 676 338	КНР	13 334 031
Німеччина	2 722 282	Нідерланди	7 554 659	Люксембург	12 361 307
Франція	2 199 612	Франція	7 347 849	Німеччина	10 629 225
Швейцарія	1 356 941	Люксембург	6 211 747	Нідерланди	10 497 120
КНР	1 186 416	Японія	5 360 120	Японія	10 058 534
Італія	1 145 721	КНР	5 224 222	Франція	8 442 171
Нідерланди	1 135 471	Ірландія	3 677 270	Ірландія	7 108 766
Канада	891 304	Швейцарія	3 328 810	Швейцарія	5 437 912

Джерело: статистичні дані IIP IMF. URL: https://data.imf.org/regular.aspx?key=62805745

Таблиця 2.11

ТОР-10 країн за обсягами міжнародних активів, *% до ВВП*

Країна	2000	Країна	2007	Країна	2019
США	*90*	Єврозона	*178*	США	*188*
Єврозона	*106*	США	*152*	Єврозона	*247*
Велика Британія	*282*	Велика Британія	*541*	Велика Британія	*543*
Німеччина	*138*	Нідерланди	*908*	Люксембург	*17 334*
Франція	*159*	Франція	*286*	Нідерланди	*1 065*
Японія	*37*	Німеччина	*204*	КНР	*66*
Італія	*107*	Люксембург	*12 226*	Франція	*334*
Нідерланди	*287*	КНР	*101*	Німеччина	*205*
Швейцарія	*385*	Ірландія	*1 383*	Ірландія	*2 002*
Канада	*126*	Іспанія	*234*	Японія	*132*
Іспанія	*130*	Італія	*153*	Швейцарія	*654*

Джерело: розраховано на основі статистичних даних IIP IMF.

Таблиця 2.12

ТОР-10 країн за обсягами міжнародних зобов'язань, *% до ВВП*

Країна	2000	Країна	2007	Країна	2019
США	*75*	Єврозона	*164*	Єврозона	*246*
Єврозона	*100*	США	*143*	США	*136*
Велика Британія	*284*	Велика Британія	*532*	Велика Британія	*517*
Японія	*61*	Німеччина	*224*	КНР	*91*
Німеччина	*140*	Нідерланди	*891*	Люксембург	*17 385*
Франція	*161*	Франція	*277*	Німеччина	*276*
Швейцарія	*499*	Люксембург	*12 207*	Нідерланди	*1 155*
КНР	*86*	Японія	*119*	Японія	*198*
Італія	*100*	КНР	*139*	Франція	*311*
Нідерланди	*273*	Ірландія	*1 362*	Ірландія	*1 829*
Канада	*120*	Швейцарія	*772*	Швейцарія	*773*

Джерело: розраховано на основі статистичних даних IIP IMF.

Порівняння обсягів міжнародних активів та пасивів з розміром ВВП відповідної країни показує, що одним з основних напрямів потоків капіталу на докризовому етапі ставали країни зі специфічними режимами оподаткування операцій з фінансовим капіталом, проте легальним статусом. Завдяки цьому непропорційно до інвестиційної привабливості їхніх економік зросла вага таких фінансових центрів, як Нідерланди, Люксембург та Ірландія.

Можна відзначити обмеження потенціалу до зростання традиційних великих економік на етапі після кризи 2008 р. При вагомих обсягах темпи зростання їхніх фінансових активів помітно скоротились: відносні обсяги у США та великих економіках ЄС протягом останніх 10 років залишилися практично сталими. Залишилася на попередньому рівні або дещо скоротилась частка активів традиційних фінансових центрів Європи – Великої Британії та Швейцарії.

Хоча в абсолютному сенсі помітно зросла лише роль Китаю, з урахуванням специфіки фінансових центрів ці дані не можна вважати повними. Інвестиції, що надходять до фінансових центрів та йдуть з них, насправді можуть належати будь-яким країнам. Тим більше, що з 2007 р. інвестиції країн, що розвиваються, також помітним чином зростали. Це добре демонструє приклад найбільших економік Латинської Америки, Далекого Сходу, Африки та Центрально-Східної Європи (табл. 2.12 та 2.13).

Таблиця 2.12

Зміна міжнародної інвестиційної позиції окремих країн, *млн дол. США*

Країна	2000		2007		2019	
	активи	пасиви	активи	пасиви	активи	пасиви
Корея	180 878	223 147	590 481	779 416	1 699 412	1 198 783
Бразилія	108 878	371 153	394 379	890 400	892 487	1 624 393
Мексика	177 088	416 769	319 190	716 279	611 379	1 263 648
Індія	62 348	139 188	335 780	411 622	698 095	1 128 319
ПАР	89 544	100 238	224 775	318 789	493 918	462 009
Польща	45 002	100 168	168 538	408 592	289 985	590 009
Туреччина	53 211	151 594	170 042	483 938	252 262	604 268

Джерело: статистичні дані IIP IMF. URL: https://data.imf.org/regular.aspx?key=62805745

Попри порівняно невеликі обсяги інвестицій зазначених країн, темпи їх зростання протягом останніх 20 років становлять 340–940% за активами та 500–1500% за зобов'язаннями. В Індії зростання обсягів інвестицій становило 1120% за активами та 1810% за зобов'язаннями. Характерно, що

не тільки КНР, а й такі країни, як ПАР та Корея, наразі виступають не лише імпортерами, а й експортерами капіталу.

Таблиця 2.13

Зміна міжнародної інвестиційної позиції окремих країн, *% до ВВП*

Країна	2000		2007		2019	
	активи	пасиви	активи	пасиви	активи	пасиви
Корея	*31,4*	*38,7*	*43,1*	*56,9*	*103,5*	*73,0*
Бразилія	*16,6*	*56,6*	*15,9*	*36,0*	*48,5*	*88,3*
Мексика	*25,0*	*58,9*	*25,0*	*56,2*	*48,6*	*100,4*
Індія	*13,3*	*29,7*	*18,1*	*22,2*	*24,3*	*39,2*
ПАР	*65,7*	*73,5*	*61,3*	*86,9*	*140,5*	*131,5*
Польща	*26,2*	*58,3*	*32,1*	*77,9*	*49,0*	*99,6*
Туреччина	*19,5*	*55,5*	*17,9*	*50,9*	*33,4*	*80,1*

Джерело: розраховано на основі статистичних даних IIP IMF.

Потенційні тенденції до перерозподілу фінансових активів помітні й у сегменті банківського бізнесу. Посткризовий період 2008–2018 рр. позначився погіршенням можливостей отримувати прибуток для банків розвинених країн, особливо європейських, за цілим рядом позицій (табл. 2.14).

Унаслідок погіршення прибутковості європейські банки після кризи 2008 р. скоротили частку зовнішніх активів на 40%. Тоді як за 2008–2016 рр. тільки канадські та японські банки подвоїли свої іноземні активи, витративши на їх купівлю 2,3 трлн дол. США. Канадські банки в умовах насиченого внутрішнього ринку половину своїх активів розмістили на зовнішніх ринках, більшою мірою у США. Японські банки також активізували свою міжнародну діяльність шляхом синдикованого кредитування в США та роздрібного кредитування у Південно-Східній Азії. Чотири найбільші комерційні банки Китаю вчетверо збільшили свою частку іноземних активів з 2007 р. Зберігають значну частку іноземних активів і банки Австралії. Вартість закордонних активів банків Канади та Японії у 2016 р. становила по 1,5 трлн дол. США, Китаю – 1,0 трлн дол. США, Австралії – 0,5 трлн дол США. У відносно менших обсягах, але так само помітно за темпами подібний тренд і щодо банків Індії, Бразилії[1].

Зважаючи, що банки розвинених країн наразі орієнтуюся на державні програми підтримки на внутрішніх ринках та, за можливості, виходять з

[1] The new dynamics of financial globalization. McKinsey report. August. 2017. URL: https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/the-new-dynamics-of-financial-globalization

Таблиця 2.14

Показники зміни прибутковості банків у докризовому та посткризовому періодах

Показник	Країни	2002–2007	2010–2018
Показник рентабельності власного капіталу		16,9%	10,5%
Зростання дохідності	розвинені	16,8%	3,6%
	що розвиваються	26,9%	77,4%
Відношення кредитів до депозитів	розвинені	146%	126%
	що розвиваються	84%	86%
Відношення ринкової ціни акцій банку до балансової	розвинені	2,2	1,0
	що розвиваються	2,2	1,22
Частка банків, акції яких торгуються нижче балансової вартості	розвинені	28,4%	61,2%
	що розвиваються	19,2%	37,6%

Джерело: The last pit stop? Time for bold late-cycle moves. *McKinsey Global Banking Annual Review 2019*. URL: https://www.mckinsey.com

активів ризикових країн, можна зробити припущення, що тенденція до перерозподілу частки зовнішніх фінансових активів на користь нових гравців, зокрема БРІКС та великих економік з периферії, продовжиться.

2.2.3. Зміна структури потоків капіталу

Вагомим наслідком кризи стало посилення відриву фінансового сектору від реального. Така тенденція помітна й у сфері руху світових потоків капіталу, якщо аналізувати їх у розрізі інструментів. Хоча, на перший погляд, наявні дані заперечують таку тенденцію, оскільки більшу частку потоків становлять ПІІ. Відповідно до поширеного на докризовому етапі підходу, ПІІ позиціонувались як найбільш продуктивний вид зовнішнього фінансування, який більшою мірою позначається на розвитку виробництва, трансфері технологій та найкращих організаційних практик. Водночас ПІ притаманний більш спекулятивний характер.

Згідно з таким поглядом МВФ рекомендував насамперед прагнути лібералізувати спочатку потоки ПІІ, а вже потім – ПІ[1]. Імовірно з цієї

[1] Brockmeijer J., Marston D., Ostry J. Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows. *IMF Working Paper*. March 2012. URL: http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/031612.pdf

причини, особливо у розрізі економік, що розвиваються, ПІІ почали займати домінуючу позицію[1].

Водночас, якщо поглянути на статистику розвинених економік, помітно, що більшу частину МПК у них становлять саме портфельні інвестиції. Пояснити це можна таким чином: портфельні інвестиції потребують розвинених інститутів фінансових ринків у країні, зокрема і фондових. В умовах відсутності дієвого фондового ринку ПІІ стають найбільш простим та надійним інструментом поширення іноземного капіталу в країнах, що розвиваються.

Існує ще одна ознака, за якою можна відобразити умовність наявної статистики припливу ПІІ. Річ у тім, що значна частка обсягу ПІІ може бути представлена не стільки новими інвестиціями, скільки реінвестованими прибутками (див. рис. 2.8).

Тобто, аналізуючи показники припливу ПІІ, потрібно зважати, що приблизно третина з них є не новим капіталом, який надійшов у країну, а реінвестованим локальним капіталом. Водночас останні дослідження на тему ПІІ засвідчують, що їх реальний економічний зміст у світовій економіці може бути значно меншим, ніж прийнято вважати. Зокрема, йдеться про ідентифікацію вагомої частки світових обсягів ПІІ як такої, що втілює фінансові операції фіктивних компаній. За даними МВФ та Університету Копенгагену, близько 40% світових ПІІ, загальним обсягом понад 15 трлн дол. США, проходять через компанії, що не ведуть реальної економічної діяльності, а використовуються з метою мінімізувати базу оподаткування[2] .До переліку країн, обсяг інвестицій в яких на понад 50% становлять фіктивні, входять Люксембург, Нідерланди, Мальта, Ірландія, Швейцарія та низка країн британської юрисдикції.

Такі дані підтверджує й аналіз обсягів ПІІ, в яких кінцевим контролюючим інвестором є резидент. Згідно з проведеним НБУ дослідженням, близько 7,9 млрд дол. США насправді належать резидентам. Ця сума становить 22% від загального обсягу припливу ПІІ в Україну за період 2010–2017 рр. (35,9 млрд дол. США). Найбільші обсяги такого інвестування спостерігались упродовж 2010–2013 рр. У цей час вони в середньому забезпечували близько третини чистого припливу ПІІ в Україну. Основними країнами, через які здійснювалось таке інвестування, були Кіпр

[1] The new dynamics of financial globalization. McKinsey report. August. 2017. URL: https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/the-new-dynamics-of-financial-globalization

[2] Damgaard J., Elkjaer T., Johannesen N. The Rise of Phantom Investments. *Finance & Development*. September 2019. Vol. 56. № 3. URL: https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2019/09/the-rise-of-phantom-FDI-in-tax-havens-damgaard.htm

(близько половини від загального обсягу таких інвестицій), Нідерланди, Швейцарія та Австрія[1].

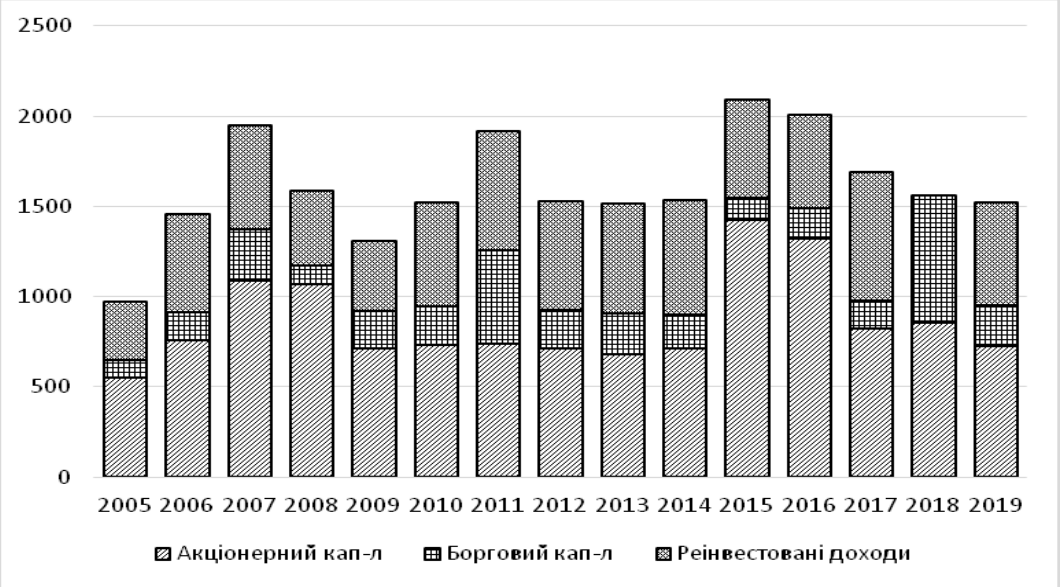

Рис. 2.8. Структура фінансування ПІІ, *млрд дол. США*
Джерело: OECD FDI Statistics Database and FDI in Figures. April 2020.

Не на користь економік, що розвиваються, і тенденції до посилення волатильності МПК. Про це свідчить погіршення строкової структури МПК, що до них надходять. Якщо до 2007 р. усі потоки капіталу, які надходили до економік, що розвиваються, були довгостроковими, то вже з 2010 р. до третини потоків становили короткострокові кредити[2].

2.2.4. Посилення концентрації ринків та активи найбільших банків

Тренд на посилення концентрації фінансових ринків за учасниками окреслився ще до кризи 2008 р. Та після її початку процеси злиття та поглинання, банкрутства суттєво прискорили його у період 2000–2018 рр. Як наслідок цього концентрація банківського ринку помітно зросла. На TOP-5 банків у країнах із високим рівнем доходів ОЕСР припадає близько

[1] Національний банк оцінив обсяг коштів вітчизняного походження, які надійшли в Україну як прямі іноземні інвестиції в 2010–2017 роках / офіційний сайт НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-otsiniv-obsyag-koshtiv-vitchiznyanogo-pohodjennya-yaki-nadiyshli-v-ukrayinu-yak-pryami-inozemni-investitsiyi-v-2010-2017-rokah

[2] World Bank Debtor Report. 2020. URL: http://pubdocs.worldbank.org/en/727761579205652353/pdf/Debt-Report-2020-Edition-I.pdf

80% ринку. В інших країнах Європи та Центральної Азії – 72%[1]. У розрізі окремих країн ситуація може дещо відрізнятися.

У середньому у світі на ТОР-3 банків у 2017 р. припадало 65,5% ринкової частки. Крім того, лідери ринку, а саме 20% найбільших банків світу контролюють майже 100% доданої галузевої вартості, що генерується світовою індустрією фінансових послуг[2]. І саме перша трійка банків, як правило, займає ключову частку ринку. І водночас, коли у розвинених економіках концентрація банківського ринку за останні 17 років здебільшого підвищилась, у країнах, що розвиваються, спостерігається інша ситуація (рис. 2.9).

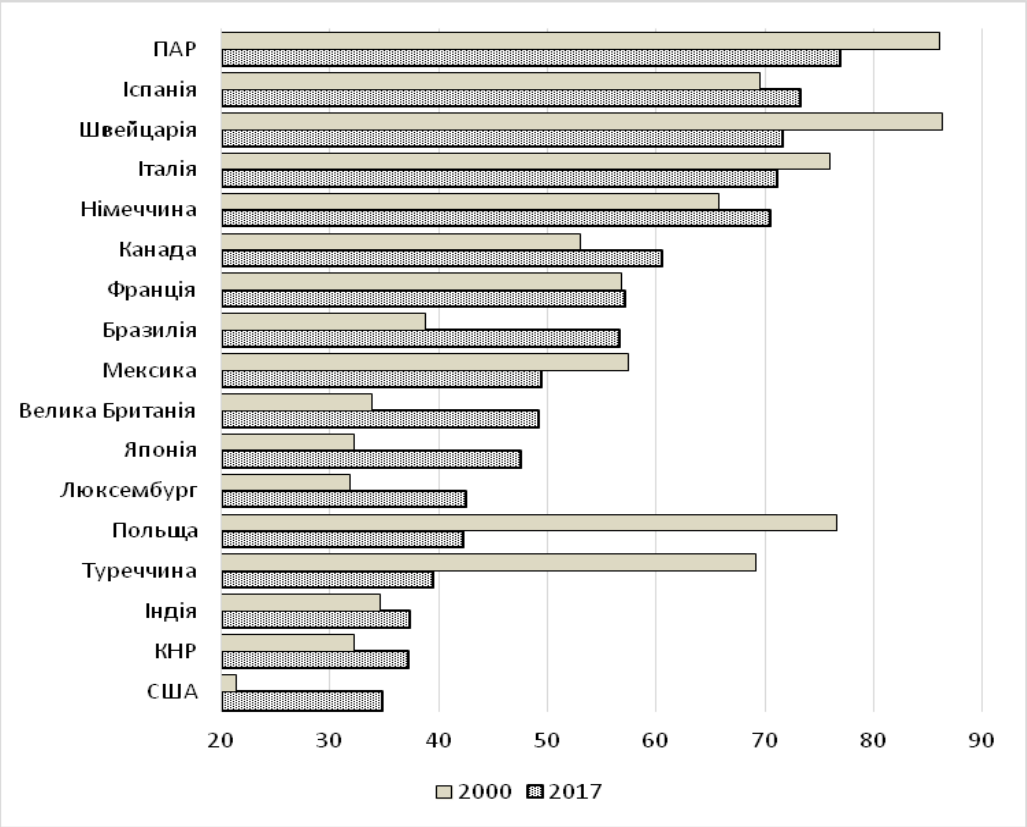

Рис. 2.9. Ринкова частка ТОР-3 банків (за активами) на кінець 2018 р.

Джерело: складено за даними The Global economy.com. URL: https://www.theglobaleconomy.com/rankings/banking_system_concentration/

[1] Global financial development report GLOBAL 2019/2020 / WB Group. P. 64.

[2] The last pit stop? Time for bold late-cycle moves. *McKinsey Global Banking Annual Review 2019*. URL: https://www.mckinsey.com/McKinsey-Global-Banking-Annual-Review-2019-vF.pdf

Посиленню концентрації посприяло і загальне скорочення кількості банківських установ. Так, у Європі кількість банків протягом 2005–2018 рр. скоротилась з 10 тис. до 7 тис. У США – з 7,5 тис. до 4,7 тис. установ[1].

У структурі індустрії фінансових послуг за найбільшими банківськими установами також відбуваються помітні зміни, головною з яких є зростання обсягів активів китайських банків. Якщо на початку 2000 р. TOP-10 впевнено очолювали англо-саксонські банки, то за підсумками 2019 р. першу четвірку становлять китайські. На кожного з них припадає по 3–4 трлн дол. США активів. Решту позицій з TOP-10 утримують банки Японії, США, Великої Британії та Франції (табл. 2.15).

Таблиця 2.15

Активи найбільших банківських груп світу за підсумками 2019 р.

Ринкова позиція	**Банківські групи**	**Країна**	**Активи,** *трлн дол. США*
1	Industrial and Commercial Bank of China	КНР	4 324
2	China Construction Bank Corporation	КНР	3 653
3	Agricultural Bank of China	КНР	3 573
4	Bank of China	КНР	3 270
5	Mitsubishi UFJ Financial Group	Японія	2 893
6	HSBC Holdings PLC	Велика Британія	2 715
7	JPMorgan Chase & Co.	США	2 687
8	Bank of America	США	2 434
9	BNP Paribas	Франція	2 429
10	Crédit Agricole	Франція	2 257
17	Société Générale	Франція	1 522
18	Barclays PLC	ВБ	1 510
21	Deutsche Bank	Німеччина	1 456
30	Goldman Sachs	США	993
34	UniCredit	Італія	960
39	Morgan Stanley	США	895,4

Джерело: складено за даними S&P Global. URL: https://www.spglobal.com/marketintelligence/ en/news-insights/latest-news-headlines/the-world-s-100-largest-banks-2020-57854079

[1] Global financial development report GLOBAL 2019/2020 / WB Group. P. 64.

Таким чином, хоча більшість банків з першої сотні все ще розміщуються у розвинених країнах і утримують свої позиції, банки Китаю становлять їм потужну конкуренцію (19 банків із КНР входять до ТОР-100). Є підстави очікувати також змін у розподілі ринкових часток на користь банків інших розвинених країн: Японії (вісім банків з ТОР-100), Канади (п'ять банків), Австралії (чотири банки), а також країн, що розвиваються: Корея (шість банків), Бразилія (чотири банки).

2.3. Фінтех-інновації та їх роль у трансформації сегментів індустрії фінансових послуг

Технологічні інновації останніх років у фінансовому секторі знайшли прояв через появу фінтех-стартапів, які почали агресивно нарощувати клієнтську базу в сегменті фінансових послуг і чинити відповідний конкурентний вплив на традиційних фінансових посередників[1].

Тісний взаємозв'язок між розвитком фінансового посередництва і технологій існував упродовж кожної промислової революції. На всіх етапах зміни технологічної парадигми кожна промислова революція привносила в діяльність фінансових посередників нові технологій, які швидко поширювались і дозволяли поліпшити надання фінансових послуг.

В епоху становлення Індустрії 4.0 розвиток цифрових технологій у сфері фінансового посередництва обумовили чотири ключові технології, які

[1] FinTech – «financial technology» – скорочена назва терміна «фінансові технології». FinTech з'явився одночасно з банкоматами та картковими платіжними системами в 1960-х роках і розвивався з електронними платіжними системами SWIFT у 1970-х і першими онлайн-банками в 1990-х роках.

Під FinTech зазвичай розуміють новий сектор економіки, у якому розробляються й упроваджуються інноваційні технології та програмне забезпечення для вдосконалення фінансової діяльності (Schueffel P. Taming the Beast: A Scientific Definition of Fintech. *Journal of Innovation Management*. 2016. № 4. P. 32–54).

Наразі до фінтеху відносять: необанки (стартапи, що надають певні банківські послуги виключно через мобільні додатки та веб-сайти); іншуртех (технології для модернізації та поліпшення бізнесу у сфері страхових послуг, від англ. insurance – страхування); держтех (технології у державних інститутах); регтех (програмне забезпечення та інші технології, що допомагають фінансовим компаніям у сфері регуляторного комплаєнса); онлайн і безконтактні платежі, кредитування P2P (англ. peer-to-peer – рівний до рівного) і P2B (англ. person-to-business – від людини до бізнесу); використання хмарних обчислень, великих даних і API (англ. application programming interface – інтерфейс прикладного програмування) для надання фінансових послуг, використання технології блокчейн, краудфандингу. Як правило, надання такого типу послуг реалізується фінтех-компаніями, які є інноваційними стартапами. Серед них виокремлюють так званих єдинорогів (англ. unicorns) – підприємства, ринкова вартість яких перевищує 1 млрд дол. Однак і традиційні банки також упроваджують такі інноваційні послуги.

потенційно вважаються деструкторами (руйнівниками) традиційних фінансових послуг[1]:

блокчейн – побудова децентралізованої бази даних, стійкої до зловмисних і помилкових маніпуляцій та призначеної для впорядкованого зберігання інформації з прив'язкою до часу;

відкритий банкінг – надання користувачеві доступу до мережі даних фінансових установ із використанням інтерфейсів прикладного програмування (більш відомих як API);

біометрія – використання унікальних фізичних характеристик, таких як відбитки пальців, райдужна оболонка ока або особливості голосу, для автентифікації трансакцій;

когнітивні обчислення – застосування таких методів, як машинне навчання, інтелектуальна аналітика і розпізна-вання мови, що імітують функціонування людського мозку.

Протягом останніх років FinTech набув значної популярності серед інвесторів: загальний капітал фінтех-компаній зріс у 2015 р. до 25 млрд дол. США (за даними Бостонської консалтингової групи, провідної консалтингової фірми з управління) та демонструє стійкий тренд до подальшого зростання[2]. Аналіз більш детальних даних дає уявлення про ті сфери, де FinTech користується найбільшою популярністю інвесторів.

Протягом 2010–2016 рр. найбільший обсяг фінтех-фінансування залучили компанії, що працюють у сегментах платежів (26%), P2P кредитування, краудфандингу (20%), аналітики даних (17%) та планування (16%). Блокчейн, який порівнюють із винаходом Інтернету з точки зору його потенційної важливості, протягом 2010–2016 рр. отримав лише 2% від фінтех-фінансування.

На сучасному етапі становлення Індустрії 4.0 трансформується багато аспектів фінансового посередництва, насамперед тому, що виробничі та фінансові технології діалектично взаємопов'язані[3]. Урахування цієї обставини відкриває широкі перспективи для наукових досліджень, спрямованих на виявлення ключових трендів і закономірностей трансформацій індустрії FinTech у контексті поширення технологій

---

[1] Словарь терминов по финтеху. *Roomian.org.* 2017. URL: https: //www.roo mian.org/ how-to/slovar-terminov-po-fintech

[2] McCormack E. The marriage of high tech and high finance. *Perspectives from The Economist Intelligence Unit (EIU).* 2017. URL: https://per-spectives.eiu.com/financial-services/future-finan-cial-services-transforming-industry/article/mar-riage- high-tech-and-high-finance

[3] The Future of Fintech and Banking: Digitally disrupted or reimagined? *Accenture*. 2015. P. 76. URL: https://capitalmarketsblog.accenture.com/wp-content/uploads/2015/04/Accenture-The-Future-of-Fintech-and-Banking.pdf

Індустрії 4.0 і визначення на цій основі напрямів розвитку FinTech в умовах поширення діджиталізації у світі.

2.3.1. FinTech: ключові світові тренди

За даними звіту *KPMG* «The Pulse of Fintech Q2 2017. Global analysis of investment in fintech» у II кварталі 2017 р. світові інвестиції у FinTech склали 8,4 млрд дол. США. Результати дослідження *Ernst & Young* щодо видів фінтех-діяльності засвідчують, що основною послугою є онлайн-платежі та перекази коштів. Причому їх частка зросла з 18% у 2015 р. до 50% у 2017 р. Такий активний розвиток обумовлений розширенням використання смартфонів і прив'язаних до них персональних мобільних гаманців, наприклад, Apple Pay, Samsung Pay, Android Pay, Alibaba Alipay та ін.[1]. Друге місце посідає надання послуг страхування (англ. insurtech) – 24% у 2017 р. (8% у 2015 р.).

Світове лідерство з розвитку фінтех-стартапів належить Китаю: 8 із 27 єдинорогів (Unicorn) розташовані саме в Китаї. Однак за показником кількості необанків лідирує Велика Британія – 40 (Індія – 8, США – 5, Франція – 4, Німеччина – 3, Китай – 2)[2].

У ЄС під впливом тенденцій до прискореного розвитку Індустрії 4.0 Європейська Комісія затвердила програму формування ринку телекомунікацій та розвитку IT-сфери, в рамках якої також відбудеться уніфікація регуляторних вимог щодо сприяння конкуренції. Спрощення доступу європейських компаній (особливо інноваційних малих і середніх підприємств) до виробничих факторів поєднуватиметься з використанням можливостей фінтеху. Розповсюдження нових фінансових технологій базується на очікуваннях суттєвого збільшення ефективності кредитування[3]. Вигоди від використання фінтеху для фінансових інститутів полягають у зниженні трансакційних витрат на пошук та залучення клієнтів,

[1] Dans E. Welcome to GoogleBank, Facebook Bank, Amazon Bank, and Apple Bank. URL: https://medium.com/enrique-dans/welcome-to-googlebank-facebook-bank-amazon-bank-and-apple-bank-c9c3955006d4#.7znym6tze

[2] Hussey M. The banks of Google, Facebook and Amazon. URL: http://thenextweb.com/facebook/2016/05/05/banks-google-facebook-amazon/

[3] Наприклад, французький банк BNP Paribas у лютому 2017 р. оголосив, що протягом наступних трьох років він подвоїть свої інвестиції в технології фінансових послуг до 3 млрд євро (3,35 млрд дол. США). Інвестиції спрямовані на досягнення трьох головних цілей: цифрова трансформація, формування нового досвіду клієнтів і зростання ефективності. При цьому керівництво установи вважає, що завдяки таким вкладенням сукупна економія витрат досягне 3,4 млрд євро до 2020 р. і ще 2,7 млрд євро в наступні роки.

технологічному вирішенні проблеми асиметрії інформації при відносинах із клієнтами та загалом на фінансових ринках, яка раніше вирішувалася методами раціонування (хоча і фінтех не виключає використання такого підходу). Для клієнтів – в отриманні тих продуктів, які їм дійсно потрібні, без додаткових комісій і непотрібних платежів, що підвищують реальну процентну ставку, цілодобовому доступі до фінансових ресурсів сім днів на тиждень і 365 днів на рік. Це особливо важливо для підприємств, які реалізують принципи діджиталізованої клієнт-орієнтованої роботи.

Нові технології вже починають змінювати спосіб здійснення багатьох фінансових послуг і операцій, таких як мобільні платежі, P2P та онлайн-кредитування, управління активами тощо. За останні роки у всіх сегментах індустрії фінансових послуг спостерігається велика кількість нових гравців, які намагаються зробити фінансові продукти більш дешевими і зручними, ніж у традиційних банках.

Сьогодні простежується технологічна революція у сфері фінансових послуг, проте її вплив на нинішніх гравців банківської сфери не є невизначеним. За даними консалтингової компанії *Accenture*, цифрові технології мають потенціал, щоб зменшити роль і значущість сучасних банків і водночас допомогти їм створити кращі, швидші, дешевші послуги, які перетворять їх на ще більш невід'ємну частиною повсякденного життя для населення та бізнесу[1]. Для того щоб вплив був позитивним, банки мають позбавитися інституційного самозаспокоєння та зрозуміти, що саме лише управління процентними ставками не захистить їх від зникнення[2].

Водночас менеджмент крупних банків, очевидно, приймає «нову реальність», усвідомлюючи неминучий вплив нових технологій на фінансові послуги. Таким чином, великі гравці намагаються знайти власну модель співпраці з технологічними фінтех-стартапами, що ускладнюється різними культурними та поведінковими платформами, зокрема щодо управління інвестиціями.

Міжнародна аудиторська компанія *PricewaterhouseCoopers* (*PwC*) оприлюднила результати опитування «Розмивання кордонів: як компанії сегмента фінансових технологій впливають на сектор фінансових послуг», у якому взяли участь 544 респонденти – генеральні директори, керівники відділів інновацій, директори з інформаційних технологій та представники

[1] The Future of Fintech and Banking: Digitally disrupted or reimagined? *Accenture*. 2015. URL: https://capitalmarketsblog.accenture.com/wp-content/uploads/2015/04/Accenture-The-Future-of-Fintech-and-Banking.pdf

[2] Bansal S., Bruno Ph., Istace F., Niederkorn M. A mixed year for the global payments industry. September 2016. URL: https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/a-mixed-year-for-the-global-payments-industry

вищого керівництва, які беруть участь у проведенні цифрових і технологічних перетворень у секторі фінансових послуг. Опитування відбувалося у 46 країнах. За даними *PwC*, понад 77% опитаних вважають, що розвиток технологій змінить вимоги до банків уже до 2021 р.[1] Традиційні учасники ринку вважають, що 23% їх бізнесу може опинитися в зоні ризику внаслідок триваючого розвитку сегмента фінансових технологій. Крім того, самі фінансово-технологічні компанії розраховують на те, що зможуть перерозподілити на свою користь 33% традиційного банківського бізнесу[2].

Представники сектора банківських послуг і ринків капіталу сприймають високі темпи технологічних змін як загрозу перспективам зростання. Так, 83% представників традиційних організацій сектора фінансових послуг вважають, що їм загрожує втрата частини бізнесу, який може перейти до конкурентів – компаній сегмента FinTech. Як основну загрозу дві третини опитаних фінансових організацій назвали тиск на маржинальність. При цьому найбільшого тиску з боку фінансово-технологічних компаній зазнаватимуть сегменти банківських операцій і платежів.

Традиційні фінансові посередники очікують, що вже до 2021 р. фінтех-компанії можуть поглинути до 28% ринку. Самі банки оцінюють втрати бізнесу на користь FinTech в 24%, компанії з управління активами – близько 22%, страховики – 21%[3]. За оцінками *PwC*, уже в 2020 р. сукупний обсяг інвестицій у сегмент FinTech у світі мав перевищити 150 млрд дол. США, а конкуренція фінансових організацій і технологічних компаній лише загострюватиметься[4].

FinTech змінюють парадигму традиційних посередницьких послуг. Якщо раніше роль посередників відігравали суб’єкти фінансового сектора, надаючи послуги клієнтам, наразі функції фінансового посередництва успішно виконують фінансово-технологічні компанії з їх новими бізнес-моделями, заснованими на застосуванні сучасних технологій.

Фінтех-компанії мають перед банками деякі переваги за рахунок мінімальної залежності від регуляторів і відсутності жорсткої територіальної приналежності. Проте в існуючого банківського бізнесу ще є час на реакцію – допоки стартапи розширять коло клієнтів, здійснять

---

[1] Blurred lines: How FinTech is shaping Financial Services. Global FinTech report / PricewaterhouseCoopers. March 2016. URL: https://www.pwc.de/de/newsletter/finanzdienstleistung/assets/insurance-inside-ausgabe-4-maerz-2016.pdf

[2] Там само.

[3] Hussey M. The banks of Google, Facebook and Amazon. URL: http://thenextweb.com/facebook/2016/05/05/banks-google-facebook-amazon/

[4] Blurred lines: How FinTech is shaping Financial Services PricewaterhouseCoopers. Global FinTech report. March 2016. URL: https://www.pwc.de/de/newsletter/finanzdienstleistung/assets/insurance-inside-ausgabe-4-maerz-2016.pdf

необхідний маркетинг, відпрацюють свої технології. FinTech підштовхує традиційний бізнес до того, щоб перетворювати його на більш технологічний та клієнтоорієнтований. Експерти *PwC* стверджують, що переорієнтація ринку та витіснення традиційних банків фінтех-компаніями може статися у найближчі 5–10 років, і банки просто не мають іншого виходу, ніж інвестувати у технології[1].

Фінтех-компанії (особливо в сегменті кредитування) також потерпають від агресивного поєднання зростання кількості неповернених позичальниками кредитів, зменшення інвестиційних надходжень і побоювань стосовно недоліків управління та насування регуляторних обмежень. Існують значні сумніви і щодо потенціалу масштабності та існування вагомих конкурентних переваг FinTech, достатніх для конкуренції з традиційними банками.

Проте експерти виокремлюють п’ять причин, чому цифрові інновації, ймовірно, спричинять якісні зрушення на ринку фінансових послуг з моменту появи кредитних карток (понад 60 років тому)[2].

1. Бізнес-моделі класичних банків перебувають під тиском низьких процентних ставок і загрозою посилення регулювання. Рівень рентабельності протягом останніх років відставав від вартості капіталу більшості банків. Це суттєво стимулює пошук нових рішень, що «продукують» значні зміни.

2. Регулятори конкурують, щоб залучити до своїх країн помітні фінтех-стартапи. Цифрових новаторів приваблюють, щоб забезпечити необхідну конкуренцію для традиційних банків. У Великій Британії, наприклад, Управління з фінансового регулювання створило такі умови, що дозволяють стартапам експериментувати у прозорому нормативному просторі. Директива Європейського Союзу змушує банки надавати більше даних про клієнтів у вільному доступі для так званих «цифрових агрегаторів», які дозволять споживачам керувати всіма своїми фінансовими питаннями за допомогою однієї програми та порівнювати продукти у більш легкий спосіб.

3. Венчурне фінансування продовжує надходити у фінансово-технологічні компанії у дедалі більшому обсязі. Венчурно профінансовані компанії отримали 14,4 млрд дол. США фінансування у 2016 р. – майже вдвічі більше, ніж попереднього року (за даними звіту компаній *KPMG International* і *CB Insights*).

4. Фінтех-стартапи очолюють банкіри топ-рівня. Список банкірів топ-рівня, які приєдналися до зростаючого переліку фінтех-підприємців,

[1] Там само.

[2] Arnold M. Five reasons why fintech has substance as well as hype. *Financial Times*. URL: https://www.ft.com/content/32ce4bfe-33a8-11e6-bda0-04585c31b153

розширюється. Серед них: Ансшу Джайн – співголова Deutsche Bank, який у минулому році став консультантом SoFi (одного з найбільших онлайн-кредиторів у США) та наразі планує запустити подібне підприємство в Індії, Антоні Дженкінс – колишній генеральний директор Barclays, Вікрам Пандит – колишній керівник Citi, Джон Мак – екс-керівник Morgan Stanley, Бліф Мастерс – колишній очільник JPMorgan.

5. Фінтех-кредиторами у 2014 р. видано 23,7 млрд дол. США кредитів по всьому світу, з яких половина – в США і майже 40% у Китаї, більшість інших – у Великій Британії (за даними компанії «*Deloitte*»). Хоча ці кредити становлять лише малу частку від загального обсягу кредитів, виданих банками, якщо зростання продовжиться в тому ж темпі, дуже швидко вони перетворяться на системно значущі. За даними iResearch, у Китаї обсяг мобільних платежів засобом платіжної системи Alipay та Tencent уже зріс уп'ятеро – до 6 млрд юанів (960 млрд дол. США) у 2014 р.

Водночас драйверами змін на ринку в середовищі фінансових інновацій стають IT-гіганти та крупні виробники техніки.

На початку 2016 р. компанія Fujitsu провела опитування близько 7000 респондентів по всій Європі, ставлячи питання: «Чи готові вони скористатися банківськими послугами з боку компаній Apple, Google, Amazon або Facebook?» Близько 1/5 відповіли ствердно[1].

У сучасному світі середовище FinTech переважно концентрується поза межами класичної банківської або страхової діяльності, й тоді, як великі технологічні компанії активніше запускають платіжні сервіси, перспектив у «цифрового» банкінгу стає дедалі більше.

Одним із найактивніших у сенсі потенційного ринкового перерозподілу є сегмент платежів (у тому числі грошових переказів), де на сьогодні домінує порівняно невелика кількість крупних компаній (зокрема на B2C просторі), проте вони не відрізняються революційною технологічною інноваційністю та легко піддаються конкурентним атакам фінтех-стартапів.

Основною перевагою нових гравців є фокус на покращенні взаємовідносин із клієнтами у сервісних точках і значна легкість користування новими сервісами. Водночас безперечним лідером у сегменті цифрових платежів у США та Європі залишається PayPal, тоді як Apple Pay та Android Pay посідають перші місця зі здійснення мобільних платежів по всьому світу. У Китаї є свої лідери – компанії Alipay та WeChat. Революцію ж у сегменті грошових переказів здійснюють такі компанії, як TransferWise

[1] Dans E. Welcome to GoogleBank, Facebook Bank, Amazon Bank, and Apple Bank. URL: https://medium.com/enrique-dans/welcome-to-googlebank-facebook-bank-amazon-bank-and-apple-bank-c9c3955006d4#.7znym6tze

(була оцінена у понад 1,6 млрд дол. США)[1], Remitly, WorldRemit та Azimo (для порівняння: стартап Xoom отримує від електронних операцій більше доходів, аніж компанія MoneyGram, що має 75-річну історію, та є другою за величиною компанією зі здійснення «класичних» грошових переказів по всьому світу[2]).

Особливу роль у цьому відіграють ринки, що розвиваються, де зростання середнього класу та розширення споживчої активності сприяє розвитку платіжних компаній (особливо через мобільні додатки), оскільки проникнення стільникового зв'язку в цих регіонах є досить високим (рис. 2.10).

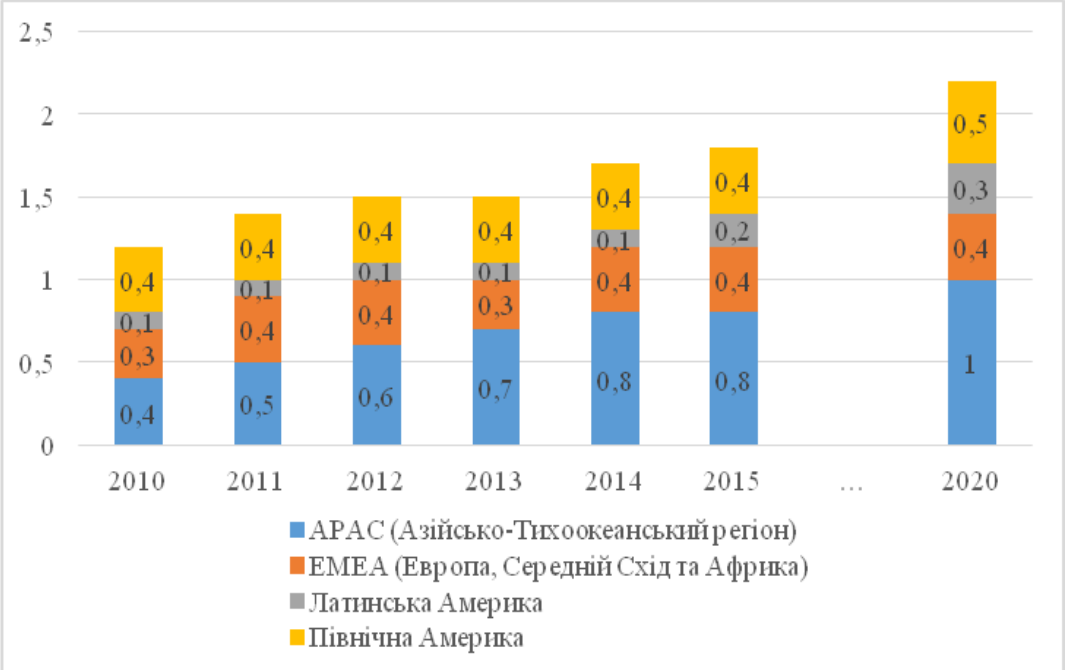

Рис. 2.10. Глобальні прибутки платіжного бізнесу, *трлн дол. США*
Джерело: McKinsey Global Payments Map.

У більш розвинених економічних зонах, зокрема у Північній Америці, ситуація складніша, оскільки:

[1] Згідно з угодою, із залучення 280 млн дол. США (211,2 млн фунтів стерлінгів) від компанії з управління активами Old Mutual Global Investors та венчурного фонду IVP.
[2] The last pit stop? Time for bold late-cycle moves. *McKinsey Global Banking Annual Review 2019*. URL: https://www.mckinsey.com/McKinsey-Global-Banking-Annual-Review-2019-vF.pdf

1) глобальний економічний спад визначив помірні темпи зростання, а нові обмеження капіталу змусили фінансові інститути посилити стандарти кредитування, що вплинуло на споживчі витрати;

2) посилення регулювання в поєднанні з низькою вартістю грошей зменшили до мінімуму процентні ставки та рівень рентабельності, змушуючи учасників платіжного ринку шукати нові джерела доходу.

Консалтингова компанія *PriceWaterhouseCoopers* виокремила низку трендів у розвитку платіжної галузі[1]:

Еволюція статусності. Дедалі частіше відомі сайти електронної комерції, зокрема, iTunes, Amazon, сервіс поїздок Uber, зберігають інформацію кредитної картки клієнта, що прискорює процес покупки, оскільки дані не доводиться вводити при кожному відвідуванні. Проте клієнти рідко пам'ятають, що інформація про картку зберігається на цьому сайті, нівелюючи маркетингові зусилля платіжних компаній, націлених на надання статусності факту появи картки замість фізичного гаманця користувача.

Інновації в оцінці ризиків. Традиційний кредитний скоринг виявився недосконалим інструментом оцінки платоспроможності позичальника. Саме тому такі компанії, як LendUp, Kreditech і Zestcash, працюють над моделями для оцінки кредитоспроможності з використанням нових критеріїв, у тому числі з урахуванням орендної плати, оплати мобільного зв'язку та поведінки в соціальних медіа, зокрема у Facebook.

Лояльність та big data. Сьогодні в технологічному сенсі в індустрії платежів існує велика кількість можливостей для аналізу бази даних клієнтів і проведення аналітики, що може впливати на створення більш гнучких накопичувальних програм винагород і лояльності для користувачів. Подібні програми стають дедалі поширенішими та пропонуються різними за масштабом роздрібними мережами. Успіх цих програм в епоху «великих даних» визначається тим, наскільки добре вони інтегровані на шляху споживача до здійснення покупки.

Даними для аналізу може бути будь-що: розташування клієнта (фізичний магазин, ноутбук або настільний комп'ютер, смартфон або планшет), а також нещодавня історія покупок, огляд звичок, відсоток здійснених покупок, участь в оцінюванні покупки та тип кредитної картки, яка найчастіше використовується. Усі ці дані, які є в розпорядженні платіжних компаній, можуть допомогти рітейлерам зробити програми лояльності більш актуальними для індивідуальних споживачів. Це має збільшити обсяг продажів на одного активного клієнта та поліпшити окупність маркетингу.

[1] Flamme M. 2015 Payments Industry Trends / PwC.

Мобільні гаманці. Прийняття споживачем мобільних гаманців насамперед залежить від досвіду здійснення покупок з їх допомогою. У цілому мобільні гаманці потрібні, щоб прискорити процес оплати та полегшити споживачу життя, або вони повинні пропонувати яку-небудь винагороду. Попри те, що на ринку з'явилася велика кількість мобільних гаманців, запропонованих продавцями товарів і послуг, банками, телекомунікаційними компаніями та навіть компанією Apple, жоден з ринкових гравців не набрав значних домінуючих оборотів на ринку. Ситуацію може змінити подальший розвиток технологій і співпраця гравців на основі відкритих платформ.

2.3.2. Нові цифрові банки

Окремою віхою розвитку простору цифрових платежів є поява нових цифрових банків. Учасниками процесу стають потужні транснаціональні гравці: технологічні компанії з продуктами Apple Pay, Samsung Pay та Google's Android Pay, лідер серед систем електронних гаманців PayPal, провідні рітейлери (Amazon, Starbucks та Walmart), платіжні системи (Checkout Visa та MasterPass MasterCard), провідні банки (Chase Pay від JPMorganChase). Усі ці ринкові гравці конкурують, щоб стати основними електронними платіжними засобами для клієнтів. При цьому основним сегментом конкурентної боротьби стали мобільні платежі (табл. 2.16, рис. 2.11).

Таблиця 2.16

Лідируючі цифрові гаманці в США

Гаманець	Компанія	Індустрія	Рік запуску
PayPal	PayPal	Фінанси	1998
Amazon Payments	Amazon	Онлайн-торгівля	2007
Starbucks	Starbucks	Роздрібна торгівля	2011
MasterPass	Master Card	Фінанси	2013
Visa CheckOut	Visa	Фінанси	2014
Apple Pay	Apple	Електроніка	2014
Android Pay	Google	Інтернет	2015
Samsung Pay	Samsung	Електроніка	2016
Walmart Pay	Walmart	Роздрібна торгівля	2016
Chase Pay	JP Morgan Chase	Фінанси	2016

Джерело: Sberbank CIB Investment Research.

Значною перевагою цифрових банків є вміння працювати з великими базами даних, що відкриває широкі можливості для реалізації програм лояльності, таргетингу маркетингових акцій та інших інструментів підняття продажів партнерів у роздробі[1].

Сьогодні переглядається сама суть поняття «банк». Якщо велика частина банківського бізнесу полягає в основному в переміщенні бітів інформації з баз даних, то цілком імовірно, що великі технологічні компанії в цих сегментах мають значно більше досвіду, ніж банки, які не вважають технології частиною свого бізнесу і, як правило, віддають його на субпідряд або просто продовжують працювати так, як робили це і впродовж останніх декількох десятиліть.

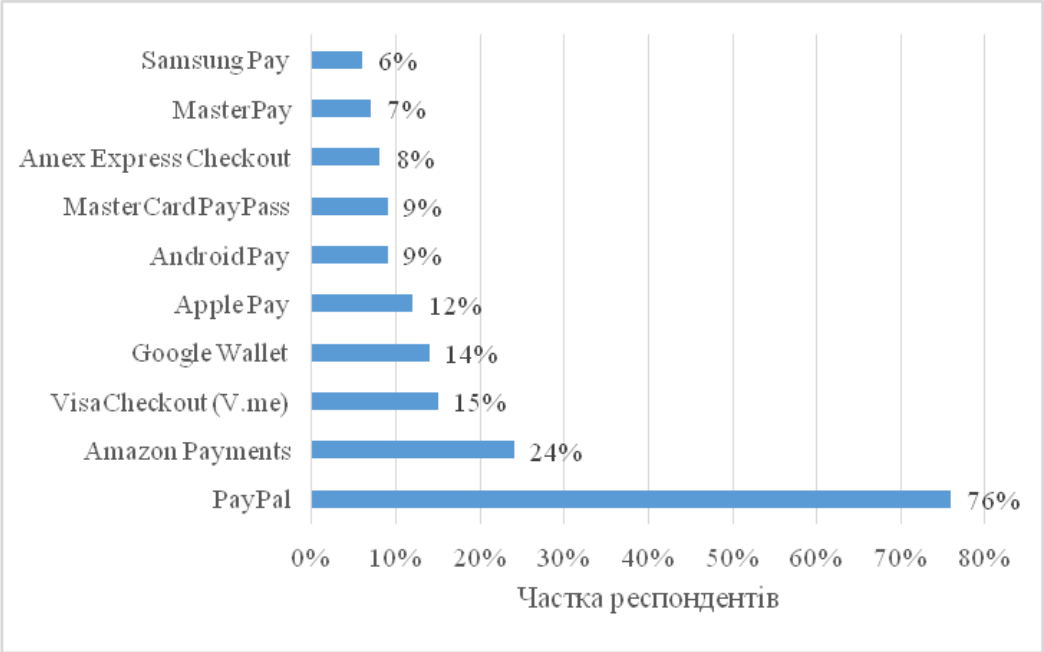

Рис. 2.11. Найбільш популярні електронні гаманці в США (грудень 2016 р.)

Джерело: Statista: Most popular digital wallets according to consumers in the United States as of December 2016. January 2017. URL: https://www.statista.com/statistics/284108/consumer-awareness-of-digital-wallets-in-the-united-states/

[1] McCormack E. The marriage of high tech and high finance. *Perspectives from The Economist Intelligence Unit (EIU)*. 2017. URL: https://per-spectives.eiu.com/financial-services/future-financial-services-transforming-industry/article/mar-riage- high-tech-and-high-finance

Коли йдеться про роботу з клієнтами, інтернет-системи, і – щонайважливіше – про аналітику та якість активів, якими вони володіють, більшість банків перебуває далеко позаду технологічних компаній.

Банки, як правило, технологічно менш розвинені та сфокусовані на застарілих методах роботи. Це знаходить своє відображення в таких ключових аспектах, як аналіз ризиків, що суттєво відстає від досвіду технологічних компаній у сфері машинного навчання (machine learning), що, за даними Google, є основою майбутнього зростання.

Донині технологічний сектор вважав, що не обов'язково мати банк, щоб захопити частку ринку фінансових послуг. Проте вже зараз очевидно, що деякі технологічні компанії дедалі частіше перебирають на себе роль банків. Теоретично добре капіталізовані технологічні гіганти можуть вирішити, що банківська ліцензія є необхідною для побудови стійкої конкурентної переваги. Тоді потенційно такі компанії, як Apple, Google, Facebook, Amazon, не матимуть жодних проблем з тим, щоб задовольнити регуляторні вимоги до капіталу, а, зважаючи на їх досвід перехресних продажів, мережу магазинів і клієнтську базу, вони цілком імовірно можуть стати потужними та прибутковими банками. Полегшуватиме завдання фінтеху відсутність значної лояльності клієнтів до традиційних банків.

За даними TechRadar, якщо великі банки не зуміють витримати темпи технологічних інновацій, конкурентних з технологічними компаніями, то втратять 37% клієнтів.

Google розвиває Android Pay (на зміну Google Wallet), який, по суті, є сполучною ланкою між існуючими кредитними та дебетовими картками, телефоном і зчитувачами карток NFC у магазинах. Крім того, уже існує іпотечний калькулятор, доступний через пошук. Також можливо здійснити переказ коштів через Google, над цим функціоналом працює Facebook, а Amazon пішов ще далі – почав надавати на своєму ресурсі кредити тисячам продавців. Цілком очевидним є високий інтерес цих компаній до сфери фінансового посередництва.

IT-гіганти намагаються працювати над найболючішими для клієнтів аспектами – зручністю, легкістю, швидкістю. При цьому вони активно використовують новітній аналітичний апарат і за допомогою засобів аналітики великих даних шукають найбільш вдалі для клієнта рішення через аналіз його поведінкових патернів у мережі та соціальних додатках.

У березні 2015 р. Economist Intelligence Unit при проведенні дослідження банківського сектора роздрібної торгівлі зазначив, що, на думку 25% респондентів, технології могли б найефективніше допомогти банкам дізнатися про своїх клієнтів більше. А краще розуміти людей – це основа

бізнесу Google, що перетворює його на надсерйозного конкурента для будь-якого традиційного банку.

Starbucks став першою компанією, що почала привчати клієнтів сплачувати за допомогою картки, прив'язаної до її мобільного додатку на телефоні, ще у 2011 р. Таким чином, клієнти могли робити попереднє замовлення, уникаючи довгих черг і очікування, а компанія отримала більше важелів спонукати до покупок за допомогою програми лояльності, отримуючи прямий зв'язок з клієнтом через його мобільний телефон і тим самим підвищуючи відвідування своїх закладів. У жовтні 2014 р. близько 15% покупок в американських магазинах Starbucks були здійснені через мобільний додаток, наприкінці 2015 р. мобільні платежі досягли 21% від усіх трансакцій у мережі, а вже на початку 2017 р. цей показник становив 27% всіх трансакцій, що забезпечувалося понад 13 млн активними членами у програмі Starbucks Rewards.

Банківська виписка надасть мало інформації про те, на якій стадії життя перебуває людина, які у неї надії, мрії, тривоги та страхи. Натомість Google про все це «знає», аналізуючи запити людини в пошуковій системі. За даними досліджень Кембриджського університету та компанії Майкрософт, Facebook з імовірністю 85–95% може «визначити» етнічну приналежність людини, її статеву орієнтацію та політичні вподобання, просто аналізуючи її «лайки». Алгоритми Amazon аналізують поведінку в мережі та вже «знають», що хоче купити споживач ще до того, як він почне здійснювати покупку.

Насправді, Google хоче здійснювати платежі, щоб отримувати дані про покупки та більш таргетовано просувати оголошення рекламодавців (як це робить Facebook). Amazon хоче мати цю інформацію, щоб просувати свої товари і надалі, більш детально розуміючи потреби покупця. Йдеться не про сам платіжний бізнес, а про дані щодо здійснених угод[1].

Постійно зростають безготівкові платежі і розвиток технології «Near Field Communication» (NFC), яку використовують Google, Apple, Samsung та ін. Це означає, що з часом грошові резерви й активи стануть менш важливими за «цифровий» рух грошей в Інтернеті. Великі технологічні компанії перебувають у вигідному становищі, адже можуть запропонувати більш зручні та вигідні фінансові послуги, навіть не трансформуючись у формат традиційних банків. Як показує досвід Amazon, компаніям буде достатньо просто запропонувати клієнтам послуги (наприклад, розстрочку) навіть без відкриття філії.

[1] Hussey M. The banks of Google, Facebook and Amazon. URL: http://thenextweb.com/facebook/2016/05/05/banks-google-facebook-amazon/

Імовірним є те, що Amazon будуватиме банк навколо клієнта та його покупок, залишаючи всю «нецікаву» роботу (зокрема, обробку платежів, оформлення виписок, обмін валюти) відділенням традиційних банків.

Використання банківських даних слугує своєрідною валютою цифрової економіки. Задля більшої актуалізації для клієнтів компанії різних галузей борються, щоб зібрати та розблокувати дані споживачів. Стосовно здатності «побачити» й охопити дані споживачів лідери цифрового ринку та стартапи є більш вправними і далекоглядними, ніж традиційні банки. Amazon вважається найбільш клієнтоорієнтованою компанією у світі, що працює на базі складних алгоритмів, які обробляють три рівні користувацьких даних, аби передбачати те, що хочуть клієнти.

Феномен проникнення виробників смартфонів на ринок платежів має досить очевидне пояснення. Розвиток ринків і технологій зумовив те, що найбільшим надбанням компаній в XXI ст. стали лояльні споживачі, причому компанії навчились продавати їм не тільки основний товар, а й додаткові товари та послуги, які безпосередньо з цим товаром не пов’язані. Яскравим прикладом стало поєднання мобільного телефону та платіжної картки.

Загалом ідеології Samsung Pay та Apple Pay є дуже близькими – це використання власної клієнтської бази для отримання додаткового прибутку. Особливістю платіжних продуктів Samsung і Apple є те, що вони ніколи не переважать основний бізнес компаній. Користувачів мобільних платіжних систем ніколи не стане більше, ніж користувачів телефонів цих виробників, адже Apple або Samsung прагнуть встановлювати додатки не на всі пристрої на ринку, а тільки на свої. Відповідно, граничний рівень проникнення в теорії може становити 100%, але на практиці він недосяжний внаслідок інших обмежень.

У сфері фінансового сервісу подібну модель у сегменті кредитування P2P використовувала корпорація Lending Club, аналізуючи можливі зв’язки між позичальниками та кредиторами.

Проте на шляху фінансових новаторів до статусу повноцінних банків існує ряд перешкод[1].

1. *Складні регуляторні вимоги та правила,* до яких IT-компанії не звикли. Зміни відбуваються, проте практика показує, що для отримання банківської ліцензії необхідно понад чотири роки. У США, щоб працювати, як банк, недостатньо домовитися тільки з урядом, необхідне проходження

[1] Hussey M. The banks of Google, Facebook and Amazon. URL: http://thenextweb.com/facebook/2016/05/05/banks-google-facebook-amazon/

всіх процедур у кожному штаті. Це не дуже типове та комфортне середовище для Google, Amazon або Facebook.

2. *Блокування з боку «нових» конкурентів.* Для IT-компаній існує ризик втрати партнерських стосунків з існуючими банками. Теоретично, якщо такий банк, як Barclays, відмовить таким гігантам, як Google або Facebook, (почавши сприймати останніх конкурентами), у дозволі здійснювати через їх сервіси платежі для своїх 48 млн клієнтів по всьому світу, це завдасть відчутної школи.

3. *Статус банку IT-гігантам абсолютно не потрібен.* Сьогодні існує надзвичайно багато способів захоплення сегментів фінансових ринків без необхідності створення банку. Одним із прикладів є компанія Curve, що дозволяє користувачам об'єднати всі свої наявні картки різних банків в одну, – що приймають скрізь. Усі дані зберігаються в телефоні, всі операції відбуваються у режимі реального часу.

В Україні, що орієнтована на європейську інтеграцію, також вже присутні або запускаються окремі фінтех-компанії та проєкти. Більша частина (60%) фінтех-провайдерів виникла останніми роками. Майже 85% уже розпочали пропонувати продукти та надавати послуги, найбільш популярними серед яких є платежі та грошові перекази. У цілому сегмент онлайн-платежів в Україні розвивається відносно динамічно. Крім послуг з онлайн-платежів, які можна здійснити через особистий кабінет в інтернет-банкінгу, існують також і небанківські фінансові установи, які надають таку можливість із прив'язкою кількох карт різних банків: Portmone, iPay, EasyPay, LiqPay та ін.

Аналіз стану розвитку інтернет-банкінгу України свідчить, що серед банків першої двадцятки вже всі пропонують сервіс онлайн-банкінгу (інтернет-банкінгу). Проте жоден із них не позбавляє клієнта необхідності відвідувати відділення при наданні послуг (як у необанках). Крім того, відкриття онлайн-банкінгу здійснюється як додаткова послуга до вже купленої у відділенні (до карткового проєкту, кредиту або депозиту та ін.). З усіх банків першої двадцятки поки що тільки ПриватБанк наближається до банку покоління FinTech.

У 2017 р. колишньою командою топ-менеджменту ПриватБанку був анонсований старт банку без відділень (необанку) під брендом iBox Bank. Основними його послугами мають стати випуск карти з кредитним лімітом до 100 тис. грн, сплата процентів на залишок власних коштів на карті, повернення процентів від покупок (кешбек).

Іншуртех (insuretech) як різновид фінтеху в Україні перебуває на стадії становлення (перша конференція з іншуртеху відбулася лише в

2017 р., на ній страхові та перестрахові компанії почали обговорювати перспективи впровадження такої послуги в Україні).

Кредитування P2P і P2B (що іноді об'єднуються загальним терміном «краудлендинг») також представлене в Україні поки що одиничними випадками впровадження: наприклад, у ПриватБанку і на платформі Advance Finance Alliance. В Україні можливості P2P платежів для своїх клієнтів першим запустив ПриватБанк ще у 2003 р. Мобільним сервіс став лише у 2011 р. Сьогодні Приват24 є найпопулярнішим сервісом мобільного банкінгу в Україні, налічуючи понад 8,8 млн користувачів, які щодня здійснюють понад 600 тис. платежів різних видів[1].

На другій конференції «Fintech Ukraine 2017: the power of finnovation» було продемонстровано 14 проєктів у сфері фінансових інновацій, зокрема, онлайн-ведення бізнесу, дистанційне одержання фінансових послуг, інтеграція соціальних мереж із банківськими системами, можливість використання хмарних обчислень і віддаленої ідентифікації для бізнес- і банківської аналітики, надання API для інтеграції у бізнес та ін.

Поступово в Україні розвивається і краудфандинг. Прикладом може служити один із масштабних майданчиків – «Велика Ідея». В умовах недостатнього державного забезпечення, а також слабкої уваги банків до потреб малого та середнього бізнесу в такий спосіб фінансуються соціальні проєкти. Найбільшими українськими стартапами, профінансованими і «розкрученими» за допомогою краудфандингу, стали LaMetric (зібрано 369 тис. дол. США), Petcube (251 тис. дол. США), iBlazr (156 тис. дол. США).

2.3.3. Індустрія FinTech: перспективи розвитку, потенційні ризики і проблеми

Бурхливий розвиток мобільних технологій формує нову модель поведінки користувачів, які дедалі активніше використовують у повсякденному житті смартфони та різні підключені до Інтернету пристрої: за статистикою, людина дивиться на екран свого смартфона близько 150 разів на день. Таким чином, банки, що не підуть шляхом розвитку мобільних (безконтактних) платежів, у майбутньому можуть програти, оскільки втрачатимуть клієнтів.

[1] Карпусь В. Впервые количество активных пользователей мобильной версии «Приват24» превысило число пользователей веб-версии. *ITC.ua*. 15.02.2018. URL: https://itc.ua/news/vpervyie-kolichestvo-aktivnyih-polzovateley-mobilnoy-versii-privat24-prevyisilo-chislo-polzovateley-veb-versii/

Розвиток мобільних платежів також зумовить суттєві зміни на ринку пластикових карток. NFC перетворює процес оплати карткою на набагато зручніший і покликаний стимулювати їх використання у найближчій перспективі. У Великій Британії, наприклад, кількість безконтактних платежів з підтримкою технології NFC за два роки зросла у понад десять разів– від 18 млн у березні 2014 р. до 240 млн у липні 2016 р. і безконтактні платежі становили майже 20% операцій з картками[1].

Проте на горизонті 10–20 років імовірною є заміна пластикових карток на віртуальні аналоги. Одним з рушіїв змін стануть аспекти безпеки, що для індустрії фінансових послуг є ключовими. Останні досягнення у сфері технологій (біометрична автентифікація, розширене шифрування тощо) істотно знизять імовірність шахрайства при здійсненні мобільних платежів, порівняно з використанням пластикових карток. Тим не менш, на період адаптації людей до нових технологій, «пластик» свою частину ринку займатиме, втім вона постійно знижуватиметься.

Важливим напрямом розвитку FinTech є інтеграція його нових можливостей з авангардними промисловими технологіями. Для промисловості особливе значення фінтеху обумовлене тим, що він пропонує нові фінансові продукти та послуги як окремим промисловим підприємствам, так і цифровим платформам за принципом налаштування на клієнта (за часом, обсягом, ціною) з використанням методів просунутого аналізу «великих даних», інших джерел інформації (соціальних мереж, пошукових запитів, онлайн-заявок тощо).

Активна діджиталізація фінансів стає фактором стимулювання розвитку промисловості на рівні як окремих бізнес-процесів, так і промислового виробництва загалом. Уже зараз провідні промисловці віднаходять можливості такої інтеграції у глибоко автоматизованих галузях. Зокрема, в автомобільній промисловості вони поширюються на сфери лізингу і фінансів, страхування, діджиталізованих роздрібних продажів, цифрових платежів та автомобільного сервісу. Як відзначають фахівці Frost & Sullivan, фінтех-компаніям і виробникам оригінальної автомобільної техніки доведеться розробляти єдину систему надання сервісу для заохочення масового сприйняття послуг у розрізі марок автомобілів, демографічних характеристик і регіонів. Із поліпшенням доступності та збільшенням простоти трансакцій за допомогою цифрових платформ постачальники техніки зможуть досягти зростання продажів на 3–4% за рахунок розвитку провідних методів цифрового лізингу та фінансових

[1] McCormack E. The marriage of high tech and high finance. *Perspectives from The Economist Intelligence Unit (EIU).* 2017. URL: https://per-spectives.eiu.com/financial-services/future-financial-services-transforming-industry/article/mar-riage- high-tech-and-high-finance

інструментів. Загалом автомобільні виробники і постачальники продемонстрували готовність до розширення своїх фінтех-портфоліо та експериментальних проєктів у сфері фінансів та страхування до 2018 р. та у сфері зручності автомобільного сервісу до 2022 р.

По суті йдеться про інтеграцію промисловості (розумних виробничих кіберфізичних систем) з фінансовими посередниками, тобто промисловість поступово перетворюватиметься на мережу не просто «кіберфізичних» систем, а «кібер-фінансово-фізичних систем» або «промисловий інтернет речей і фінансів»[1].

Як свідчить досвід «просунутих» автомобілебудівників, напрями проникнення діджиталізованих фінансових посередників у діяльність діджиталізованих підприємств можуть бути різними: це лізинг, боргове фінансування, страхування, роздрібні продажі, цифрові платежі, післяпродажне обслуговування тощо. Очевидно, що надалі ці процеси поширюватимуться на осередки мережі, що зв'язує виробництва з дослідниками, розробниками, постачальниками, дистриб'юторами, споживачами та ін.

Утім для України це все поки що в майбутньому, оскільки фінтех-компанії не здобули широкого розповсюдження, у т. ч. через з проблеми організації діалогу між традиційними банками і фінтех-компаніями, підвищеними ризиками кібератак, слабким розвитком нормативно-правової бази регулювання цифрової сфери діяльності, низькою фінансовою та технологічною грамотністю населення тощо.

З урахуванням майже експоненціальної тенденції у світі до зростання інвестицій у FinTech глобальна ситуація у сфері фінансових послуг уже найближчим десятиліттям може суттєво змінитися. Оскільки різниця між фінансами і високими технологіями дедалі більше розмивається, очевидно, що раніше створеним традиційним фінансовим посередникам доведеться зіткнутися з новими серйозними конкурентами, і не тільки в особі стартапів. Гіганти цифрових технологій, що базуються в Кремнієвій долині, такі як Google, Apple і Facebook, також мають свої плани на розширення бізнесу у сфері фінансових послуг.

Основною перевагою традиційних банків є те, що вони мають широку клієнтську базу, що формувалася роками. У свою чергу, ця обставина визначає основний недолік фінтех-компаній – їх послугами поки що користуються порівняно мало. Але традиційні банки переважно надають

[1] Смарт-промисловість в епоху цифрової економіки: перспективи, напрями і механізми розвитку: монографія / [В.П. Вишневський, О.В. Вієцька, О.М. Гаркушенко та ін.; за ред. акад. НАН України В.П. Вишневського; НАН України, Ін-т економіки пром-сті. Київ, 2018. 192 с.

традиційні послуги, що потребують для їх отримання відносно довгих процедур і часу. У цьому сенсі фінтех-компанії, що усі ці процеси прискорюють, набувають конкурентних переваг. Тому співпраця потенційно може зумовити зниження витрат і збільшення прибутків обох сторін. На діалектиці цих суперечностей будується одна з основних проблем розвитку сучасного фінансового посередництва: не всі банки готові до діалогу з фінтех-компаніями. Крім того, сама індустрія FinTech потребує великих інвестицій.

Однією із загроз розвитку FinTech в Україні також є відсутність його регулювання на законодавчому рівні. Її усуненню сприятиме комунікація представників цього інноваційного бізнесу з регуляторами фінансових ринків. У цьому сенсі позитивною тенденцією можна вважати виявлену в 2017 р. зацікавленість НБУ в розвитку декількох фінтех-проєктів.

Слід також взяти до уваги і те, що стосовно нових фінансових технологій у суспільстві, в тому числі й у середовищі експертів, побутують думки про те, що всі нововведення (криптовалюти, блокчейни, іншуртехи тощо) – це звичайні фінансові піраміди і шахрайства. Тобто загальна невисока фінансова і технологічна грамотність населення стримує розвиток фінтеху.

Реальну загрозу становить і кіберзлочинність, яка у світі становить одну із найгостріших проблем, тим більше для України – як однієї з країн, що найбільше постраждали від останніх вірусних атак на банківські та телекомунікаційні системи.

Основу прискореного розвитку FinTech, інвестиції в який у світі зростають випереджаючими темпами, становить комплекс проривних технологій, таких як біометрія, блокчейн, когнітивні обчислення, відкритий банкінг та ін. Усі ці інноваційні методи надання фінансових послуг відкривають нові можливості задоволення фінансових потреб клієнтів у різних сферах економічної діяльності, зокрема, за принципом «just-in-time» і з використанням методів аналізу «big data».

Значні зміни, що відбуваються у сегменті фінансових послуг під тиском технологічних інновацій, однозначно означають необхідність адаптації традиційних банків до цих змін шляхом інвестицій у технології або перегляду своїх стратегічних пріоритетів. Проте, попри технологічний прорив фінтех-компаній, їх питома вага на ринку все ще залишається незначною, що дає традиційному фінансовому бізнесу певний час на маневр – розроблення власних технологічних рішень або придбання перспективних фінтех-компаній. Очевидним є одне – технологічне відставання фінансового сектора від інших галузей економіки істотно

зменшиться протягом найближчих років, а ринок фінансових послуг очікує період конкурентного перерозподілу.

Бурхливий розвиток мобільних технологій формує нову модель поведінки користувачів, які дедалі активніше використовують у повсякденному житті смартфони та різні підключені до Інтернету пристрої: таким чином, банки, які не підуть шляхом розвитку мобільних (безконтактних) платежів, у майбутньому можуть програти, оскільки втрачатимуть клієнтів. Розвиток мобільних платежів також зумовить суттєві зміни на ринку пластикових карток. На горизонті 10–20 років імовірною є заміна пластикових карток на віртуальні аналоги. Одними з рушіїв змін стануть аспекти безпеки, які для індустрії є ключовими.

В Україні фінтех-компанії не набули широкого розповсюдження, у тому числі через підвищені ризики кібератак, слабкий розвиток нормативно-правової бази регулювання цифрової сфери діяльності, низьку фінансовою грамотність населення. Найбільш активними сферами розвитку FinTech є грошові перекази і платежі.

В Україні потрібно реалізувати комплекс заходів щодо розширення сфери суспільних комунікацій з інноваційних технологій фінансової діяльності; стимулювання інвестиційної активності у цьому бізнесі; організації навчання новим технологіям і надання консалтингових послуг фінтех-стартаптам; адаптації національного законодавства про FinTech до європейського (насамперед у частині адаптації законодавства України до другої Європейської платіжної Директиви (PSD2)); поліпшення захисту прав споживачів фінансових послуг та інвесторів; реалізації комплексних програм діджиталізації економічних, соціальних та управлінських процесів, а також реалізації комплексу заходів щодо формування загалом сприятливого інституційного середовища для розвитку національної цифрової економіки.

ІНДУСТРІЯ ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ: ТЕХНОЛОГІЧНІ ТА РЕГУЛЯТОРНІ АСПЕКТИ РОЗВИТКУ

3.1. Нетрадиційна монетарна політика та її вплив на потоки капіталу

Період економічної лібералізації, яким відзначилися два десятиліття напередодні глобальної фінансової кризи 2008 р., окрім лібералізації торгівлі та безперешкодного руху капіталу, заклав основи ще одного процесу, значення якого стало зрозумілим дещо пізніше. В цей період на розвиток фінансових секторів низки економік чинили суттєвий вплив глобалізаційний та – іще більшою мірою – регіонально-інтеграційний тренди останніх десятиліть.

Під впливом цих трендів у багатьох країнах, зокрема в Східноєвропейському регіоні, сформувалась тенденція до посилення ролі банківського сегмента ІФП зі зростанням обсягів припливу іноземного капіталу. Цей процес зчинив визначальний вплив на особливості та ефективність національної монетарної політики і помітним чином проявився під час реалізації та згортання нетрадиційних монетарних політик (до середини 2019 р.).

Зростаючі обсяги та волатильність руху міжнародних потоків капіталів суттєво поглибили вплив монетарних політик розвинених країн на монетарне регулювання в малих відкритих економіках. Такий зв’язок є одним з характерних проявів взаємовідносин між країнами економічного ядра та країнами залежного капіталізму[1], зумовленого, зокрема, зростанням рівня їх фінансової відкритості. Через зростання обсягів транскордонних МПК напередодні глобальної кризи та проведення політики фінансової лібералізації національні монетарні політики країн, що розвиваються, почали втрачати ефективність внаслідок звуження оперативного поля[2]. Додатковий вплив на малі відкриті економіки ЦСЄ здійснював екзогенний характер фінансування їх банківських ринків, що також суттєво обмежило вплив монетарних інструментів їх національних регуляторів та зумовило послаблення монетарної незалежності.

[1] Звєряков М. Глобалізація і деіндустріалізація: зміст, суперечності та способи їх розв’язання. *Економіка України*. 2017. № 11. С. 10–11.
[2] Rey H. Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence. *National Bureau of Economic Research*. 2015. № 21162.

Помітним чином обмежена інституційна спроможність малих відкритих економік країн ЦСЄ проявилась за перших ознак згортання нетрадиційної монетарної політики[1]. Головним провідником на цьому етапі виступили США. З початку XXI ст. економіка США пережила дві масштабні кризи, що продемонстрували глобальний характер фінансових явищ і процесів у країнах економічного ядра. Фондова криза 2000–2002 рр., пов'язана з «доткомами», і ще більшою мірою – глобальна фінансова криза – вплинули на макроекономічні показники як США, так і більшості країн світу, відкритих для потоків капіталу.

При цьому, якщо під час першої кризи ФРС США застосовував традиційні монетарні інструменти, то нові масштаби фінансових втрат і потрапляння в «пастку ліквідності» спонукали до використання і нових заходів монетарної політики, які багато в чому і визначили глобальний характер наслідків кризи 2008–2009 років. Перелік нових заходів, що отримав назву «нової», нетрадиційної монетарної політики, або політики кількісного пом'якшення, включав низку інструментів.

Зміст такої політики полягав у збільшенні пропозиції грошей, розраховуючи, що гроші, які вливаються, будуть витрачатися на кредитування економіки, що позитивно впливатиме на виробництво та зменшить рівень безробіття. Основним механізмом став викуп з фінансових ринків казначейських та іпотечних облігацій.

Відповідно до зазначених вище підходів, керівництво ФРС США реалізувало програму кількісного пом'якшення – загальним обсягом близько 4 трлн дол., яка проводилася у три етапи: листопад 2008 р. – грудень 2009 р. (підтримка великих корпорацій та банків, 1,7 трлн дол. США); листопад 2010 р. – червень 2011 р. (підтримка ліквідності фінансових установ та ділової активності, 900 млрд дол. США); вересень 2012 р. – жовтень 2014 р. (підтримка бізнес-активності з метою скорочення безробіття, 40–70 млрд дол. США на місяць)[2]. Як наслідок, за період проведення політики кількісного пом'якшення баланс активів ФРС США збільшився майже уп'ятеро. Необхідність продовження політики визначалася ознаками стабілізації фінансової системи. Згодом до цієї політики, з огляду на її дієвість, приєдналися Велика Британія, Японія та США.

У жовтні 2014 р. ФРС США завершила використання цих інструментів, припинивши викуп нових активів, проте ще три роки ФРС

[1] Chen J., Mancini-Griffoli T., Sahay R. Spillovers from United States Monetary Policy on Emerging Markets: Different This Time? / International Monetary Fund. 2014. URL: http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14240.pdf

[2] Брус С., Бублик Є. Політика кількісного пом'якшення в США та ЄС: особливості, ризики, перспективи. *Економіка України*. 2016. №. 2. С. 78.

підтримувала новий баланс активів, рефінансуючи їх. Лише в середині 2017 р., на тлі впевненого економічного піднесення, розпочався процес скорочення балансу і – паралельно – підвищення процентних ставок.

Ще до цього на фінансові ринки країн, що розвиваються, почали чинити вплив очікування щодо розгортання нетрадиційної монетарної політики. Основними каналами впливу нетрадиційної монетарної політики – як її розгортання, так і очікувань з цього приводу – на ринках країн, що розвиваються, стали ціновий канал, обмінний курс та канал МПК[1].

Ціновий канал діє через зміну ціни на фінансові активи та сировинні товари. Розгортання політики кількісного пом'якшення підтримало активність на фондових та товарних ринках і вплинуло на відносно швидке відновлення зростання цін на них. Позитивний тренд зростання цін на сировинні товари відновився у 2009 р. і вже у 2011 р. досяг докризового рівня, а далі, за винятком енергоносіїв, навіть перевищив його. А от в умовах очікування згортання політики кількісного пом'якшення з 2013 р. вони почали знижуватись і до кінця 2016 р. знизились до 90% від рівня 2009 р.[2]. Подібну тенденцію продемонстрували і фондові ринки: з 2009 р. до 2013 р. зростання індексів на фондових ринках країн, що розвиваються, становив 70–80%.[3]. Цьому посприяв приплив значних обсягів іноземного капіталу на ринки цих країн.

Далася взнаки і процикліча складова: приплив іноземного капіталу почав тиснути на платіжний баланс, розширюючи можливості імпорту та обмежуючи прибутковість експорту. Протягом 2012–2013 рр., у період активізації МПК, номінальні курси національних валют країн, що розвиваються, зокрема, Індонезії, Бразилії, ПАР, зміцнились на 10–20%[4]. Протилежну тенденцію сформувало очікування згортання нетрадиційної монетарної політики: протягом 2013–2014 рр. номінальний курс валют цих же країн знизився на 12–18%.

Вагомим виявився і безпосередній вплив через канал МПК. Пожорсткішання монетарної політики ФРС США спричинило підвищення дохідності американських активів і тим самим спонукало інвесторів виходити з активів менш надійних економік, ринків сировинних товарів та нерухомості, які в попередні роки виступали безпечними гаванями для

---

[1] Fratzcher M., Duca L., Straub R. On the International Spillovers of US Monetary Easing. *ECB Working Paper*. 2013. № 1557. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1557.pdf

[2] External Sector Report. Chapter 1 / IMF. July 2019.

[3] Borallo F., Hernando I., Valles J. The Effects of US Unconventional Monetary Policies in Latin America. International Spillovers of Monetary Policy. *New Economic Papers*. 2016.

[4] Головнин М. Внешние эффекты денежно-кредитной политики США. *Контуры глобальных трансформаций: политика, экономика, право*. 2018. Т. 11. № 2. С. 89.

капіталу, що рятувався від посткризової невизначеності. Починаючи з другого етапу кількісного пом'якшення капітал почав локалізуватись на ринках країн, що розвиваються: якщо напередодні кризи, у 2007 р., щорічний рівень припливу портфельних інвестицій у країни, що розвиваються, становив близько 98,3 млрд дол. США, то у 2010 р. – вже 184,5, а у 2012 р. – 230 млрд дол. США[1].

При цьому на початковому етапі запровадження нетрадиційної монетарної політики в країнах економічного «ядра», що супроводжувалось запровадженням нульових процентних ставок у США (0,25% з 16.01. 2009 р.), провідних країнах ЄС (ЄЦБ – 1% з 10.05.2009 р.), Японії (0,1% з 10.12.2008 р.), Великій Британії (0,5% – з травня 2009 р.), більш високі процентні ставки у країнах, що розвиваються, зумовили лише тимчасове пожвавлення припливу до них іноземного капіталу в період 2011–2013 рр. Тоді як очікування можливого підвищення ставок у 2014 р. започаткували протилежний тренд[2], який посилився із фактичним початком підвищення процентної ставки ФРС у 2016 р. У цей рік обсяги припливу іноземного капіталу в країни, що розвиваються, впали з 5–8% відносно світового ВВП, які спостерігалися протягом 2012–2014 рр., до 1–3% у 2016–2018 рр.[3]. Зменшення обсягів припливу капіталу до країн із ринками, що розвиваються, доволі помітний на тлі підвищення облікових ставок в країнах економічного «ядра».

На рис. 3.1 представлено порівняння динаміки припливу ПІІ в країни, що розвиваються (ЄС та Центральної Азії, за винятком економік із високим рівнем доходу за методикою Світового банку), та усереднених процентних ставок ФРС, ЄЦБ, Банку Англії та Японії. Помітно, що рух ПІІ до країн, що розвиваються, в умовах зниження процентних ставок у провідних економіках активізувався з лагом у два роки і змінив напрям, щойно актуалізувались очікування згортання кількісного пом'якшення.

Рух МПК на етапі згортання нетрадиційної монетарної політики стало прогнозувати набагато складніше, оскільки він суттєво відхилився від реальних економічних процесів та значною мірою перейшов у короткострокові волатильні потоки, що здебільшого залежать не від макроекономічних, а від поведінкових факторів та ринкових очікувань.

[1] World Economic Outlook Database / IMF. October 2013.
[2] External Sector Report, Chapter 1 / IMF. July 2019.
[3] Clark J. et al. Emerging market capital flows and US monetary policy. *International Finance*. 2020. Vol. 23. №. 1. P. 2–17.

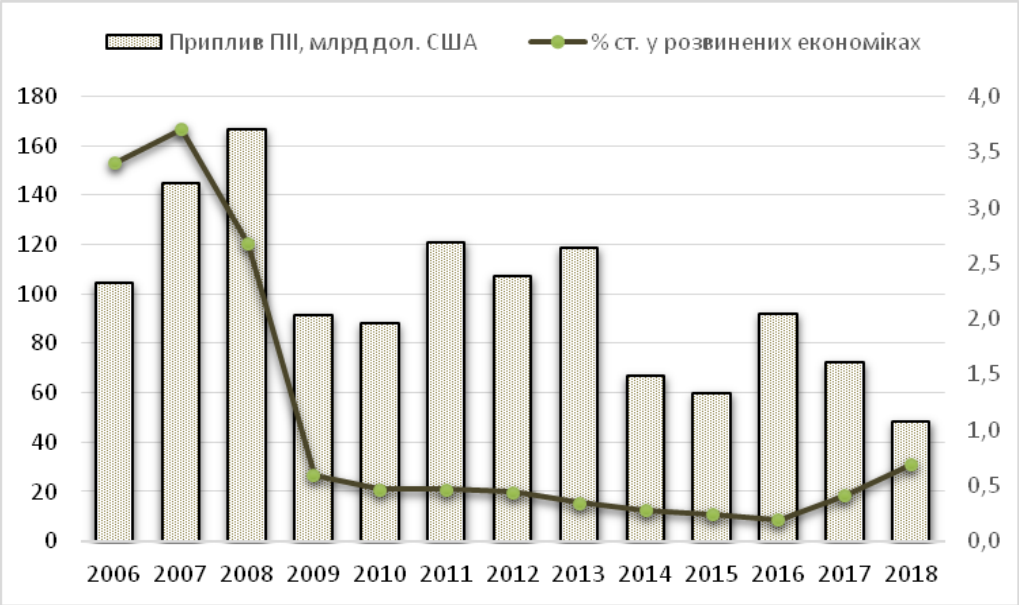

Рис. 3.1. Динаміка середньої процентної ставки у США, Великій Британії, Єврозоні, Японії та приплив ПІІ в країни, що розвиваються
Джерело: складено на підставі статистичних даних World bank Data. URL: https://www.worldbank.org/

Ознакою дисбалансів на світових фінансових ринках слід вважати те, що великий обсяг капіталу після кількісного пом'якшення (понад 4,5 трлн дол. США) зосередився здебільшого на фінансових ринках, а не в реальному секторі. Підтвердженням такого висновку слугує статистика припливу обсягів портфельних інвестицій та прямих інвестицій у світі, що демонструє високу волатильність цих потоків (рис. 3.2).

Річні обсяги коливання ПІ на інтервалі від 0,3 до 1,3 та ПІІ на інтервалі від 1,2 до 2,2 трлн дол. США відповідно, протягом останніх років свідчать як про високий потенціал їх волатильності, так і про зниження стабільності цих інструментів. При цьому і зростання обсягів ПІІ також відображає підвищення потенціалу волатильності, оскільки за нещодавнім дослідженням фахівців МВФ, понад 37% ПІІ не мають реального економічного сенсу, а є фіктивними[1].

За висновком авторів цього дослідження, такі інвестиції не пов'язані з реальними економічними процесами, а, проходячи через фіктивні

[1] Damgaard J., Elkjaer T., Johannesen N. The rise of phantom investments. *Finance & Development*. 2019. September. Vol. 56. № 3.

підприємства, стають транскордонними фінансовими потоками великих ТНК, метою яких є мінімізація оподаткування та вивід фінансового капіталу в офшори. Майже 50% таких інвестицій припадає на Люксембург та Нідерланди, ще 35% – на вісім інших подібних юрисдикцій (Гонконг, Сінгапур, Віргінські, Бермудські та Кайманові Острови тощо).

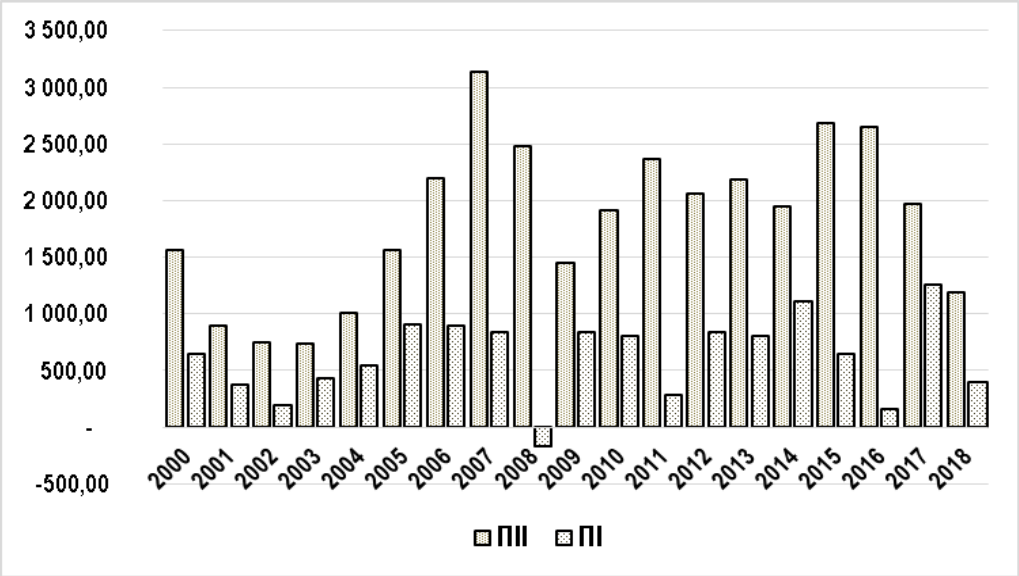

Рис. 3.2. Динаміка обсягів припливу ПІІ та ПІ, *млрд дол. США*
Джерело: складено на підставі статистичних даних World bank Data. URL: https://www.worldbank.org/

Такий розподіл структури світового капіталу засвідчує зростання потенціалу його волатильності і, відтак, потенційної загрози для малих відкритих економік з боку раптових припливів та відпливів іноземного капіталу. Як виявили С. Бхатарі та ін., збільшення облікової ставки в США на одне стандартне відхилення 0,262[1], корелює із падінням фондових індексів у малих відкритих економіках – на 0,5%, курсу національної валюти – на 0,15%, скорочення ВВП – на 0,14% і відпливу капіталу – на 0,1% від ВВП[2]. І найбільшою мірою, за їхніми висновками, такого впливу зазнають фінансово відкриті економіки.

[1] Таке відхилення приблизно відповідає одному кроку зміни відсоткової ставки ФРС – 0,25%.
[2] Bhattarai S., Chatterjee A., Park W. US Monetary Policy Spillovers. *Hong Kong Institute for Monetary Research Working Paper*. July 2017. № 17.

Результати останніх досліджень дають підстави говорити про посилення залежності монетарної політики країн зі слабкими фінансовими ринками від монетарної політики провідних світових гравців і навіть про певну втрату монетарного суверенітету. На підставі ідентифікації річної зміни у чистих потоках іноземного капіталу у розмірі, що перевищують два стандартних відхилення від середнього обсягу протягом останніх 20 кварталів, що триває не менше двох кварталів поспіль, Б. Айхенгрін та П. Гупта визначили, що у період 2003–2015 рр. на ринках країн, що розвиваються, зафіксовано 30 випадків раптової зупинки потоків капіталу, порівняно із 16 випадками у 1991–2003 рр. При цьому вони відзначають наявність короткострокового зв'язку вербальних сигналів про згортання нетрадиційної політики з раптовими зупинками капіталу, найбільш помітними у Чилі та Південній Кореї[1].

Водночас слід звернути увагу, що на етапі розгортання нетрадиційної монетарної політики в країнах економічного «ядра» помітного впливу від неї, зокрема: відпливу капіталу, девальваційного тиску та падіння фондових індексів, зазнали і розвинені країни з потужними фінансовими ринками, тоді, як вплив на такі країни на етапі згортання був набагато меншим[2]. Це можна пояснити перманентно високою привабливістю ринків саме розвинених країн. Тож перспективи відпливу капіталу для малих відкритих економік в умовах зростання прибутковості капіталу в розвинених країнах видаються достатньо однозначними.

Зростання потенціалу волатильності світових потоків капіталу зумовили зміцнення зворотного зв'язку між сигналами та регуляторними заходами провідних країн та макроекономічними показниками розвитку малих відкритих економік[3]. Про те, що монетарна політика таких країн є взаємозалежною, свідчить і дослідження С. Каркуру та ін.[4], де відзначено, що зміни у монетарній політиці США помітно впливають на макропоказники та примушують реагувати центробанки Німеччини, Канади, Великої Британії та ін. Водночас вербальні інтервенції ЄЦБ мали помітний влив і на ринках США, особливо на вартість довгострокових фінансових інструментів.

---

[1] Eichengreen B., Gupta P. Managing sudden stops / The World Bank. 2016.

[2] Borallo F., Hernando I., Valles J. The Effects of US Unconventional Monetary Policies in Latin America. International Spillovers of Monetary Policy. *New Economic Papers.* 2016.

[3] Aizenman J., Binici M., Hutchison M. The Transmission of Federal Reserve Tapering News to Emerging Financial Markets. 2014, April 4.

[4] Curcuru S., Kamin S., Li C., Rodriguez M. International Spillovers of Monetary Policy: Conventional Policy vs. Quantitative Easing. *Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers*. August 2018. № 1234.

Необхідно звернути увагу на наявність високого рівня залежності монетарної політики країн, що розвиваються, від інформаційного впливу ендогенного та екзогенного походження. Останнім часом дослідження демонструють наявність для фінансово відкритих економік високого ступеня залежності від комунікаційної політики центробанків провідних країн[1]. При цьому потрібно зважати, що для малих відкритих економік вплив комунікаційної політики провідних країн може бути помітно вищим за внутрішню комунікаційну політику[2].

З огляду на потужний вплив МПК та монетарних політик на малі відкриті економіки, дедалі гостріше постає питання інституційної спроможності їхніх монетарних регуляторів. Навіть монетарна незалежність Народного банку Польщі, що демонструє відносно самостійну політику у складі ЄС, викликає дискусію, оскільки зміни монетарної політики Польщі точнісінько повторюють напрями політики ЄЦБ. Такий факт можна оцінювати як природній збіг економічних циклів або закономірну реакцію на політику ЄЦБ, тим не менш, є підстави і для ідентифікації ознак конвергенції видів монетарної політики[3].

У таких умовах проблема монетарного регулювання постає в іншому ракурсі – на посткризовому етапі вона загострилася у тому сенсі, що втрату монетарної незалежності для малих відкритих економік уже потрібно було розглядати не як перспективу, а як даність[4]. Спроби національних регуляторів малих відкритих економік в умовах нетрадиційної монетарної політики обмежити приплив іноземного капіталу лише за допомогою зниження процентної ставки, як це передбачає політика інфляційного таргетування, несуть загрозу можливого стимулювання внутрішнього перегрівання економіки. Підвищення ж процентних ставок може посилити приплив іноземного капіталу.

Як наслідок, інтерпретація змісту «трилеми неможливості» зазнала змін. Замість прагнення до стабільного курсу, вільного руху капіталу або монетарної незалежності центробанки балансують свої інтереси в полі «фінансова інтеграція – фінансова стабільність». Саме про це свідчать сучасні емпіричні дослідження. Зокрема, Айзенман та Іто на підставі аналізу

---

[1] Aizenman J., Binici M., Hutchison M. The Transmission of Federal Reserve Tapering News to Emerging Financial Markets. 2014, April 4.

[2] Shapoval Y., Anufriieva K., Brus S., Bublyk Y. Communication as an instrument for enhancing trust in a central bank: the case of Ukraine. *Banks and Bank Systems*. 2019. № 14(2). P.106–119.

[3] Goczek Ł., Mycielska D. Actual monetary policy independence in a small open economy: the Polish perspective. *Empirical Economics*. 2019. Vol. 56. №. 2. C. 499–522.

[4] Rey H. Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence. *National Bureau of Economic Research Working Papers*. 2015. № 21162.

індексів «трилеми» відзначають конвергенцію різних цілей центробанків у країнах, що розвиваються, на проміжних рівнях: із керованою гнучкістю обмінного курсу, підкріпленою значними запасами міжнародних резервів та варіативним ступенем монетарної незалежності та інтеграції.

На сучасному етапі суттєво змінився підхід до оцінки безальтернативності цілей «трилеми». На відміну від поширеної за часів неоліберального консенсусу думки про вільноплаваючий курс як інструмент саморегулювання, і при ньому є потреба в заходах контролю за МПК. Так, дослідження Е. Фарі та І. Вернінга підтверджує тезу про те, що для фінансового сектора малої відкритої економіки заходи контролю за МПК є доцільними навіть в умовах вільноплаваючого обмінного курсу, оскільки допомагають проводити контрциклічну політику та згладжувати сплески потоків капіталу[1].

Так само ставлять під сумнів гіпотезу «трилеми» щодо ролі вільноплаваючого валютного курсу результати дослідження Г. Бекаерта та А. Меля[2]. Ці дослідники стверджують, що країни, де діє фіксований режим валютного курсу, можуть досягти високого ступеня монетарної незалежності, тоді як країни з плаваючими режимами валютного курсу за активізації МПК втрачають монетарну незалежність, особливо коли глобальна фінансова відкритість сягає високих показників і зростає волатильність МПК.

Недієвість процентних ставок як запобіжників девальвації змусила центробанки багатьох країн у 2008–2009 рр., а також у 2013–2014 рр. вдатися до масових валютних інтервенцій та обмежень. Тобто ідея нівелювання сплесків МПК через механізм вільного курсоутворення відійшла на другий план. Це підтверджують і висновки МВФ, згідно з якими режим вільного плавання реально спостерігався лише в невеликому переліку країн. Відтак «трилема неможливості» втратила один елемент, а валютне регулювання актуалізувало свою необхідність, оскільки проведення ефективної монетарної політики стало можливим за умов обмеження впливу МПК на внутрішню фінансову систему[3].

З огляду на це можна зробити припущення, що рух малих відкритих економік до запровадження контролю за МПК посилюватиметься. Таке припущення підтверджують і зміни погляду МВФ та інших МФО на

[1] Farhi E., Werning I. Dilemma not trilemma? Capital controls and exchange rates with volatile capital flows. *IMF Economic Review*. 2014. № 62. P. 569–605.
[2] Bekaert G., Mehl A. On the global financial market integration "Swoosh" and the Trilemma. *NBER Working Papers*. 2017. № 23124. URL: https://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/23124.html
[3] The transmission of unconventional monetary policy to the emerging markets. *BIS Papers*. August 2014. № 78.

доцільність реалізації заходів контролю за рухом капіталу, й адаптація до них видів відповідної політики в рамках макропруденційного регулювання. Потенціал запровадження такої політики посилює увагу до пруденційних функцій центробанків[1].

На міжнародному рівні висновки та рішення щодо реакції на посилений вплив видів монетарної політики центробанків розвинених країн усе ще напрацьовуються. Проте аналіз впровадження нових практик монетарного регулювання на різних рівнях дозволяє зробити окремі припущення щодо подальших тенденцій формування такої політики. Очікувані тенденції вже певним чином проявляються через:

- ендогенізацію національних видів монетарної політики низки країн із малими відкритими економіками, спрямованих на обмеження впливу монетарної політики провідних країн;
- запровадження видів політики контролю за рухом МПК та їх впливу на національні фінансові ринки;
- розширення функцій та повноважень регуляторів у рамках запровадження макропруденційного регулювання;
- пошук альтернативних шляхів посилення інституційної спроможності через імплементацію ІТ-новацій у сфері монетарного регулювання та видів комунікаційної політики центробанків.

Хоча монетарна політика центробанків більшості країн ЄС повторює заходи ЄЦБ, усе ж низка країн, зокрема Польща та Чехія, приділяють особливу увагу зміцненню монетарної незалежності та зберігають для цього певний потенціал[2]. Так само Угорщина та Румунія звертають увагу на посилення потенціалу монетарного регулювання, хоча ефективність їх монетарної політики поки ще не дозволяє уникнути надмірної волатильності на фінансових ринках.

Потрібно зауважити, що ендогенізація видів національної монетарної політики в напрямі посилення дієвості внутрішніх монетарних важелів не означає їх відособленість. Навпаки, йдеться про нову форму фінансової інтеграції через узгодження видів монетарної політики на міждержавному рівні. Потреба такого узгодження випливає із наявних емпіричних доказів взаємного впливу заходів монетарного регулювання країн економічного «ядра». Інакше малі економіки і далі відчуватимуть падіння ділової активності під час змін монетарної політики в країнах економічного «ядра».

---

[1] Козюк В. Незалежність центральних банків у сировинних економіках. *Вісник Національного банку України*. 2016. № 2. С. 6–25.

[2] Dąbrowski M., Papież M., Śmiech S. Monetary Independence of Central and Eastern European Economies with Flexible Exchange Rate Regimes. *Eastern European Economics.* 2019. Т. 57. № 4. С. 295–316.

Усвідомлення наявності помітного впливу монетарної політики центробанків провідних економік та країн – торговельних партнерів України на макроекономічну ситуацію та, відповідно, на монетарну політику України підтверджує заява голови НБУ[1].

Хоча монетарна політика України зберігає певний простір для маневру завдяки завищеній обліковій ставці, а НБУ тривалий час стерилізував ліквідність на внутрішніх фінансових ринках, загроза припливу значних обсягів іноземного капіталу залишається високою. Підтвердженням цьому слугують небезпечні тенденції. По-перше, наявність великого спреду з процентними ставками інших країн регіону, що відкриває перспективу припливу в Україну значних обсягів МПК. По-друге, політика фінансової лібералізації, що суперечить сучасним тенденціям монетарного регулювання та сприяє трансмісії волатильних МПК і монетарних шоків. Наведене актуалізується з огляду на приплив в Україну значних обсягів іноземного капіталу протягом 2018–2019 рр. через канал державних облігацій.

Найбільш очікуваними ефектами від згортання нетрадиційної монетарної політики для малих відкритих економік слід визнати активізацію руху міжнародних потоків капіталу із посиленням їх спекулятивного та волатильного характеру. В цих умовах природною реакцією національних регуляторів стало посилення заходів контролю за МПК, що знаходить свою підтримку і на наднаціональному рівні. Беручи до уваги вагому роль монетарної політики ФРС США та її можливий опосередкований вплив на Україну через фінансові ринки країн регіону, а також посилення залежності України від ЄС у рамках євроінтеграційного процесу, вітчизняним монетарним регуляторам потрібно також звернути першочергову увагу на можливі зміни у монетарній політиці ЄЦБ та інші виклики для монетарної політики в ЄС, наприклад, пов’язані із «Брекзітом», оскільки вони матимуть безпосередній вплив на характер МПК у регіоні.

На національному рівні потрібно звернути увагу на необхідність посилення інституційної спроможності державних регуляторів у фінансовій сфері реагувати на актуальні виклики зміни монетарної політики в розвинених країнах та заздалегідь нівелювати негативні наслідки у вигляді раптових припливів та втечі МПК. Напрямами посилення інституційної спроможності регуляторів повинно стати прискорення запровадження системи макропруденційного регулювання з імплементацією політики контролю за потоками капіталу, заходи з відновлення довіри до регулятора

[1] Виступ Голови Національного банку Я. Смолія під час прес-брифінгу щодо рішень монетарної політики / офіційний сайт НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/vistup-golovi-natsionalnogo-banku-yakova-smoliya-pid-chas-presbrifingu-schodo-rishen-z-monetarnoyi-politiki

та удосконалення комунікаційної політики, а також посилення ролі валютного регулювання. Концептуалізація політики регуляторів у відповідь на загрози впливу нерегульованих МПК повинна передбачати можливість переорієнтації від політики лібералізації на побудову політики контролю фінансової відкритості на перманентній основі з використанням сучасних підходів та інструментарію.

На сучасному етапі додатковим викликом для центробанків малих відкритих економік постає складнопрогнозована реакція міжнародних потоків капіталу на монетарні заходи регуляторів провідних країн з огляду на перспективи гальмування економічної динаміки в умовах коронавірусної пандемії. Очікуваними наслідками чергової хвилі нетрадиційної монетарної політики, до якої вдалися центробанки провідних країн світу, слід вважати подальше зростання волатильності глобальних потоків капіталу, що є додатковим аргументом на користь розвитку політики їх контролю в малих відкритих економіках.

3.2. Регулювання волатильності потоків капіталу: потенціал і обмеження

Попри те, що панівна політика, сформована в рамках неоліберального консенсусу на глобальному рівні, спонукала до фінансової лібералізації, потреба нівелювання ризиків проциклічної волатильності фінансових ринків змусила уважніше поставитися до регуляторної практики. Під впливом фінансових криз, зумовлених раптовими сплесками та втечами капіталу, волатильності цін на фінансові інструменти та сировинні товари, з другої половини 2000-х років різні країни почали дедалі активніше застосовувати регуляторні заходи.

Стратегічною ціллю стало досягнення макроекономічної рівноваги, а тактичними цілями – зниження інфляції та стабілізація обмінного курсу. Хоча загалом причини запровадження контролю були схожими, дизайн заходів дещо відрізнявся. Спочатку регулятори застосовували набір ринкових інструментів (зміну облікових ставок та норм резервування, прямого чи непрямого оподаткування надходжень капіталу). Згодом його доповнили прямими адміністративними обмеженнями та вимогами до звітності, що виявилося доволі ефективним.

Приклад реалізації переваг політики регулювання потоків капіталу в умовах кризи свого часу продемонструвала Малайзія. По-перше, обмеження були запровадженні всупереч рекомендаціям МВФ, який пізніше все ж визнав їх ефективність. По-друге, заходи мали хоч і тимчасовий, проте

доволі радикальний характер. Були запроваджені заборони для підприємців на вивезення валюти та інвестиції за кордон. Повертати портфельні інвестиції, що пробули в країні менше року, було заборонено. Через рік обмеження було пом'якшено та трансформовано у податки на виведення коштів. До кінця 2002 р. обмеження вдалося повністю зняти. Таким чином, дієвість заходів була забезпечена рішучістю щодо їх запровадження, вибором ефективних інструментів, зокрема у сфері валютного регулювання.

На підставі аналізу малайзійського досвіду Р. Раджан узагальнив цілі запровадження регулювання МПК для попередження втечі капіталу таким чином, як:

- утримання внутрішніх заощаджень;
- збереження внутрішньої бази оподаткування;
- збереження монетарної автономії для забезпечення плаваючого валютного курсу;
- встановлення правильної послідовності кроків для досягнення економічної лібералізації;
- обмеження волатильності короткострокових потоків капіталу та відповідне зменшення ризику валютних коливань і спекулятивних атак[1].

Уже на початку 1990-х років країни, що прагнули оптимізувати ефекти від власної фінансової відкритості, були змушені вдатися до використання цілого ряду інструментів, які згодом довелося калібрувати та доповнювати. Для цього етапу ще не були характерними ані такі значні обсяги вільної світової ліквідності, як напередодні глобальної фінансової кризи, ані ускладнення фінансових інструментів, що посилили мобільність МПК.

Важливою умовою ефективності обраних заходів контролю була адекватна макроекономічна політика. У багатьох країнах початковий позитивний ефект від заходів контролю був доволі відчутним, але ці заходи не були доповнені успішною макроекономічною політикою. Як наслідок, платіжний баланс залишався дефіцитним, тиснув на курс та потребував приваблення іноземного капіталу.

Проте причини цього полягали не просто у невідповідності макроекономічної політики. В умовах домінування лібералізаційного підходу самі регуляторні заходи могли бути лише короткочасовими, а макроекономічна політика обмежувалася використанням протекціоністських та стимулюючих заходів.

[1] Rajan R. Sands in Wheels of International Finance: Revisiting the Debate in Light of the East Asian Mayem. *Singapore Institute of Policy Studies Working Paper*. 1999. URL: https://econpapers.repec.org/paper/esswpaper/id_3a2686.htm

Паралельно із заходами регулювання структури та обсягів припливу капіталу для низки країн виявилося критично важливим запровадити заходи контролю за МПК та опанувати процес втечі капіталу. Цей досвід актуальний і для України. Головним мотивом обмеження відпливу капіталу стало бажання утримати курс національної валюти. Для цього регулятори запроваджували обмеження щодо короткострокових спекулятивних операцій на фінансових ринках, які порушували стабільність національної валюти та виснажували МВР. Паралельно ці обмеження допомагали тимчасово обмежити вплив несприятливої зовнішньої ринкової кон'юнктури і, таким чином, виграти час для економічних реформ.

Характерними прикладами запровадження обмежень на відплив капіталу слід вважати Іспанію (1992 р.), Малайзію та Таїланд під час азійської фінансової кризи (1997–1999 рр.). Ці країни встигли провести фінансову лібералізацію та сягнули високого рівня фінансової відкритості. В усіх трьох країнах контроль був спрямований на стримування валютних спекуляцій та стабілізацію валютних ринків і відбувався на тлі різкого скорочення офіційних валютних резервів. Об'єктами контролю переважно ставала діяльність нерезидентів, яким обмежували доступ до фондування у національній валюті, встановлюючи норматив обов'язкового резервування за депозитами у національній валюті, особливо короткостроковими[1].

Аналіз зарубіжного досвіду регулювання потоків капіталу показує, що:

– запровадження заходів контролю над МПК можливе в рамках співпраці з МФО та за збереження високих рейтингів фінансової відкритості;

– заходи контролю МПК, у т. ч. і відпливу, можуть бути ефективними;

– заходи контролю повинні бути адаптовані до специфіки внутрішніх фінансових ринків (інститутів, інструментів, поширених фінансових операцій і макроекономічних особливостей), орієнтовані переважно на ринкові та податкові стимули, підкріплені оперативним потенціалом адміністративних інструментів;

– контроль за МПК потрібно розглядати як засіб стабілізації для розгортання програм структурної перебудови та забезпечення відповідної макроекономічної політики;

[1] Ariyoshi A. et al. Capital controls: country experiences with their use and liberalization. P. 27–28.

– важливою умовою ефективної політики контролю за МПК є її належне інформаційне забезпечення із прозорістю заходів та визначеними термінами.

Запровадження заходів обмеження руху капіталу у світі активізувалося після 2001 р. Якщо цього року, згідно зі звітом ЮНКТАД про світові інвестиції, 95% заходів урядів були спрямовані на лібералізацію руху капіталу, а 5% – на обмеження, то далі ці показники зближувалися і у 2018 р. становили 66 та 34% відповідно[1]. На рис. 3.3 наведено графіки середнього показника за частотою застосування заходів регулювання в країнах, що розвиваються, що відображає інтенсивність їх використання з 1995 р. по 2015 р.

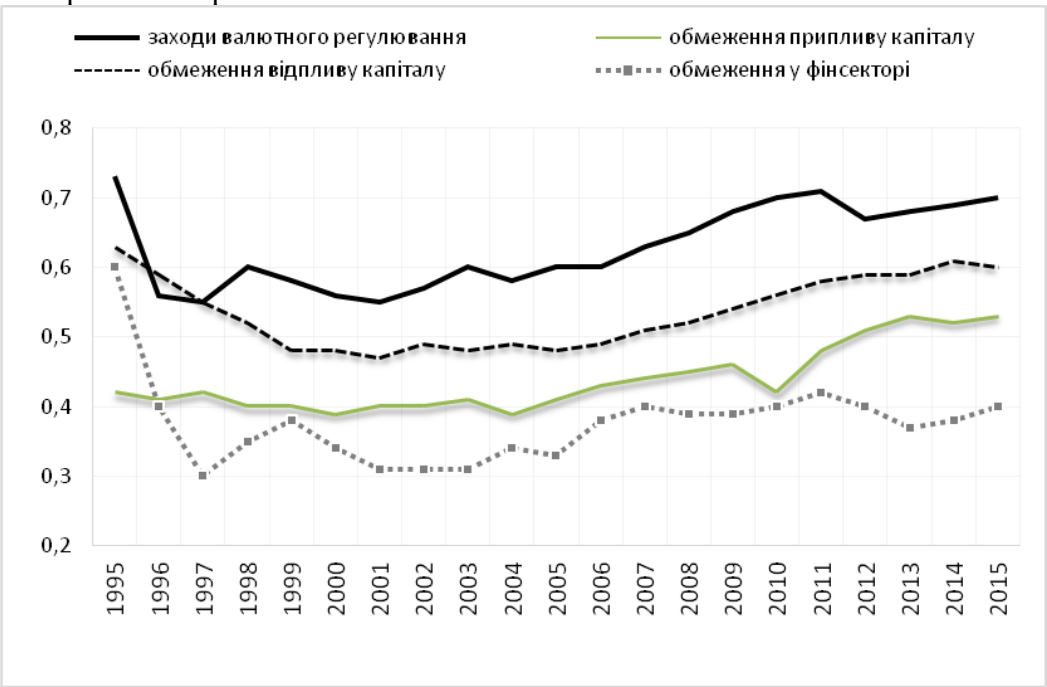

Рис. 3.3. Застосування заходів регулювання операцій з капіталом у 1995–2015 рр. в економіках, що розвиваються

Джерело: складено на підставі[2].

[1] World Investment Report 2018: Investment in new industrial policies / UNCTAD. United Nations, New York. URL: https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2018_en.pdf

[2] Erten B., Ocampo, J. A. Macroeconomic effects of capital account regulations. *IMF Economic Review.* 2017. № 65(2). P. 203.

Але й раніше була помітна тенденція до їх поширення і загалом можна констатувати, що обмеження на рух МПК у світі широко використовувались і на докризовому етапі. Варто відзначити домінування заходів у сфері валютного регулювання та відпливу капіталу. За частотою використання заходів регулювання лідирує Південно-Східна Азія. За нею йдуть Близький Схід, Північна Африка, Східна Європа та Латинська Америка[1].

Доволі широкий досвід запровадження обмежень на МПК мають і країни з розвиненими економіками. Загалом із самого початку старту фінансової глобалізації та тренду на фінансову відкритість провідні країни постійно вдавалися до запровадження обмежень та регуляторних заходів у сфері МПК. Особливо часто такі випадки траплялися на початковому етапі руху до фінансової відкритості. Так, у період 1960-х – початку 1970-х років обмежувальні заходи, покликані зупинити втечу капіталу, запроваджували Велика Британія, США, Італія та Швеція. Пізніше, у першій половині 1970-х років, обмеження – уже на приплив капіталу – застосовували Австралія, Австрія, Німеччина та Японія. Причому ці країни застосовували обмеження на доволі тривалий термін – п’ять та більше років.

Із середини 1980-х років випадки запровадження обмежень траплялися не так часто, проте їх суб’єктами ставали доволі розвинені країни. Так, у рамках взаємодії країн – учасників ОЕСР використання положень ст. 7b Кодексу про лібералізацію операцій з капіталом здійснювала Іспанія. Вона запровадила обмеження на рух іноземних інвестицій з 1982 р. по 1985 р. Після неї це зробила Португалія, причому на ще більш тривалий період – 1987–1997 рр.

Усі розвинені країни час від часу використовують обмеження на рух потоків капіталу. Відносна відкритість рахунків капіталу таких великих економік, як Велика Британія, Канада чи Італія, на поточному проміжку часу є вищою, тоді як Китай, США, Японія та інші країни групи G-20 ширше використовують різні обмеження щодо рахунку капіталу. Крім того, наразі США реалізовують додаткові обмеження щодо своїх іноземних інвесторів на ринку інвестиційних цінних паперів.

Серед розвинених країн досить широко розповсюджена практика встановлення обмежень у різних наукомістких та високотехнологічних галузях промисловості: вони мотивують це потребами національної безпеки. І разом із тим, навіть в умовах торговельного протистояння США – КНР, у Китаї вони більш лояльні у разі національних інвесторів. Як наслідок:

[1] Там само. С. 202.

інвестиції американських підприємств у КНР скорочуються значно повільнішими темпами, ніж китайські у США, й помітно перевищують їх за обсягами (269 млрд дол. США проти 145 млрд дол. США)[1].

Другим фактором, що пригнічує потоки ПІІ на сучасному етапі, виступає хвиля наростаючого протекціонізму, якій дало старт торговельне протистояння США проти КНР. Як наслідок, упродовж 2018–2019 рр. регуляторна політика у сфері залучення іноземного капіталу та, зокрема ПІІ, стала більш жорстокою. За 2018 р. угод щодо злиття та поглинання регуляторні органи заблокували на загальну суму понад 150 млрд дол. США, що удвічі більше, ніж у 2017 р.[2].

Запроваджує заходи регулювання МПК і ЄС, попри декларування політики вільного руху капіталу. Євросоюз – з метою обмеження до нього експансії китайських інвестицій посилює контроль за рухом капіталів. Зокрема, елементом такої політики слід визнати ухвалену Європарламентом у лютому 2019 р. нову програму моніторингу інвестицій[3], яка закликає країни-члени спеціально відстежувати інвестиції у низці секторів, включаючи критичні технології та інфраструктуру. Особливо це стосується інвестицій та трансакцій підприємств із державною участю або в рамках державних програм. Значною мірою це орієнтовано на обмеження саме китайських інвестицій.

Для країн ЦСЄ характерною особливістю стало те, що на етапі транзиції від закритих планових економік до ринкових вони не встигли створити власні банківські системи до того, як до них масово зайшли іноземні банки. До кінця 2006 р. у середньому по країнах ЦСЄ іноземним банкам належало до 50% ринку фінансових послуг. В Чехії, Словаччині, Угорщині, Литві, Естонії та Болгарії цей показник перевищував 80%[4]. З одного боку, це підвищило стійкість банківських систем цих країн, навіть в умовах світової кризи. З іншого – забезпечило надмірний вплив іноземного капіталу, що зазвичай був спрямований у сферу споживчого кредитування в іноземних валютах та призвів до низки фінансових криз, які час від часу траплялися і примушували уряди цих країн вдаватись до обмежень на рух капіталу. Переважну кількість обмежень було запроваджено у сфері

[1] Two-Way Street: 2019 Update US-China Direct Investment Trends / Rhodium Groupe. URL: https://rhg.com/research/two-way-street-2019-update-us-china-direct-investment-trends
[2] Там само.
[3] EC: National screening mechanism. URL: https://europa.eu/rapid/press-release_IP-19-2088_en.htm
[4] Hagen J. Siedschlag I. Managing Capital Flows: Experiences from Central and Eastern Europe. *ADB Institute Discussion Paper*. 2008. № 103. URL: https://www.adb.org/sites/default/files/publication/156742/adbi-dp103.pdf

валютного регулювання. Це ще раз підтверджує важливу роль останнього у контролі за рухом капіталу.

Найбільш масштабним випадком застосування обмежень на європейському просторі після глобальної фінансової кризи стало рішення уряду Ісландії про обмеження руху капіталу, прийняте 2008 р. після краху трьох найбільших банків. У 2008 р. в Ісландії реалізувався системний ризик, зумовлений попереднім значним припливом іноземного капіталу, який сформував короткострокові банківські пасиви у розмірі близько 600% ВВП. Після банкрутства американських кредиторів три найбільші банки Ісландії були позбавлені можливості рефінансувати свої короткострокові зобов'язання і збанкрутіли. Зокрема, було запроваджено заходи щодо обмеження валютообмінних операцій, операцій з облігаціями та іншими цінними паперами (продаж цінних паперів у кронах) та вимога репатріації іноземної валюти, придбаної резидентами.

Ці заходи, спрямовані на підтримку курсу крони, були посилені в 2012 р., щоб виключити можливі лазівки для виведення капіталу і дестабілізації курсу національної валюти. Комітет з інвестицій ОЕСР визнавав ці заходи необхідними задля підтримки стабільності економіки Ісландії[1].

Варто також відзначити один з останніх прецедентів запровадження обмежень на рух капіталу в одній з країн ЄС. У березні 2013 р. сталася криза в банківському секторі Кіпру. Феномен Кіпру полягає в тому, що це країна з високим рівнем фінансової відкритості, в економіці якої переважає фінансовий сектор, орієнтований на трансфер великих обсягів капіталу. При цьому країна інтегрована в ЄС та тісно співпрацює з МВФ. Попри це, для подолання наслідків кризи урядом Кіпру було запроваджено низку радикальних обмежень на вивіз капіталу: обмеження на грошові перекази за кордон та часткова конфіскація вкладів нерезидентів. Більше того, уряд запровадив режим валютного контролю, незважаючи на те, що країна належить до єврозони. ЄЦБ та МВФ із цими заходами погодився. І хоча на привабливість Кіпру як фінансового центру це вплинуло негативно, частина запроваджених обмежень на рух МПК у Кіпрі діє досі.

Упровадження елементів регулювання МПК спостерігалося і в інших країнах ЄС. Наприклад, для обмеження впливу фінансової кризи на економіку уряд Іспанії запровадив обмеження на рух капіталу в будь-якому напрямі та зафіксував курс валюти адміністративними заходами (резерви для ринкових інтервенцій на той час уже вичерпалися). Адміністративними

[1] Коваль А. Прогрессивная либерализация движения капиталов: Кодекс ОЭСР. URL: https://oecd-russia.org/analytics/progressivnaya-liberalizatsiya-dvizheniya-kapitalov-kodeks-oesr.html

заходами було заборонено інвестування в інвалютні фінансові інструменти та купівля за валюту нерухомості в країні. Обмеження на валютні операції не зачепили лише сферу туризму. Попри запроваджені обмеження, досвід виходу Ісландії з кризи представляється МВФ як наслідок успішної реалізації його програми, хоча програма наступного відновлення лібералізації, складена урядом Ісландії, тривала понад п'ять років[1].

Проаналізований досвід засвідчує, що використання заходів контролю та регулювання МПК не суперечить руху до фінансової інтеграції та не стає на заваді припливу іноземного капіталу. Країни ЦСЄ відносно менш відкриті, ніж країни Західної Європи, але залучають вагомі обсяги іноземних інвестицій. Так, Угорщина, входить до ТОР-5 країн за відносними обсягами залучених ПІІ.

Практика цілого ряду країн – як розвинених, так і таких, що розвиваються, – підтвердила доречність запроваджених обмежень на рух капіталу. Хоча дискусія стосовно їхньої ефективності триває й досі[2]. Зміст заперечень здебільшого полягає у складності формалізації однозначних правил щодо їх запровадження та усунення. Разом із тим здатність заходів регулювання обмежувати амплітуду коливань потоків капіталу, руйнувати їх цикли та сприяти підвищенню фінансової стабільності заперечень не викликає.

У період активного тренду на лібералізацію переважна кількість країн, які використовували обмеження на рух капіталу, запроваджували їх у відповідь на негативний вплив фінансової кризи, зумовленої наслідками зупинки і розвороту волатильних потоків капіталу, що мали проциклічний характер та, як правило, запускали кризу через валютний ринок.

Загалом аналіз зарубіжного досвіду свідчить про високий потенціал інструментарію регулювання МПК, але при цьому підкреслюється, що цей інструментарій потрібно використовувати в рамках адекватної макроекономічної політики та розвитку фінансового сектора. Послідовність розвитку практики регулювання МПК у розглянутих країнах свідчить про можливість запровадження адміністративних заходів на першому етапі з короткостроковими цілями тимчасової стабілізації фінансової системи для наступного розгортання програм структурної перебудови економіки та забезпечення відповідної макроекономічної політики. Для малих відкритих економік адміністративні обмеження на відплив капіталу слід розглядати як необхідний та найбільш дієвий інструмент. У подальшому бажано

[1] Saborowski C., Sanya S., Weisfeld H., Yepez J. Effectiveness of Capital Outflow Restrictions. *IMF Working Paper*. 2014. No. 14–18. 33 p.

[2] Mohan R., Kapur M. Liberalization and Regulation of Capital Flows: Lessons for Emerging Market Economies. *ADBI Working Paper*. 2010. № 186. 45 p. P. 16.

здійснювати поступовий перехід до ринкових заходів, запроваджених на перманентній основі, з орієнтацією на інструменти моніторингу та контролю за рухом МПК як функціонального елементу національної політики фінансової стабільності.

3.3. Оновлені підходи до фінансового регулювання в умовах посилення протекціонізму

Під впливом наслідків низки фінансових криз 1990-х років і, особливо, кризи 2008 р., фінансова лібералізація втратила свою актуальність як для розвинених економік, так і, в першу чергу, для економік, що розвиваються. Наразі заходи з обмеження торговельної та фінансової відкритості застосовують усі групи країн – як розвинені, так і з ринками, що розвиваються. Здебільшого характер цих заходів ситуативний та фрагментарний, вони не є складовими елементами комплексної економічної політики.

Оскільки дискусію щодо необхідності регулювання МПК після кризи на міжнародному рівні розпочато, але не завершено, тренд на фінансову відкритість усе ще помітний у різного роду вимогах багатьох угод економічної співпраці, зокрема, у рамках ЄС, СОТ, ОЕСР, а також співпраці з міжнародними фінансовими інститутами.

Побічним трендом глобалізації стало зростання ролі міжнародних організацій та міждержавних структур, які певним чином виступили провідниками підвищення фінансової відкритості. Політика малих транзитивних економік з об’єктивних причин значною мірою підпадає під їх залежність. Тому детермінація та виявлення змін інституційних поглядів таких інституцій відіграє важливу роль з точки зору відповідності їм заходів національної політики економічного розвитку.

Уперше на рівні міжнародних фінансових організацій питання щодо доцільності обмежень на рух іноземного капіталу постало під час азійської кризи. У той час П. Кругман сформулював рекомендації щодо їх можливої ефективності, якщо вони не стають на заваді економічному розвитку. Для цього, на його думку, подібні обмеження повинні якнайменше зачіпати звичайний бізнес, допомагати реформам, а не виступати їх замінником, і – головне – мати тимчасовий, а не постійний характер, так би мовити дати можливість економіці передихнути у найбуремніший період екзогенного шоку[1].

[1] Krugman P. An open letter to Prime Minister Mahathir. 1998. URL: http://web.mit.edu/krugman/www/mahathir.html

Як зазначає В. Сіденко, глобальна фінансова криза 2007–2008 рр. стала тим пунктом, за яким процеси переосмислення глобальної інституційної архітектоніки досягли певного порогового рівня і зрушили з місця процес реформування поглядів глобальних інституцій[1]. Одразу після глобальної фінансової кризи ідея використання обмежень на рух капіталу позиціонувалась не як повноцінний елемент макроекономічної політики, а, радше, як тимчасовий засіб.

Разом із тим в оцінках перспектив політики регулювання МПК МВФ виявився більш гнучким і першим розпочав дискусію стосовно доцільності заходів контролю за потоками капіталу. Уже у 2006 р. на сторінках видань МВФ можна було прочитати висновки про те, що фінансова відкритість та вільний рух МПК досить обмежено корелює з економічним розвитком країни[2].

Тектонічний зсув у поглядах стосовно необхідності та перспектив запровадження обмежень на рух капіталу стався у 2010 р. Цього року Бразилія і Південна Корея повідомили про запровадження обмежень на рух потоків капіталу з огляду на потреби стабілізації валюти та обмеження перегрівання економіки. Південна Корея в принципі уже неодноразово вдавалася до обмежень, але цього разу необхідність заходів було обґрунтовано доцільністю відходу від уявлення про неефективність або витратність політики контролю і розглядом питання про уведення заходів щодо підвищення макроекономічної обачності на більш системному рівні[3].

У цьому ж році було оприлюднено підготовлену групою економістів МВФ доповідь, де йшлося про те, що Фонд суттєво переглянув свою позицію щодо використання обмежень на приплив капіталу в країнах з ринками, що формуються. У документі було зроблено висновок про те, що заходи контролю іноді «обґрунтовані як один з інструментів макроекономічної політики» в країнах, які прагнуть впоратися зі швидко зростаючим припливом капіталу[4]. А з 2012 р. МВФ уже офіційно стверджував наявність політики контролю за рухом капіталу як необхідну умову фінансової стабільності, що повинна запобігати накопиченню ризиків

---

[1] Сіденко В.Р. Важкі дилеми оновлення глобальної інституційної архітектоніки. *Економіка України*. 2017. №. 4. С. 3–21.

[2] Kose M., Prasad E., Rogoff K., Wei S. Financial globalization: a reappraisal. *IMF Working Papers*. 2009. WP/06/189(1). P. 1–94.

[3] Kawai M., Lamberte M., Takagi S. Managing capital flows: lessons from the recent experiences of emerging Asian economies. *Regulating global capital flows for long-run development*. 2012. 35 p.

[4] Moghadam R. Recent Experiences in Managing Capital Inflows – Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework / International Monetary Fund. February 2011. URL: http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411a.pdf

та реалізації екзогенних шоків[1], пояснюючи це тим, що «раптове збільшення припливу капіталу може здійснювати дестабілізуючий вплив, насамперед унаслідок сприянню виникненню кредитних бумів і фінансовій нестабільності»[2].

Із цього часу на запит IMFC та G-20 у рамках постійно діючої програми покращення функціонування міжнародної валютної системи МВФ почав працювати над політикою фінансової лібералізації із використанням заходів управління потоками капіталу[3]. В наступні роки, особливо під впливом розгортання торговельних суперечок між США та КНР, подібна риторика від МВФ посилилась.

У жовтні 2018 р. голова МВФ К. Лагард на щорічній зустрічі МВФ та Світового банку закликала країни використати всі інструменти задля запобігання відпливу капіталу, неминучого в умовах торговельних суперечок та пожорсткішання монетарної політики західних центробанків[4]. Наразі МВФ закликає як розвинені країни, що виступають постачальниками капіталу, так і країни, що розвиваються, задуматися про зміни до регуляторної та фіскальної політики, що дозволили би стримати короткострокові потоки на боргових ринках та стимулювали би довгострокові інвестиції у капітал[5].

У загальному вигляді оновлений підхід МВФ зберігає доволі консервативну позицію щодо фінансової лібералізації як однієї з провідних цілей структурних реформ. Так, він визнає, що фінансова лібералізація повинна бути послідовною, поступовою та індивідуальною для кожної окремої країни[6]. З огляду на відзначені в роботі невиразні позитивні наслідки фінансової лібералізації для економічного зростання та об’єктивну

---

[1] Blanchard O., Hagan S., Towari S., Vinals J. The liberalization and management of capital flows: an institutional view / IMF. November 2012. URL: https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf

[2] IMF Survey: Evolution Not Revolution: Rethinking Policy at the IMF / IMF. June 2016. URL: https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sopol060216a

[3] Bird M. The Hottest Idea in Finance: Capital Controls Are Good. *The Wall Street Journal*. Feb. 4, 2016. URL: https://www.wsj.com/articles/the-hottest-idea-in-finance-capital-controls-are-good-1454581800

[4] IMF's Lagarde urges countries to control 'inevitable' capital outflows amid trade, rate risks. *Business News*. October 11, 2018. URL: https://www.reuters.com/article/us-imf-worldbank-lagarde-capital-outflow/imfs-lagarde-urges-countries-to-control-inevitable-capital-outflows-amid-trade-rate-risks-idUSKCN1ML0HG

[5] Bird M. The Hottest Idea in Finance: Capital Controls Are Good. *The Wall Street Journal*. Feb. 4, 2016. URL: https://www.wsj.com/articles/the-hottest-idea-in-finance-capital-controls-are-good-1454581800

[6] Prates D., Paula L. F. Capital account regulation in Brazil: an assessment of the 2009–2013 period. *Brazilian Journal of Political Economy*. 2017. Vol. 37, № 1. P. 124.

вимогу наявності достатнього рівня розвитку інститутів фінансового сектора, що суперечить природі транзитивних економік, такий підхід виявляється нереалістичним.

В умовах підвищеної вразливості таких економік до екзогенних шоків, складність розбудови потужного фінансового сектора в умовах фінансової відкритості, поточних викликів гіперглобалізації, для малих відкритих економік концептуальний підхід до фінансової лібералізації повинен засновуватися на політиці та інструментах, які відкривають перспективу підвищувати рівень фінансової відкритості не обумовлюючи її малореальними вимогами вільноплаваючого валютного курсу, стійких фінансових інститутів тощо.

Така позиція МВФ отримала поширення і на міжнародному рівні. Ще більш прогресивними слід визнати сучасні висновки ЮНКТАД стосовно наслідків передчасної фінансової лібералізації. У доповіді про торгівлю та розвиток за вересень 2019 р. зазначено, що розгляд іноземного капіталу як «доброго самаритянина» та посилення фінансової інтеграції залучило країни, що розвиваються, до орбіти глобальних фінансових циклів із нестабільними МПК та посилило в них макроекономічні дисбаланси, вразливість та підірвало монетарну автономію, а самі інвестиції мали обмежену економічну продуктивність[1].

У доповіді ЮНКТАД обґрунтовується доцільність упровадження комплексної системи контролю за рухом МПК як альтернатива забезпечення фінансової стабільності шляхом накопичення великих обсягів міжнародних резервів. Таким чином для малих відкритих економік з’явиться перспектива інтеграції у світову систему економічних відносин поза важкою умовою попереднього набуття економічної ваги та високого рівня розвитку інститутів.

Запровадження обмежень на рух капіталу в рамках відповідної політики можуть бути обґрунтовані тим, що приплив значних обсягів капіталу може зумовити:

– зміцнення обмінного курсу національної валюти, тобто зниження конкурентоспроможності експортерів;

– перегрівання економіки; кредитні буми, виникнення цінових «бульбашок» на активи; дисбаланс між продуктивністю та обсягами виробництва та обсягом споживчих витрат, тобто стимулювання дефіциту рахунку поточних операцій.

[1] Financing A Global Green New Deal. *Trade and Development Report* / UNCTAD. 2019. URL: https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/tdr2019_en.pdf

Такий підхід слід доповнити і негативним впливом іще вагоміших ризиків, які провокують у національних фінансових системах раптові розвороти та зупинки руху МПК у результаті екзогенних шоків. Зазначені фактори є доведеними. Апелювання до їх впливу із посиланням на висновки та рекомендації МВФ дає малим відкритим економікам підстави розробити і запровадити національну систему контролю та регулювання руху МПК, попри сучасні вимоги інших МФО та інтеграційних об'єднань. Відтак такий підхід слід вважати актуальним і для України.

Водночас рекомендації МВФ щодо доцільності переходу від «стін» до адаптивних обмежень типу «ворота» загалом викликають питання. Принаймні обмеження типу «стіни» все ще присутні в практиці розвинених країн в інтересах захисту стратегічних галузей та підприємств. Такі обмеження ефективно рятують від втрати стратегічних пріоритетів та конкурентних переваг, а також руху непродуктивних МПК. Для країн, що розвиваються, використання «стін» ускладнене тим, що вони негативно позначаються на інвестиційних рейтингах країни в частині фінансової відкритості, тоді як розвинені країни створили імідж «фінансово відкритих країн», але, поряд із тим, зберігають «стіни» і не менш активно використовують цілу низку тимчасових регуляторних обмежень типу «ворота».

Загалом перспективним напрямом становлення національної системи регулювання МПК слід визнати зміну пріоритетів від наявності перманентних обмежень до перманентного контролю та моніторингу за рухом МПК та валютними операціями в межах власної юрисдикції і, за необхідності, проактивного реагування на них заходами контролю. Такий підхід може бути визначений як програмний. Він орієнтований на забезпечення виконання державних програм економічного розвитку в умовах фінансової відкритості. Це дасть змогу оптимізувати ефекти фінансової відкритості економіки, підвищуючи її у певні моменти задля реалізації переваг інтеграції у розвинені структури та організації і, водночас, оперативно реагувати на небезпечні прояви негативного впливу руху МПК. Наявність дієвої системи моніторингу та контролю за сферою руху МПК також підвищить якість аналізу економічних процесів у країні та адекватність економічної політики.

Погоджуючись із тим, що сплески відпливу можуть викликати шоки у фінансовій системі та спад у реальному секторі, МВФ акцентує, що вони можуть бути спричинені як глобальними чинниками та ефектами зараження поза контролем урядів країн, так і внутрішніми подіями. Цікаво відзначити, що в сенсі аналізу ефективності заходів обмеження на відплив капіталу серед трьох країн, на досвід яких посилаються експерти МВФ, є і Україна,

що в 2008 р. запровадила суттєві обмеження на відплив капіталу. Проте МВФ не дуже позитивно оцінює український досвід, апелюючи до того, що обмеження запроваджувались в умовах слабкої макроекономічної політики[1].

Наразі МВФ упевнено просуває підхід щодо доцільності оперування заходами контролю над МПК у межах інструментарію адекватної макроекономічної політики, наголошуючи при цьому, що первинними є інтереси макроекономічної політики, яка комплексно вирішує завдання фінансової стабільності та економічного розвитку. Заходи контролю та регулювання руху МПК у такому випадку повинні сприйматись як підпорядкована політика. Такий підхід слід визнати здебільшого виправданим, оскільки найбільш дієві заходи обмеження МПК можуть бути реалізовані в рамках фіскальної та монетарної політики, що вимагає їх узгодження як між собою, так і стосовно політики економічного розвитку.

Використання регуляторної політики у сфері руху МПК ЄС активізувалось із початком торговельного протистояння США та КНР. На його тлі провідні економіки ЄС також посилили регуляторні заходи проти торговельної експансії КНР. Незважаючи на те, що зміни у політиці моніторингу інвестицій ЄС можна визначити як найбільш масштабні за останні два роки в європейських режимах моніторингу ПІІ, така політика все ще переважно лібералізована. Однак перегляд програм моніторингу інвестицій, імовірніше, є лише першим кроком у більш широкому переліку заходів та інструментів політики ЄС у відповідь на зростаючу китайську економічну діяльність в Європі. Вочевидь ЄС рухається в кільватері США. Також, імовірно, що подальшим кроком ЄС можуть стати обмеження китайських інвестицій у галузі, пов’язані з економічною безпекою: експорту товарів подвійного використання, критичних технологій, захисту інформації тощо.

Перспективи європейських країн у запровадженні політики регулювання руху МПК у межах регуляторного поля ЄС цілком реальні за умови її побудови на базі адекватної системи контролю, що дає змогу здійснювати моніторинг впливу МПК на формування ризиків фінансової нестабільності та виявлення операцій із відмивання капіталів, здобутих незаконним шляхом. У першому випадку відбувається обмеження негативного впливу припливу волатильних МПК, у другому – задовольняється потреба малої відкритої економіки щодо обмеження обсягів втечі капіталу, оскільки, як було показано у попередніх розділах, вона відбувається саме через напівлегальні схеми. Відповідним чином необхідно

[1] Brockmeijer J., Marston D., Ostry J. Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows / IMF. 2012. URL: https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/031312.pdf

здійснювати обґрунтування для ЄС запровадження політики контролю МПК у випадку малої транзитивної економіки.

ООН також наполягає на удосконаленні політики залучення іноземних інвестицій на базі не кількісних, а якісних характеристик[1]. Для додаткового обґрунтування необхідності запровадження політики контрою за рухом капіталів у частині інвестиційної політики держави можна використати й сучасну «Рамкову концепцію інвестиційної політики з метою стійкого розвитку» ЮНКТАД (Investment Policy Framework for Sustainable Development), оновлену в 2015 р. У ній державам пропонується проводити національну інвестиційну політику, зважаючи на першочерговість завдань забезпечення використання інвестицій у цілях стимулювання стійкого економічного зростання шляхом підвищення міжнародної конкурентоспроможності, розвитку людського капіталу, технологій, інфраструктури тощо[2]. Для досягнення цих цілей потрібно на регулярній основі здійснювати оцінку ефективності регуляторного впливу на потік інвестицій та визначених пріоритетів. Таке формулювання обґрунтовує необхідність запровадження моніторингу за характером інвестиційних потоків, що є необхідним елементом національної політики контролю за рухом МПК.

У реаліях поточного стану економіки у питаннях монетарного та фіскального регулювання Україна залишається під тиском фінансово-ліберальної парадигми. В умовах активного періоду глобалізації економічних відносин домінуючим підходом стосовно МПК виступала лібералізація щодо їх регулювання. Такий підхід базувався на неокласичній теорії економічного зростання, що домінувала в докризовому періоді. Спираючись на цей підхід, МВФ, Світовий банк, Єврокомісія та інші міжнародні організації наполягали на необхідності лібералізації національної політики регулювання потоків капіталу та руху світових економік до фінансової відкритості. Вважалося, що найбільшу користь від фінансової відкритості отримають країни з економіками, що розвиваються.

Попри суттєві зміни у підходах міжнародних інституцій щодо можливостей використання малими економіками заходів регулювання МПК, потрібно відзначити, що обережні поступки міжнародних інституцій у напрямі схвалення розроблення відповідної політики призводять до незадовільного стану методологічного та нормативно-правового

[1] CSR and Developing Countries: What scope for government action? *Sustainable Development Innovation Briefs* / United Nations. 2007. Is. 1. URL: https://sustainabledevelopment.un.org

[2] Investment Policy Framework for Sustainable Development / UNCTAD. 2015. URL: http://investmentpolicyhub.unctad.org/Upload/Documents/INVESTMENT%20POLICY%20FRAMEWORK%202015%20WEB_VERSION.pdf

забезпечення. Критично аналізуючи розроблені МВФ підходи та рекомендації, доводиться звернути уваги на наявні в них прогалини, зумовлені саме домінуванням неоліберальної парадигми.

Перше – це особливості взаємозв'язку МПК та фінансової стабільності у країнах зі слабкими національними валютами та проблемою перманентного відпливу капіталу в транзитивних економіках загалом. Особливість економік зі слабкими національними валютами полягає в тому, що планомірний рух МПК у них більшою мірою впливає на коливання РЕОК національної валюти, зміцнюючи її за припливу та послаблюючи за відпливу. У випадках шокових переливів зміна курсу національної валюти набуває великої амплітуди і руйнівних масштабів. Такі коливання посилюються спекулятивним ринковим впливом і в таких умовах стабілізуючий ефект вільноплаваючого курсу, який передбачає теорія, проявитися просто не може.

З іншого боку, в країні, що зберегла національну валюту, валютний ринок стає вузьким місцем, яке мають подолати майже всі МПК у країну і назовні. Тож у країнах із національними грошовими одиницями саме валютне регулювання перетворюється на виключно дієвий інструмент впливу на характер МПК у країні. Це зумовлює необхідність розбудовувати дієву систему валютного регулювання, а цільові заходи лібералізації підпорядкувати інтересам економічного розвитку, водночас забезпечуючи стабільність валютного курсу засобами монетарного регулювання і політики фінансово відкритості.

Водночас неоліберальний консенсус усе ще не здатний повноцінно визнати доцільність валютного регулювання. Тому дослідження місця та ролі національного валютного регулювання і проблема перманентного відпливу капіталу з транзитивних економік залишаються недостатньо розробленими, а це обмежує поле ефективної політики регулювання фінансової відкритості.

Ще однією прогалиною методології запровадження регулювання МПК на цьому етапі слід визнати недосконалу методику оцінки рівня фінансової відкритості країни. Наявна методика оцінки нормативного регулювання фінансової відкритості досить обмежено відображає існуючі в межах юрисдикції обмеження на рух капіталу. Методика здебільшого дає можливість лише скласти уявлення про тенденції на основі довгострокової динаміки, проте не відображає зміни в реальному часі та залишає поза увагою багато обмежень. Розбіжність між нормативною оцінкою та реальним рухом МПК ускладнює оцінку адекватності наявної системи регулювання МПК у країні. Фактично вона представляє інтерес для оцінки інституційної спроможності держави щодо реалізації видів наявної політики

у сфері регулювання фінансової відкритості. Високий рівень розбіжності між індикацією трендів нормативного регулювання «де-юре» та фінансової відкритості «де-факто» засвідчує, що державне регулювання в країні неспроможне стримати волатильні потоки капіталу. Особливо це стосується випадків, коли нормативний рівень відкритості країни свідчить про її закритість, а реальні потоки капіталу через юрисдикцію перевищують показники офіційно «відкритих» країн.

Таким чином, негативний вплив МПК на фінансову стабільність малих відкритих економік та брак позитивних наслідків зумовили трансформацію підходів міжнародних інституцій у напрямі обґрунтування доцільності використання заходів контролю за рухом МПК та запровадження обмежень на приплив короткострокового спекулятивного капіталу. Спираючись на новий офіційний підхід МВФ щодо доцільності використання обмежень на рух МПК та апелюючи до наявної практики ЄС, запровадження політики контролю за транскордонним рухом капіталів в Україні не суперечитиме євроінтеграції та розширить інструментарій забезпечення фінансової стабільності.

Прийняті міжнародними інституціями аргументи про негативні прояви волатильних потоків капіталу: небажане коливання курсу національної валюти та проциклічний перегрів економіки, слід доповнити й іншими аргументами про не менш вагомі ризики, що провокують у національних фінансових системах транзитивних економік раптові розвороти та зупинки руху МПК у результаті екзогенних шоків. Зокрема, слід звернути увагу на особливості взаємозв’язку МПК та фінансової стабільності у країнах зі слабкими національними валютами та проблемою перманентного відпливу капіталу в транзитивних економіках загалом.

3.4. Модернізація регулятивних та наглядових технологій на фінансовому ринку

Діджиталізація економічних відносин разом із появою нових фінансових продуктів і послуг трансформує як ІФП, так і процеси нагляду та регулювання. Упродовж останніх років світові регулюючі та наглядові органи пристосовуються до умов «нової реальності» шляхом використання фінансових технологій для підтримки нових бізнес-моделей та більш ефективного дотримання вимог із контролю.

В умовах мінливого середовища та з огляду на обмеження традиційного законодавства і контролюючі органи влади, і регульовані установи вдаються до інноваційних регуляторних підходів, а саме

автоматизації ручних процесів через застосування RegTech та SupTech. Крім того, із запровадженням нових бізнес-моделей існує невизначеність щодо відповідності того чи іншого контролюючого органу сфері регулювання, що посилюється через відсутність координації між окремими регуляторами.

З одного боку, технологічний прогрес (розробки із машинного навчання, штучного інтелекту, хмарних обчислень та інтерфейси прикладного програмування) сприяє появі можливостей із мінімізації витрат на обробку інформації та більш ефективному збиранню, зберіганню та аналізу великих наборів даних. Незважаючи на вже проведену автоматизацію «ручних» процесів з управління даними, фінансові органи здебільшого отримували звіти у паперовій формі або електронною поштою, що обмежувалося розміром файлів та супроводжувалося ризиками безпеці даних.

З іншого боку, посткризові посилені регуляторні вимоги (в т. ч. через протидію боротьбі з відмиванням коштів) стимулюють до застосування інноваційних інструментів із регулювання та нагляду. Разом із більшою кількістю звітів (у т. ч. через зростання складності та обсягу нормативних актів) виникає потреба у більш прозорих, технологічно керованих підходах до звітування та моніторингу діяльності учасників індустрії фінансових послуг із мінімізацією ризиків та помилок. Крім того, внаслідок активної цифровізації економіки розширилася сфера контролю наглядових органів за установами, що формально не належать до традиційного фінансового посередництва.

Стратегія розвитку фінтеху в Україні до 2025 р., якою в т. ч. передбачено створення інноваційного фасилітатора[1], також спрямована на розроблення та впровадження Національним банком України SupTech та RegTech[2]. Зазначене актуалізує необхідність адаптації світових тенденцій із покращення нагляду та регулювання в українських реаліях з огляду на розвиток фінансових технологій, які стали «новою реальністю», що варто належним чином контролювати.

Технологічні зміни в регулюванні, що реалізуються наглядовим органом, відносять до сфери SupTech, а учасниками ринку – до RegTech. Коли термін SupTech використовується у разі застосування центробанками фінтех-рішень з метою регулювання та нагляду, то термін RegTech стосується впровадження фінансових технологій для регулювання

[1] Ця категорія включає інноваційні хаби, акселератори та регуляторні «пісочниці».

[2] Концепт платформи інноваційних фінансових рішень НБУ (Регуляторна «пісочниця»). 2020, липень. 30 с. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Finteh2025_pisochnycja.pdf?v=4

нормативних вимог та звітності регульованих фінансових установ[1]. Якщо коротше, то термін RegTech передбачає застосування технологій контрольованими фінансовими інститутами для управління регуляторними процесами, а SupTech – це технології для наглядових органів, спрямовані на оцифрування процесів звітування та більш ефективний та активний контроль за ризиками у фінансових установах. З іншого боку, RegTech використовуються для підтримки процедур звітності та дотримання нормативних вимог у фінансовій сфері. Підвищуючи ефективність управління ризиками фінансових інститутів, RegTech та SupTech змінюють структуру індустрії фінансових послуг та, відповідно, нагляд.

Банк міжнародних розрахунків визначає SupTech як застосування інноваційних технологій, а саме: великих даних або штучного інтелекту в інструментах, які використовуються фінансовими органами для підтримки їх функціонування[2]. Під час збирання даних SupTech використовуються для звітності, управління даними та віртуальної допомоги (це – можливість брати дані безпосередньо з IT-систем банків; автоматизована перевірка та консолідація даних; чат-боти, які, відповідаючи на скарги споживачів, збирають інформацію, що може сигналізувати про потенційні сфери, які викликають занепокоєння). SupTech, як правило, стосуються деталізованих та неструктурованих даних (інформації, що не має заздалегідь визначеної моделі даних). Під час аналізу інформації SupTech використовуються для мікро- та макропруденційного нагляду[3]. Окрім того, SupTech базуються на більш доступних можливостях зберігання даних і обчислювальних потужностях, які в минулому вимагали значних інвестицій, доступності та різноманітності цифрових даних, що пов’язано з цифровізацією індустрії фінансових послуг, зокрема, завдяки досягненням у сфері штучного інтелекту, таким як машинне навчання, хмарні обчислення, аналіз великих даних і технології розподіленого реєстру.

Загалом ключовими перевагами застосування регулятивних і наглядових технологій є збільшення ефективності, зниження витрат та розширення можливостей. SupTech допомагають оцифрувати процеси звітності та можуть включати автоматизацію й оптимізацію процедур та інструментів або покращення аналізу даних. Зокрема, інтеграція декількох

[1] The Use of Supervisory and Regulatory Technology by Authorities and Regulated Institutions / Financial Stability Board. 9 October. 2020. 72 p. URL: https://www.fsb.org/2020/10/the-use-of-supervisory-and-regulatory-technology-by-authorities-and-regulated-institutions-market-developments-and-financial-stability-implications

[2] Castri S., Hohl S., Kulenkampff A., Prenio J. The suptech generations. *FSI Insights on policy implementation*. October, 2019. No 19. 19 p. URL: https://www.bis.org/fsi/publ/insights19.htm

[3] Там само.

типів даних може підвищити точність, усебічність та своєчасність прийняття рішень. Це зумовлює більш активний моніторинг ризиків та дотримання вимог фінансових установ.

Водночас для обробки даних у наглядових органів повинні бути розроблені відповідні процедури та системи (стандартизована інформація, яку вони отримують від учасників ринку) для забезпечення якості отриманих даних. Тобто спочатку необхідно інвестувати в технологічні інструменти та людські навички. Крім того, викликами стають операційний ризик та кіберризик, оскільки взаємозв'язок між учасниками ринку та регулятором зростає та розкриваються великі обсяги конфіденційних даних. Так, органи нагляду більшості країн Міжнародної асоціації розвитку (IDA) стикаються з такими проблемами банківського нагляду, як низька якість даних, недостатній рівень фінансових ресурсів, низький аналітичний потенціал персоналу з необхідними навичками, відсутність IT-інфраструктури та недосконала нормативно-правова база. Загалом упровадженню регулятивних та наглядових технологій мають передувати розроблення досяжної, чітко визначеної стратегії; встановлення цілей; схвалення підходу, що відповідає особливостям країни; розроблення фінтех-рішень[1].

3.4.1. Використання наглядових технологій на фінансовому ринку

SupTech використовуються насамперед при збиранні та перевірці даних (що зменшує помилки людини, створює бази даних, необхідні для виконання аналітичної роботи, переспрямовує людські ресурси на інші види аналітичної роботи); при автоматизації процесів (перехід від паперових до технологічних робочих процесів скорочує час роботи, фінансові та людські ресурси); при покращенні аналітики даних (перехід від електронних таблиць до вдосконалених аналітичних інструментів дозволяє швидше та точніше визначати ризики разом із чітко розробленою та реалізованою політикою регулювання)[2].

---

[1] Appaya M.S., Dohotaru M., Ahn B., Kliatskova T., Seshan P., Pascaru I. A Roadmap to SupTech Solutions for Low Income (IDA) Countries. *World Bank Fintech Note*. 2020. No. 7. 44 p. URL: http://documents.worldbank.org/curated/en/108411602047902677/A-Roadmap-to-SupTech-Solutions-for-Low-Income-IDA-Countries

[2] Appaya M.S., Dohotaru M., Ahn B., Kliatskova T., Seshan P., Pascaru I. A Roadmap to SupTech Solutions for Low Income (IDA) Countries. *World Bank Fintech Note*. 2020. No. 7. 44 p. URL: http://documents.worldbank.org/curated/en/108411602047902677/A-Roadmap-to-SupTech-Solutions-for-Low-Income-IDA-Countries

Органи монетарної влади у провідних країнах світу працюють над підтримкою розвитку фінансових технологій у сфері SupTech, більшість яких стосуються звітності та управління даних. Зокрема, у 2015 р. Комісія з цінних паперів та інвестицій Австралії (ASIC) розробила «дорожню карту» послідовності ініціатив, починаючи зі створення інноваційного центру, де розробляються інструменти SupTech. Управління пруденційного регулювання Австралії (APRA) прийняло програму «Трансформації даних (2017–2020)», намагаючись змінити спосіб збирання, зберігання, використання даних APRA завдяки рішенням SupTech.

Федеральний банк Німеччини (DB) розробив загальнодержавну стратегію цифровізації, до якої включено відділ банківського нагляду, що має на меті сприяти розвитку SupTech. Аналогічного підходу дотримуються Центральний банк Таїланду (BOT), Управління грошового обігу Гонконгу, Центральний банк Малайзії (BNM) та центральний банк Філіппін (BSP)[1]. Зі свого боку регулятори розвинених країн, таких як США, Велика Британія, Сінгапур, були серед перших, які створили регуляторні «пісочниці», що сприяють технологічним інноваціям.

Приклади розробок (табл. 3.1) засвідчують те, що для органів монетарної влади SupTech та створення інноваційних центрів сприяє виявленню регуляторних та наглядових проблем. Загалом запуск регуляторних «пісочниць» підходить для розвинених країн із розвиненою індустрією FinTech через необхідність інвестування значних ресурсів, та де є попит конкурентоспроможних фінтех-компаній.

Запуск акселераторів або інноваційних хабів не потребує законодавчої реформи та є нересурсномістким для розроблення та впровадження наглядових і регуляторних інноваційних ініціатив, та, відповідно, підходить для країн, що розвиваються. Така підтримка екосистеми Fintech із позицій центральних банків дозволяє регуляторам оцінити потенціал застосування технологій на фінансовому ринку до внесення нормативно-правових змін.

В українських реаліях тестування SupTech та RegTech могло б допомогти з’ясувати ризики інноваційних продуктів, та зменшити регуляторну невизначеність, надавши роз’яснення щодо регуляторних та наглядових очікувань. Так, з травня 2019 р. НБУ розпочав проєкт регуляторної «пісочниці» з метою стимулювання розвитку фінтех-рішень в Україні. Інноваційні компанії можуть подавати до НБУ заяви для розгляду інноваційних продуктів з метою з’ясування особливостей поточного

[1] Castri S., Hohl S.,Kulenkampff A., Prenio J. The suptech generations. *FSI Insights on policy implementation*. October, 2019. No 19. 19 p. URL: https://www.bis.org/fsi/publ/insights19.htm

регулювання та законодавчої бази, тобто правового супроводу. Загалом за період роботи експертною радою НБУ з питань комунікації з інноваційними компаніями та проектами було розглянуто дев'ять заявок, з яких сім проєктів стосувалися сфери платіжних рішень (Paytech) та два – сфери RegTech (у 2019 р. регуляторна «пісочниця» центрального банку Сінгапуру розглянула шість заявок, а центрального банку Литви – п'ять заявок)[1]. Це засвідчує, що екосистема Fintech в Україні все ще зароджується.

Таблиця 3.1

Приклади розробок SupTech

Ініціатива/технологія у сфері SupTech	Приклад розробок
Моніторинг у режимі реального часу, який використовує поєднання інтерфейсів прикладного програмування (API), чат-ботів, аналізу тексту для отримання даних за запитом або у вигляді безперервного потоку	Платформа ASIC використовує аналітику великих даних для аналізу ринку: збирає потоки даних у режимі реального часу з усіх первинних і вторинних ринків капіталу Австралії, перетворює великі набори даних у придатні для використання шаблони для цілей нагляду за ринком, у тому числі для виявлення потенційних операцій інсайдерів та маніпулювання ринком.
	Чат-бот, створений BSP, збирає скарги споживачів за допомогою популярних додатків для обміну повідомленнями і миттєво відображає зведену статистику та показники продуктивності, надаючи керівникам можливість оперативно спостерігати за поведінкою учасників ринку в банківському секторі.
Регуляторні «пісочниці»	Національний банк Австрії має загальнонаціональну інноваційну лабораторію, де оцінюються та розробляються проєктні ідеї, пов'язані з новими технологіями.
	Центр аналізу фінансових операцій та звітів Канади має лабораторію з використання даних, спрямовану на вивчення та впровадження передових рішень із аналізу даних.
	Управління з пруденційного нагляду Франції (ACPR) реалізує програму «внутрішньопідприємницької діяльності» з метою заохочення інноваційних проєктів, які б покращили інструменти та процеси ACPR. Обрані проєкти підтримуються в їх розробці через інноваційну методологію, що надається регуляторною «пісочницею» Центрального банку Франції (Le Lab Banque de France).

[1] Офіційний сайт Національного банку України. URL: https://bank.gov.ua

Ініціатива/технологія у сфері SupTech	Приклад розробок
Інструменти машинного навчання, які використовуються для підтримки виявлення аномалій, аналізу мережі та оцінки ризиків.	Мексиканська національна комісія з банківських питань і цінних паперів експериментує з інструментом опрацювання природної мови (NLP), яка визначає у новинах, що розкривають схеми відмивання коштів, назви компаній, і пов'язує їх з іншими джерелами даних – як неструктурованими (соціальні медіа), так і структурованими (банківські рахунки).
	Управління з фінансового регулювання і нагляду Великої Британії (FCA) здійснює аналіз мережевих даних для створення вебсайтів учасників ринку та виявлення узгодженої поведінки.
	Центральний банк Нідерландів (DNB) використовує аналогічну техніку для виявлення осіб, які здіснюють грошові перекази різними способами контрагентам із високим ризиком юрисдикції.
	Центральний банк Італії застосовує інструменти SupTech для виявлення поведінки, характерної для шахрайства в базі даних.
Інтелектуальний аналіз тексту – як техніка машинного навчання для боротьби з шахрайством	Фінансові установи Нідерландів подають до DNB звіти про систематичний аналіз ризиків цілісності (SIRA).
	ASIC, Центральний банк Мексики (BoM) та FCA використовують інтелектуальний аналіз вебтекстів для моніторингу рекламних матеріалів.
	Грошово-кредитне управління Сінгапуру розробило інструмент аналізу впливу подій, який збирає вебдані з новинних сайтів і використовує інструмент обробки природної мови для автоматичного виявлення так званих «гарячих подій» і класифікації їх як операцій із «відмивання» доходів.
	ASIC випробовує технологію голосової аналітики та технології перетворення голосу в текст (VA&VT) для моніторингу неналежної тактики продажів або неточної інформації про продукти зі страхування життя.
	BoM розробив власний інструмент для аналізу тексту з метою розпізнавання символів і для перетворення зображень у текст, що допомагає ідентифікувати ключові слова.

Ініціатива/технологія у сфері SupTech	Приклад розробок
«Акселератори» (фінтех-програми, що залучають до співпраці інноваційні організації, стартапи)	R2A – це програма, що має на меті допомогти фінансовим органам в умовах обмеженого фінансового потенціалу країн, що розвиваються, досліджувати SupTech та розробляти масштабовані прототипи з низькою вартістю. «Акселератор» центрального банку Англії розробляє дослідні зразки фінтех-продуктів, які згодом передаються великим корпораціям. З 2016 р. FCA першим розпочало використання «технологічних спринтів», два з яких відносяться до діяльності із регуляторної звітності, а саме щодо реорганізації архітектури своїх даних та заміни існуючої системи на базі вебпорталів.

Джерело: складено за даними[1].

Вітчизняний проєкт «пісочниці» покликаний зняти регуляторні бар'єри для певних проєктів та фіксованої кількості учасників. Проте вдосконалення регулювання в індустрії фінансових послуг потребує створення регуляторної «пісочниці», яка б охоплювала не тільки фінтех-стартапи, а й сприяла перегляду політики з нагляду.

Утім представниками НБУ зазначається, що запуск повноцінної регуляторної «пісочниці» планується в 2020–2021 рр. та потребує ухвалення змін у законодавстві, а саме: до ст. 7 Закону про НБУ «щодо повноважень зі стимулювання та сприяння розвитку інновацій та технологій на ринку фінансових послуг, а також зі створення, визначення порядку роботи та забезпечення функціонування спеціальних регулятивних платформ та тестових середовищ для апробації інноваційних фінансових послуг, платіжних інструментів, схем розрахунків»[2]. Крім того, повноцінний запуск регуляторної «пісочниці», окрім ухвалення нормативно-правових змін та інвестицій, вимагає високого рівня довіри суб'єктів індустрії фінансових послуг.

Загалом акселератори та інноваційні хаби створюються як доповнення до регуляторної «пісочниці» не лише регуляторами, а й фінтех-компаніями – для активізації впровадження інновацій. Тому актуальним є

[1] Castri S., Hohl S., Kulenkampff A., Prenio J. The suptech generations. *FSI Insights on policy implementation*. October, 2019. No 19. 19 p. URL: https://www.bis.org/fsi/publ/insights19.htm.

[2] Концепт платформи інноваційних фінансових рішень НБУ (Регуляторна «пісочниця»). 2020, липень. 30 с. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Finteh2025_pisochnycja.pdf?v=4

розгляд розвитку RegTech разом із SupTech, бо їх «тандем» забезпечує надійний, економічно ефективний та безпечний процес регулювання як для фінансових установ, так і для наглядових органів, оскільки зменшується навантаження на регульовані організації в індустрії фінансових послуг.

3.4.2. Розвиток регулятивних технологій на фінансовому ринку

В останні роки застосування регулятивних технологій у фінансовому секторі стало ключовим елементом цифрової трансформації фінансових установ. Активізація розвитку RegTech є реакцією на зусилля регуляторів щодо підвищення ефективності інструментів нагляду після фінансових криз, та, як наслідок, зростання витрат на дотримання нових нормативних вимог. Використання Regtech насамперед допомагає фінансовим установам відстежити ризики, зумовлені масштабуванням і прискоренням даних в умовах «нової реальності».

Загалом перший етап розвитку RegTech 1.0 охоплював період 1990-х – 2000-х років, коли фінансові установи почали впроваджувати нові технології для моніторингу та аналізу ризиків нормативних актів або процесів: кількісного управління ризиками, Базеля II. На цій фазі співпраця регулюючих органів була незначною, а найбільший інтерес викликали внутрішні системи та технології управління ризиками[1].

Світова фінансова криза 2008 р. сприяла розвитку RegTech 2.0, а саме: посткризове підвищення нормативних вимог в індустрії фінансових послуг (фінансові директиви, правила протидії відмиванню коштів та фінансуванню тероризму) посилило регуляторний тиск. RegTech 2.0 був сконцентрований на способах швидкого і дешевого дотримання нових нормативних вимог у сферах звітності, управління даними про ризики та ідентифікації, контролю та моніторингу транзакцій, автоматизації за допомогою: аналітики великих даних (Big Data), інтерфейсів прикладного програмування (API), штучного інтелекту (AI), машинного навчання (ML), технологій розподіленої бухгалтерської книги (DLT) або блокчейн, обробки природної мови (NLP), інтелектуальних контрактів, хмарних обчислень, біометрії, криптографії тощо. Варто відзначити, що більшість додатків RegTech 2.0 були зосереджені на принципі «знай свого клієнта» (англ. «know your customer», KYC) з метою

[1] There's a revolution coming: Embracing the challenge of RegTech 3.0 / KPMG UK. September, 2018. URL: https://home.kpmg/content/dam/kpmg/uk/pdf/2018/09/regtech-revolution-coming.pdf

покращення захисту споживачів, пруденційного нагляду та запобігання «негативній» поведінки суб'єктів ІФП[1].

Починаючи з 2019–2020 рр. індустрія фінансових послуг перебуває у фазі RegTech 3.0, а саме: на межі переходу від принципу «знай свого клієнта» до «пізнай свої дані» (англ. «know your data», KYD) задля поліпшення конфіденційності даних та механізму безпечного виконання програм (алгоритму «пісочниця») фінансових мереж і загалом стимулювання «позитивної» поведінки фінансових суб'єктів. Загалом RegTech 3.0 спрямований на вирішення проблем із даними та прогнозування ризиків[2].

В ЄС розвиток RegTech був обумовлений посиленням вимог до регуляторної звітності, уведених після глобальної фінансової кризи для контролю за системними ризиками і змінами у поведінці суб'єктів фінансового сектора; ужорсточення правил захисту даних; сприяння відкритому банкінгу для посилення конкуренції; законодавчої бази для цифрової ідентифікації заради розвитку єдиного європейського ринку.

Спрямування європейських фінансових інститутів у RegTech частково було зумовлено прийняттям загального положення про захист даних (GDPR), другої директиви про ринки фінансових інструментів (MiFID II), другої директиви про платіжні послуги (PSD2) та закону «Про електронну ідентифікацію та послуги довіри для електронних трансакцій на внутрішньому ринку» (eIDAS). Так само і в США зміни правового та регуляторного середовища фінансових установ були одними з головних рушійних факторів еволюції RegTech. На відміну від ЄС, підхід США до регулювання розкриття інформації орієнтований не на конфіденційність, а дозволяє споживачам вільно передавати дані, одночасно обмежуючи їх використання регулятором. В умовах не досить жорстко регульованого фінансового ринку було створено невелику групу фірм технологічних інновацій (BigTech/TechFin)[3].

У глобальному масштабі кількість угод з RegTech зросла, незважаючи на падіння загального обсягу інвестицій у RegTech (2019 р. – 145 угод

[1] Там само.
[2] There's a revolution coming: Embracing the challenge of RegTech 3.0 / KPMG UK. September, 2018. URL: https://home.kpmg/content/dam/kpmg/uk/pdf/2018/09/regtech-revolution-coming.pdf
[3] Buckley R.P., Arner D.W., Zetzsche D.A. et al. The road to RegTech: the (astonishing) example of the European Union. *Journal of Banking Regulation*. 2020. Is. 21. P. 26–36. https://doi.org/10.1057/s41261-019-00104-1

обсягом 2,5 млрд дол. США, 2018 р. – 138 угод обсягом 4,0 млрд дол. США)[1]. Це свідчить про зростання попиту на RegTech із незначними обсягами угод. У той час, як фінансові інститути стали використовувати технології RegTech у своїх бізнес-процесах, пов'язаних з ризиками та дотриманням нормативних вимог, регулятори застосовують машинне навчання та штучний інтелект для обробки великих масивів даних з метою прогнозування та виявлення порушень фінансових установ. Регулятори починають наполягати на можливості отримання прямого доступу до даних фінансових установ через RegTech, а не покладатися тільки на інформацію, надану їм зі звітності.

Загалом індустрія RegTech є досить фрагментарною і не має ключових гравців у сегментах фінтех-продуктів та сервісів. Провідні RegTech компанії перебувають у США, Великій Британії; в континентальній Європі – в Ірландії, Австрії, Швейцарії, Люксембурзі та країнах Скандинавії; в Азії – в Сінгапурі; також – в Бразилії, Південній Африці, Кіпрі, Індії, Об'єднаних Арабських Еміратах та Бахрейні. Більшість угод із інвестування RegTech продовжують укладатися переважно в технологічних центрах інновацій або великих центрах фінансових послуг[2].

Загалом же з початку 2015 р. в RegTech було інвестовано понад 20 млрд дол. США: якщо у 2015 р. – 0,8 млрд дол. США, то у 2019 р. – 7,2 млрд дол. США (рис. 3.4). З 2015 р. по III кв. 2020 р. частка угод обсягом понад 50 млн дол. США збільшилася майже втричі при постійному зростанні кількості угод. Хоча у 2019 р. спостерігалось рекордне зростання обсягу інвестицій, у 2020 р. через невизначеність інвесторів, спричинену COVID-19, світовий обсяг інвестицій у RegTech збільшився порівняно з першим півріччям 2019 р. лише на 5% на тлі зниження активності укладання угод.

Стрімке зростання інвестицій у 2019 р. в основному було зумовлене збільшенням інвестицій у кібербезпеку / інформаційну безпеку, оскільки фінансові компанії дедалі більше рухаються до цифрових операцій та розширюють свої бюджетні витрати на безпеку (рис. 3.5). Ключовим фактором є зростання кількості шахрайських дій у фінансовому секторі. Крім того, в умовах пандемії актуалізувалася необхідність безпечного дистанційного управління фінансовими установами.

---

[1] The Pulse of Fintech H2 2019 / KPMG UK. February, 2020. URL: https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2020/02/pulse-of-fintech-h2-2019.pdf

[2] Last year's jump in global RegTech activity was driven by increased investment in cybersecurity. *The Regtech Analyst platform*. March 30, 2020. URL: https://regtechanalyst.com

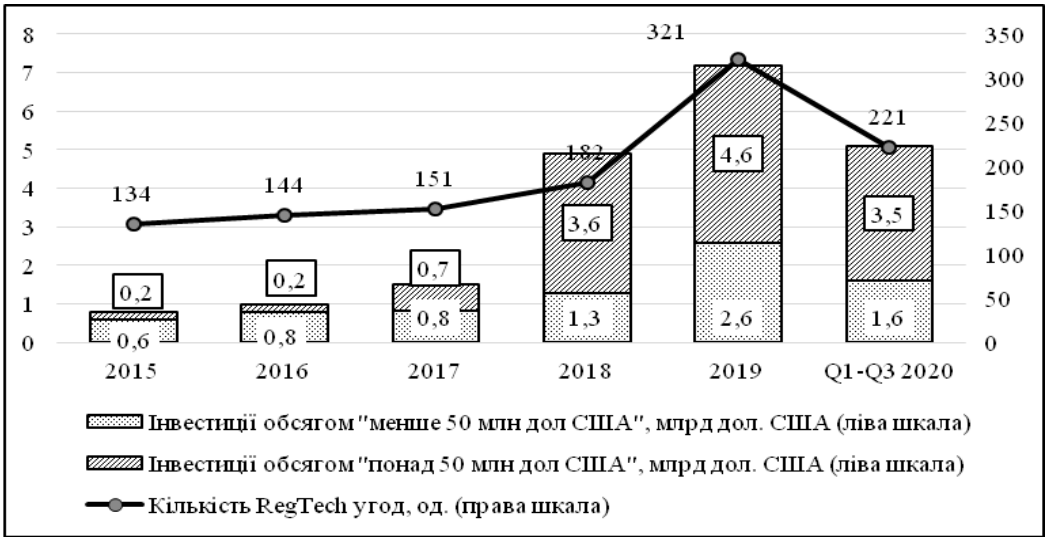

Рис. 3.4. Глобальні інвестиції у RegTech, 2015 – I–III кв. 2020 р.
Джерело: складено за даними[1].

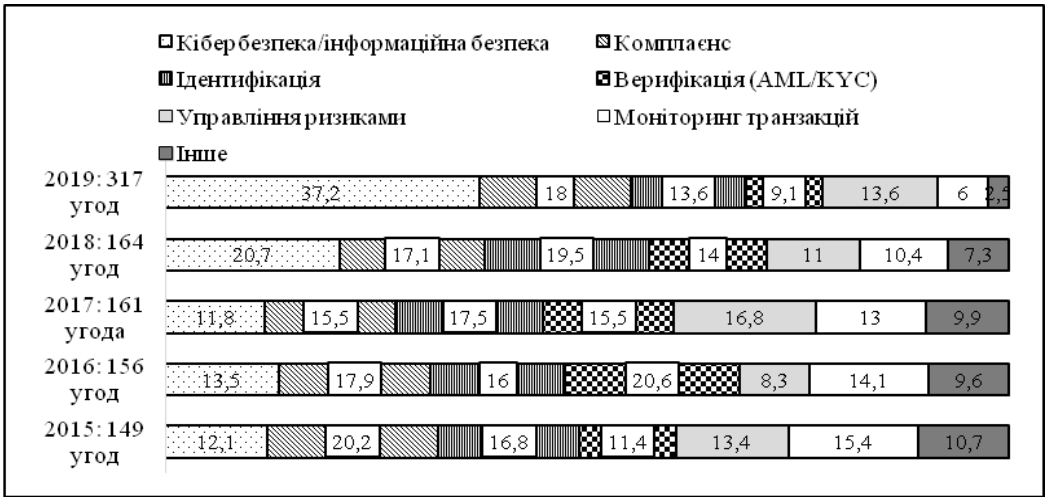

Рис. 3.5. Структура глобальних інвестицій у RegTech, 2015–2019 рр., %
Джерело: складено за даними[1].

[1] These RegTech companies are leading the charge for the global financial service industry. *Fintech Global platform*. December 12, 2020. URL: https://medium.com/fintech-global-insights/these-regtech-companies-are-leading-the-charge-for-the-global-financial-service-industry-f9b21c04a6d1

Водночас частка угод з інвестування у компанії з моніторингу трансакцій постійно зменшувалася: з 15,4% у 2015 р. до лише 6,0% у 2019 р. Це пов'язано зі змінами у регламенті ЄС: прийнято GDPR, MiFID II, PSD2 і eIDAS. Станом на червень 2019 р. у Європі налічувалося 140 стартапів RegTech: 30% – у сфері комплаєнсу; 27% – у сферах автоматизації запобігання та протидії відмиванню доходів, одержаних злочинним шляхом та інструментів перевірки клієнтів (KYC); 26% – у сфері інструментів управління ризиками.

3.4.3. Виклики застосування SupTech та RegTech в індустрії фінансових послуг

Хоча для центральних банків використання SupTech покращує набір інструментів із нагляду та управління ризиками, а для фінансових установ застосування RegTech зменшує витрати на регуляторні процеси (включаючи виявлення шахрайства, звітування, збір даних та управління ризиками)[2], сьогодні їх розвитку загрожують певні виклики. Як результат, незважаючи на очікувані переваги, SupTech та RegTech залишаються найменш поширеними регуляторними інноваційними ініціативами. Так, спільне опитування Кембриджського центру альтернативних фінансів (CCAF) та Світового банку в 2019 р. продемонструвало, що ініціативи із регуляторних інновацій усе ще є відносно рідкісними. Серед вибірки з 111 регулюючих органів-респондентів лише 22% ініціювали створення регуляторних «пісочниць», 26% – інноваційних бюро та 14% мають активні програми із RegTech/SupTech. При цьому, відповідно до опитування, кількість нових ініціатив із RegTech/SupTech у найближчі роки може зрости втричі[3].

Подібна ситуація пояснюється такими викликами – як для центральних банків, так і для фінансових посередників.

По-перше, – фінансовими ресурсами та технічною спроможністю. Не всі регулятори та суб'єкти ІФП можуть нести додаткові витрати та готові до потенційних операційних та репутаційних ризиків у випадку технологічних

[1] Last year's jump in global RegTech activity was driven by increased investment in cybersecurity. *The Regtech Analyst platform*. March 30, 2020. URL: https://regtechanalyst.com

[2] The Use of Supervisory and Regulatory Technology by Authorities and Regulated Institutions / Financial Stability Board. 9 October, 2020. 72 p. URL: https://www.fsb.org/2020/10/the-use-of-supervisory-and-regulatory-technology-by-authorities-and-regulated-institutions-market-developments-and-financial-stability-implications

[3] Regulating Alternative Finance: Results from a Global Regulator Survey / World Bank, Cambridge Centre for Alternative Finance. 2019. 83 p.

збоїв. Зростання доступних агрегованих даних через інструменти SupTech та RegTech вимагатиме розширеної інфраструктури для зберігання інформації.

По-друге, – недостатнім рівнем кваліфікації відповідних працівників. Для вирішення цієї проблеми як наглядовим органам, так і банкам, слід зосередити увагу на фінтех-грамотності та обізнаності (навчальних програмах для персоналу та вдосконалення його технічних та цифрових навичок) і взаємодії з фінтех-компаніями. Розвиток інноваційних хабів, акселераторів та регуляторних «пісочниць» міг би такій співпраці посприяти.

По-третє, – тим, що застосування технологій за наявності незмінних нормативних вимог використання даних містить юридичний ризик через порушення законів про конфіденційність. До того ж фінансові установи стикаються з відсутністю чіткої позиції регуляторів щодо рішень та стандартів фінтеху. І тому для розвитку SupTech та RegTech необхідне ухвалення законодавчих змін у сфері інноваційних фінансових технологій, що, у свою чергу, сприятиме фінансовій стабільності через нівелювання ризиків та невизначеності, пов'язаних з регуляторними та наглядовими технологіями.

Подібно до того, як FinTech змінює спосіб взаємодії суб'єктів фінансового ринку, так і застосування RegTech та SupTech трансформують економічні відносини між регуляторами та учасниками ринку. Разом із тим збільшення нормативно-правових актів та вимог до звітності фінансових установ підвищує попит на технології у сфері регулювання та нагляду.

Розвиток регулятивних та наглядових технологій відіграє вирішальну роль у зміні парадигми фінансового регулювання шляхом створення можливостей для: покращення моніторингу та аналізу нормативних актів; посилення кібербезпеки; більш своєчасного нагляду з боку контролюючих органів. Зокрема, RegTech посилює дотримання фінансовими установами нормативно-правових вимог та знижує їх навантаження, а саме: вартість та складність. Застосування SupTech сприяє покращенню нагляду завдяки підвищенню як прозорості та якості даних, так і послідовності у регуляторній звітності.

Регулятивні та наглядові технології є не лише елементом розвитку індустрії фінансових послуг в частині інноваційних фінансових продуктів та сервісів, ряд органів монетарної влади вже використовує RegTech та SupTech, у т. ч. регуляторні «пісочниці» та акселератори, з метою стимулювання інновацій через регульоване середовище. Водночас застосування RegTech та SupTech поки що притаманне в основному ІФП розвинених країн. Зарубіжний досвід засвідчує необхідність інвестування значних ресурсів для створення, технічного обслуговування й моніторингу

інноваційних продуктів та послуг. При цьому – через те, що низка «пісочниць» має загальну мету – стимулювання інновацій у фінансових технологіях, – оцінка результатів їх функціонування унеможливлюється.

З огляду на те, що поки підхід до створення вітчизняної регуляторної «пісочниці» не визначений, доцільною є активізація інноваційного хабу, оскільки НБУ в цьому напрямі вже було розпочато пілотний проєкт. Крім того, у той час як для створення інноваційного хабу або акселератора не потрібно додаткових юридичних повноважень, то для створення регуляторної «пісочниці» необхідне широке коло повноважень регулятора щодо надання обмежених дозволів її учасникам. Цей початковий етап допоможе сформувати техніко-економічне обґрунтування запуску в Україні регуляторної «пісочниці» до ухвалення змін в існуючій нормативно-правовій базі. У міру активізації роботи інноваційного хабу доцільно провести належну оцінку відповідності впроваджених проєктів встановленим цілям та їх вплив на індустрію фінансових послуг, а потім вже коригувати нормативну базу з урахуванням роботи нових фінтех-сервісів.

Підсумовуючи, слід зауважити, що індустрія фінансових послуг адаптується до умов «нової реальності» завдяки появі RegTech та SupTech, що створюють можливості для розроблення інноваційних підходів до регулювання за рахунок підвищення ефективності та безпеки та розширення сфери та методів нагляду. Впровадження органами монетарної влади SupTech повинно супроводжуватися одночасним використанням RegTech регульованими фінансовими установами.

3.5. Вербальні інтервенції органів монетарної влади як інструмент впливу на ринкові очікування фінансових посередників

Роль нетрадиційних інструментів органів монетарної влади в 1990-х зросла через необхідність подолання наслідків глобальних криз[1] та істотно модифікувалась і посилилась у процесі становлення «нової реальності»[2]. Кризові періоди показали, що центральні банки, які прагнуть впливати на очікування ринкових суб’єктів з метою досягнення заявлених цілей

[1] Зокрема, активізація вербальних інтервенцій центробанків спостерігалась у країнах, які обрали режим гнучкого валютного курсу (у 1990-х роках), впроваджували інфляційне таргетування (на початку 2000-х років). Також центробанки інтенсивно застосовували вербальні інтервенції у період світової фінансової кризи 2007–2009 рр. та європейської боргової кризи 2009 р.

[2] Монетарная власть в современном мире. Кто бросит вызов доллару? / под ред. В.П. Вишневского и Н.М. Шелудько. Киев: Академпериодика, 2017. 200 с.

(інфляційних, щодо безробіття, стимулювання економічної динаміки), потребують значно ефективнішого комунікаційного інструментарію. У результаті сьогодні багато центральних банків дедалі більше уваги стали приділяти своїй комунікаційній політиці.

В Україні останні два епізоди валютних криз (2008 р. та 2014 р.) однозначно довели, що Національний банк України потребує чіткої та структурованої комунікаційної стратегії для нівелювання ризику непередбачуваності та формування ринкових очікувань у періоди спекулятивних атак на гривню. В нинішніх обставинах проведення валютної лібералізації адекватні вербальні інтервенції могли би стати дієвим інструментом підвищення ефективності грошово-кредитної політики НБУ, передбачуваності його діяльності та формування правильних очікувань, що, у свою чергу, сприятиме зниженню надмірної волатильності валютного курсу та стабільності фінансового сектора національної економіки.

Транспарентність як передумова зміцнення довіри до центрального банку

Інформаційна відкритість центрального банку є «… найновішою тенденцією комунікації центральних банків із суспільством… надання інформації формалізує поведінку центрального банку та окреслює завдання на більш далеку перспективу». Результатом цієї «відкритості є здатність суспільства розуміти мотиви та дії центрального банку у сфері формування та реалізації валютної політики»[1]. Крім того, «центральний банк, який має високий ступінь довіри з боку суспільства, у більш короткі терміни усуває небажані ефекти економічних шоків, ніж банк з низькою довірою», а власне ступінь довіри «зростає як зі збільшенням інформаційної відкритості та транспарентності центрального банку, так і з підвищенням його незалежності»[2]. Важливість підтримки інституту довіри підтверджується тим, що ефективність норм, які «забезпечують взаємовигідну реалізацію інтересів суб'єктів господарювання», досягається у разі, коли є «згода між учасниками фінансового ринку. Саме довіра виступає як норма, що регулює взаємовідносини суб'єктів господарювання» та «сприяє передбачуваності поведінки контрагента та формуванню чітких очікувань щодо ситуації на ринку»[3].

---

[1] Береславська О.І. Валютна політика України: теорія та практика. Ірпінь: Нац. ун-т ДПС України, 2010. С. 257–258.
[2] Там само.
[3] Дідківська Т.В. Вплив інституту довіри на економічні відносини суб'єктів господарювання. *Український соціум.* 2011. № 1(36). С. 89.

«Тиху революцію» щодо відкритої інформаційної політики першою у 1994 р. розпочала Федеральна резервна система США з оприлюднення рішень Федерального комітету з операцій на відкритому ринку, хоча до цього підтримувала збереження таємниці операцій. Інші центральні банки у 2000-х роках також значно покращили політику щодо розкриття інформації. Зокрема, Резервний банк Нової Зеландії та Банк Англії вирішили докорінно покращити розкриття інформації, а найбільш транспарентними стали вважатися шведський Ріксбанк, Банк Канади та ЄЦБ[1] .

Комітет МВФ у контексті ініціатив щодо зміцнення стійкості міжнародної монетарної та фінансової системи, а також враховуючи наслідки азійської фінансової кризи, у 1999 р. оприлюднив «Кодекс належної практики із забезпечення прозорості грошово-кредитної та фінансової політики»[2], який ґрунтується на двох ключових принципах. По-перше, грошово-кредитна й фінансова політика є більш ефективними, якщо громадськість обізнана щодо їх мети та інструментів і якщо влада бере на себе зобов'язання щодо їх виконання. По-друге, центральні банки та фінансові агентства мають бути підзвітними суспільству, особливо в тій сфері, де монетарним органам надано високий ступінь автономії[3].

МВФ аргументував потребу в інформуванні громадськості щодо грошово-кредитної політики, обґрунтування її цілей, методів упровадження тим, що транспарентність фінансового та, зокрема, банківського сектора сприяє формуванню відповідних очікувань на основі розкриття інформації[4]. Крім того, зростання транспарентності є інструментом підвищення рівня довіри та гнучкості політики центрального банку. Одним з важливих інструментів досягнення незалежності центрального банку виступає саме комунікація.

До підвищення загальної відкритості центральні банки і фінансових посередників спонукають також найкращі практики «комплаєнс», що формуються під впливом процедур протидії відмиванню (легалізації) коштів, отриманих злочинним шляхом, та фінансуванню тероризму, а також впровадження Закону США про оподаткування іноземних рахунків

[1] Моисеев С. Секреты и публичность Банка России. *Republic*. 2009. 25 декабря. URL: https://republic.ru/posts/l/226785

[2] Іншим основоположним документом є Методичні матеріали Банку міжнародних розрахунків, опубліковані в 2009 р.

[3] IMF Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies. 1999. September 26. URL: https://www.imf.org/external/np/mae/mft/code/index.htm

[4] Transparency in Monetary and Financial Policies. *IMF Factsheet*. 2015. September. URL: https://www.imf.org/external/np/exr/facts/mtransp.htm

(ФАТКА)[1]. Ці чинники стали очевидною передумовою перегляду політики вербальних інтервенцій центральних банків світу.

У загальному вигляді під вербальними інтервенціями розуміють публічні висловлювання високопосадових осіб органів монетарної влади стосовно їх політики, що впливають на процентні ставки, коливання валютного курсу, вартість активів, стан економіки, очікування учасників ринку. М. Мусса розглядає вербальні інтервенції як сигнальний канал, який використовується для пояснення потенційної ефективності офіційних втручань центральних банків. Інтервенції надають нову інформацію стосовно проведення грошово-кредитної політики в майбутньому, що дає змогу економічним агентам коригувати свої очікування[2]. Д. Янсен, Я. Хаан визначають вербальну інтервенцію як альтернативу офіційному втручанню, а саме як стратегію словесного втручання центрального банку, що чинить вплив на рівень волатильності валютного курсу[3].

Обсяг та розмаїття комунікаційних каналів центральних банків відрізняється тривалістю, терміновістю та формами. Крім того, хоча всі центральні банки й публікують прогнози, межі та змінні цих прогнозів відрізняються[4]. Кожен із каналів вербальних інтервенцій характеризується особливостями свого змісту, призначенням (для конкретної аудиторії) і періодом застосування. Типовими інструментами вербальних інтервенцій є: заяви, прес-релізи, короткі повідомлення; прес-конференції та брифінги; протоколи та стенограми засідань центрального банку; виступи, інтерв'ю, статті; регулярні публікації стосовно стану економіки. Так само широкий спектр можливостей для проведення центральними банками вербальних інтервенцій надає Інтернету завдяки своїй оперативності, обсягу інформації та необмеженій аудиторії. Дані рис. 3.6 вказують на те, що більшість користувачів частіше відвідує офіційні сайти органів монетарної влади, ніж їх представництва у соціальних мережах.

Загалом, вербальні інтервенції важливі для країни з малою економікою, що розвивається, для якої характерні більш високі показники кореляції між валютним курсом, з одного боку, та інфляцією

---

[1] Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA). *User Guide*. No. D 13134. 74 p. URL: https://www.irs.gov/pub/irs-utl/froug.pdf

[2] Jansen D., Haan J. Were Verbal Efforts to Support the Euro Effective? A High-Frequency Analysis of ECB Statements. *DNB Working Papers*. 2005. April. 19 p. P. 4. URL: https://www.nbp.pl/konferencje/2june/jansen_dehaan.pdf

[3] Там само. P. 3.

[4] Kedan D., Stuart R. Central Bank Communications: A Comparative Study. *Quarterly Bulletin Articles, Central Bank of Ireland*. 2014. April. P. 89–104. P. 98. URL: https://www.centralbank.ie/docs/default-source/news-and-media/2014/april/april-03/central-bank-communications-a-comparative-study.pdf?sfvrsn=2

й доларизацією (фінансових) зобов'язань, – з іншого, як стверджують Г. Леон та О. Вільямс. Ці дослідники виявили: країни, що розвиваються, як правило, застосовують засоби впливу, коли їх валюти девальвують нижче за пороговий рівень, відповідно до політики «руху проти вітру», з метою згладжування валютного курсу або зміни тенденції, а інтервенції впливають лише на короткострокові коливання курсу[1].

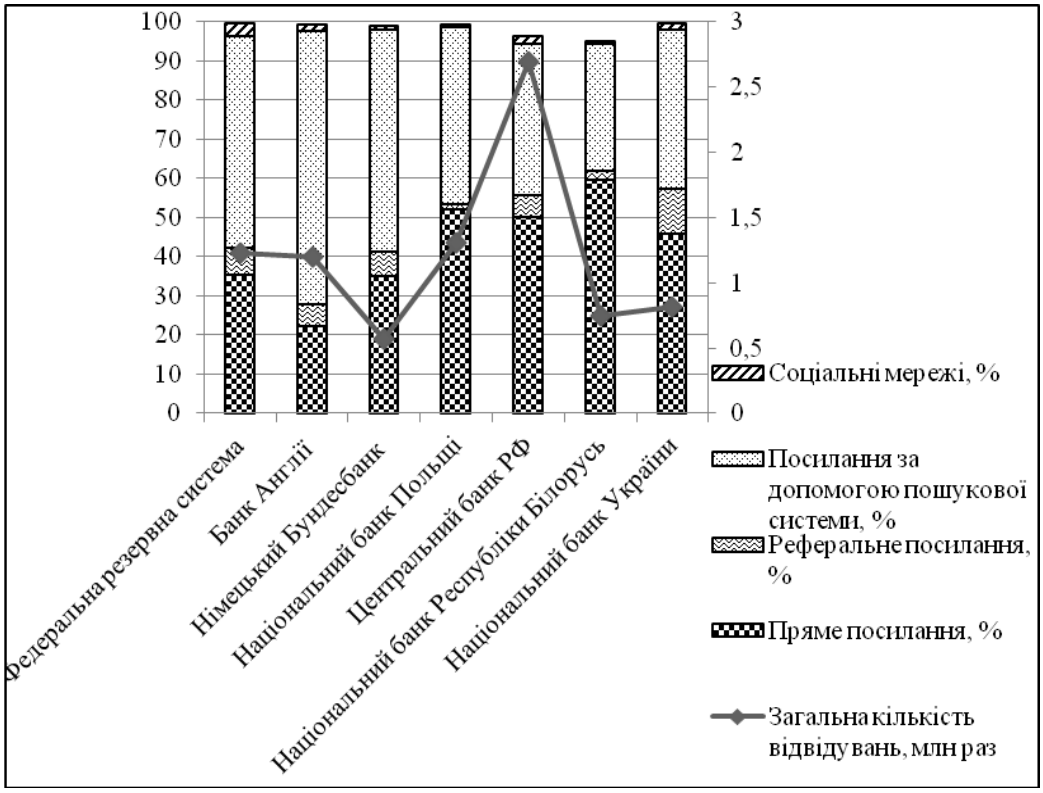

Рис. 3.6. Відвідуваність офіційних сторінок центральних банків окремих розвинених країн та країн, що розвиваються, станом на січень 2021 р.

Джерело: складено на основі[2].

Е. Мухлінскі, розробивши підхід, заснований на управлінні ризиками, за яким використання різних методів комунікації націлене на формування діалогу щодо методів прийняття рішень та монетарної політики, зауважує,

[1] Leon H., Williams O.H. Effectiveness of intervention in a small emerging market: An event study approach. *IMF, Applied Financial Economics*. 2012. Vol. 22. P. 1811–1820. URL: https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/09603107.2012.681024

[2] SimilarWeb. URL: https://www.similarweb.com

що центральний банк має спрямовувати зусилля на вирішення проблем, зокрема використовуючи вербальні інтервенції[1].

М. Мура та інші виділяють три канали вербальних інтервенцій, такі як: збалансованість портфеля; сигналізація, що базується на припущенні про більшу поінформованість центрального банку, ніж ринку, щодо ключових аспектів економіки; «шумова торгівля» (коли учасники валютного ринку підтримують валютні позиції відповідно до їхніх переконань). Дослідники зауважують про важливість оцінки впливу інтервенцій у країнах, що розвиваються, які мають менш ліквідні ринки і є більш уразливими до світових криз та різких змін у потоках капіталу. Водночас підкреслюється, що ефективність інтервенцій обмежена, інтервенції не завжди діють належним чином: із 21 проаналізованого випадку центральний банк переважно не міг визначити тенденцію валютного курсу[2].

За Л. Сарно і М. Тейлор офіційна вербальна інтервенція впливає на валютний курс, надаючи учасникам ринку нову актуальну інформацію, що змінює їх очікування або думку щодо ймовірних майбутніх дій монетарної влади[3]. М. Фратцшер припускає, що існує сильний одночасний ефект між валютним курсом і даними про вербальні інтервенції, але статистично цей ефект присутній не більше декількох днів. Більше того, М. Фратцшер довів довгострокову ефективність як вербальних інтервенцій, так і «фізичних» втручань органів монетарної влади США, Японії та країн єврозони завдяки своєму підходу «подія-дослідження»[4].

Л. Буркхард і А. Фішер стверджують, що комунікація є ефективним інструментом формування очікувань стосовно грошово-кредитної політики, коли процентні ставки близькі до нуля або йому дорівнюють.

---

[1] Muchlinski E. Central Banks and coded language. Risks and benefits. Palgrave Macmillan, May 2011. P. 1, 4, 224–225. URL: https://www.researchgate.net/publication/306094898_Central_Banks_and_Coded_Language_Risks_and_Benefits

[2] Moura M.L., Pereira F.R., Attuy G. de M. Currency wars in action: how foreign exchange interventions work in an emerging economy. *Insper working paper*. March 2013. No. 304/2013. 39 p. P. 4, 21. URL: https://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2013/06/2013_wpe304.pdf

[3] Sarno L., Taylor M. Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Is It Effective, and, If So, How Does It Work? *Journal of Economic Literature*. September 2001. No. 2690. 839–868 p. P. 844. URL: https://www.cass.city.ac.uk/__data/assets/pdf_file/0008/40697/sarno_taylor_jel.pdf

[4] Fratzscher M. How successful are exchange rate communication and interventions? Evidence from time-series and event-study approaches. *ECB working paper series.* September 2005. No. 528. 58 p. P. 29. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp528.pdf

У свою чергу реакція суб'єктів фінансового ринку залежить від деталей повідомлень, особливо їх своєчасності[1]. Д. Янсен і Де Хаан відзначають, що вербальна інтервенція може також ускладнити прогнозування рішень грошово-кредитної політики через дисперсії комунікації, оскільки посадовці центрального банку не завжди артикулюють послідовні думки: таким чином чиновники ЄЦБ часто дають суперечливі учасникам ринку сигнали[2].

Як довели М. Галардо та К. Герріері, комунікаційний шок впливає на очікування на фінансових ринках відносно короткострокових процентних ставок. Це є вагомим аргументом на користь важливості вербальної інтервенції для трансляції сигналу щодо проведення стимулюючої грошово-кредитної політики[3].

Як підкреслюють К. Енгель та К. Уест, з огляду на реакцію валютного курсу можна визначити, як центральний банк здійснює грошово-кредитну політику. Повідомлення про зростання або падіння індексів інфляції сприймаються як чітке керівництво щодо майбутнього росту чи зниження процентних ставок, а отже, призводить до ревальвації або девальвації євро. На противагу цьому комунікації щодо стану реальної економіки або грошових агрегатів не викликають в учасників ринку значної реакції. Крім заяв щодо майбутньої цінової динаміки, доречним виявляється лише комунікація щодо очікуваної зміни валютного курсу[4].

В одній із останніх робіт вітчизняних науковців[5] обґрунтовано важливість формування стійкого сприятливого інституційного середовища та врахування «ефекту колії» – на основі аналізу досвіду використання вербальних інтервецій в умовах глобальної фінансової нестабільності.

---

[1] Burkhardt L., Andreas F.M. Communicating Policy Options at the Zero Bound. *Swiss National Bank Working Papers.* October 2007. 37 p. P. 26. URL: https://www.snb.ch/n/mmr/reference/working_paper_2007_12/source/working_paper_2007_12.n.pdf

[2] Jansen D., Haan J. Look who's talking: ECB communication during the first years of EMU. *International Journal of Finance and Economics.* 2006. Vol. 11(3). P. 219–228. URL: https://www.cesifo-group.de/DocDL/cesifo1_wp1263.pdf

[3] Galardo M., Guerrieri C. The effects of central bank's verbal guidance: evidence from the ECB. *Temi di discussione (Economic working papers) of Bank of Italy.* July 2017. No. 1129. 69 p. URL: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/temi-discussione/2017/2017-1129/en_tema_1129.pdf

[4] Engel C., West K. D. Taylor Rules and the Deutschmark: Dollar Real Exchange Rate. *Journal of Money, Credit and Banking, Blackwell Publishing.* August. 2006. Vol. 38(5). P. 1175–1194. URL: https://pdfs.semanticscholar.org/170e/65dbae736d8bf83a6d762cb7fdec560853a6.pdf?_ga=2.237242434.37406963.1532676199-884260502.1532676199

[5] Монетарная власть в современном мире. Кто бросит вызов доллару? / под ред. В.П. Вишневского и Н.М. Шелудько. Киев: Академпериодика, 2017. 200 с.

Науковці наводять приклад США, де ФРС, з метою забезпечення довіри поряд із іншими монетарними інструментами, застосовує інструмент «інструкції до дії», який набув важливого інституційного значення при впливі на поведінку економічних суб'єктів у довгостроковій перспективі. Дослідники дійшли висновку, що саме дефіцит взаємної довіри (зокрема як в Україні), відсутність «строкової» перспективи щодо поведінки економічних агентів, несприятливе інституційне середовище – перебувають серед ключових причин фінансової нестабільності та викликів[1].

Як вже зазначалося, центральні банки істотно трансформували комунікацію протягом фінансової кризи 2008 р., що змусила ці банки змінити свої стратегії стосовно опублікування протоколів та прогнозів, а також підхід до надання рекомендацій.

На початку 2000-х Д. Янсен та Я. Хаан показали, що вербальні інтервенції ЄЦБ чинили незначний та короткостроковий вплив; усні виступи, про які повідомлялося в заголовках новин, були більш успішними, тоді як усні виступи в один день із публікацією макроекономічних даних – мали менший успіх[2].

До глобальної фінансової кризи, у 2007 р., М. Ерманн та М. Фратцшер виявили, що більш високий ступінь дисперсії комунікаційної політики (різниця між фактичними та очікуваними рішеннями) ФРС США, ЄЦБ і Банку Англії знизив передбачуваність їх рішень. Тобто ринки не реагували на заяви центральних банків про економічні перспективи[3].

К. Конрад та Майкл Дж. Ламла визначили, що комунікація ЄЦБ щодо майбутньої цінової динаміки є найбільш релевантною, тобто має високий ступінь відповідності інформаційним потребам учасників ринку. Несподіване посилення чи послаблення грошово-кредитної політики призводить до значної девальвації євро протягом перших 30 хвилин після прес-релізу. При цьому повідомлення щодо економічної активності та грошових агрегатів не призводять до значних коливань валютного курсу[4].

---

[1] Там само.

[2] Jansen D., Haan J. Were Verbal Efforts to Support the Euro Effective? A High-Frequency Analysis of ECB Statements. *DNB Working Papers*. 2005. April. 19 p. URL: https://www.nbp.pl/konferencje/2june/jansen_dehaan.pdf

[3] Ehrmann M., Fratzscher M. Communication by central bank committee members: Different strategies, same effectiveness. *Journal of Money, Credit, and Banking*. 2007. Vol. 39(2–3). P. 509–541. URL: https://link.springer.com/article/10.1007/s11558-008-9048-z

[4] Conrad C., Lamla M. J. The High-Frequency Response of the EUR-US Dollar Exchange Rate to ECB Monetary Policy Announcements. *KOF Working papers.* September. 2007. No. 07-174. 33 p. URL: https://ssrn.com/abstract=1016924

Де Хаан та інші на основі аналізу змісту заяв центральних банків єврозони показали, що непослідовна інформація про перспективи інфляції збігається з більшою невизначеністю щодо майбутніх рішень ЄЦБ про процентну ставку. Крім того, вчені встановили, що коли різні центральні банки передають інформацію, що не збігається, невизначеність майбутніх рішень учасників ринку зростає[1].

Фінансова криза 2008 р. загалом збільшила інтенсивність застосування вербальних інтервенцій центральних банків щодо фіскальної політики. Так, центральні банки стали частіше посилалися на фіскальну політику при характеристиці зовнішніх подій, що стосуються макроекономічних змін усередині країни або управління державним боргом[2]. Хоча центральні банки країн, що переживають кризу, частіше застосовують комунікаційні канали, проте й у некризових країнах активнішими стали повідомлення про впровадження макропруденційних заходів[3].

Сьогодні центральні банки розвинених країн регулярно застосовують вербальні інтервенції щодо цілей, макроекономічних умов, прогнозів ВВП й інфляції, а також обґрунтування рішень проведення нетрадиційної грошово-кредитної політики.

Комунікації ЄЦБ стосовно монетарних умов та інфляції були досить інтенсивними до середини 2005 р., але протягом фінансової кризи 2008 р. їх обсяг скоротився, проте знову збільшився починаючи з середини 2014 р., передусім під час програм кількісного пом’якшення.

Комунікації щодо економічної діяльності зросли в 1999–2007 рр., тоді як реакція ЄЦБ на відставання фактичного ВВП від потенційного залишалася незмінною з 2002 р. Частота застосування вербальних інтервенцій щодо зовнішньоекономічної діяльності та коливань валютного курсу була незначною (перш за все до кризи 2008 р.)[4].

---

[1] Haan J. The effect of ECB communication on interest rates: An assessment. *The Review of International Organizations, Springer.* December. 2008. Vol. *3*(4). P. 375–398 p. https://doi.org/10.1007/s11558-008-9048-z

[2] Allard J., Catenaro M., Vidal J P., Wolswijk G. Central bank communication on fiscal policy. *ECB Working paper series.* September. 2012. No. 1477. 31 p. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1477.pdf

[3] Blinder A., Ehrmann M., Haan J., Jansen D. Necessity as the mother of invention: monetary policy after the crisis. *ECB Working Paper Series.* April. 2017. No. 2047. 60 p. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2047.en.pdf?abe7bf104544fa3b8ba9be1bb85c6ef2

[4] Allard J., Catenaro M., Vidal J. P., Wolswijk G. Central bank communication on fiscal policy. *ECB Working paper series.* 2012. September. No. 1477. 31 p. P. 30. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1477.pdf

Комунікаційна політика Банку Англії щодо фінансової стабільності посилилася під час фінансової кризи 2008 р., а також у III кв. 2012 р. після запуску програми фінансування, спрямованої на підтримку кредитування. При цьому кількість вербальних інтервенцій щодо показників економічної діяльності була меншою під час кризи, та збільшилася після неї, відповідно до оголошення таргетування окремих показників. Разом із тим, у 2006–2009 рр. реакція на відставання фактичного ВВП від потенційного була більш сильною, а комунікації щодо показників економічної діяльності – практично відсутніми[1].

З 2012 р. вербальні інтервенції Банку Англії стали менш інтенсивними. Зокрема, грошово-кредитна політика у 2006–2007 рр., коли зростання світових цін на енергоносії призвело до високого інфляційного тиску, була значно жорсткою, а з 2012 р. – змінилася м'якою, відповідно й потреба у вербальних інтервенціях зменшилася. З 2009 р. Банк Англії прийняв рішення не реагувати на коливання валютного курсу, вважаючи їх переважно тимчасовими шоками, оскільки сильна реакція на волатильність на валютному ринку в 2006–2007 рр. могла бути інтерпретована як спроба зберегти конкурентоспроможність на зовнішніх ринках у період високих витрат на виробництво внаслідок зростання цін на нафту й подорожчання фунта стерлінгів проти долара США[2].

ФРС США у своїй комунікаційній політиці почергово змінює пріоритети між таргетуванням інфляції та зростанням економічної активності. Протягом перших десяти років правління А. Грінспена, голови ФРС США, вербальні інтервенції були головним чином спрямовані на інфляцію, а з 1998 р. – на підтримку економічної активності[3].

У 2000–2007 рр. ФРС США робила акцент вербальних інтервенцій на підтримку стабілізації темпів виробництва. Обсяг повідомлень про фінансові умови посилювався у середині 1997 р. та наприкінці 1998 р. – після дефолту російських боргових зобов'язань (у серпні 1998 р.), у середині 2002 р. – після аргентинської кризи, наприкінці 2008 р. – 2010 р. – після краху Леман Бразерс (Lehman Brothers), а кількість коментарів щодо зовнішніх подій з 2005 р. знизилася[4].

---

[1] Ernst E., Merola R. Central bank communication: A quantitative assessment *International labor office working paper*. August. 2018. No. 33. 23 p. P. 10. URL: https://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---dgreports/---inst/documents/publication/wcms_638328.pdf

[2] Там само. С. 11.

[3] Там само.

[4] Belongia M.; Ireland P. N. The evolution of U.S. monetary policy: 2000–2007. *NBER Working Papers*. September. 2016. No. 22693. 51 p. URL: https://www.nber.org/papers/w22693

Загалом рівень та наповненість комунікацій центрального банку з ринковими суб'єктами є важливим чинником довіри до його дій та рішень. Прозорість та підзвітність вербальних та невербальних інтервенцій органів монетарної влади щодо динаміки ринкових змінних, цілей та стратегії грошово-кредитної політики через комунікаційні канали, у т. ч. через звіти, прес-релізи та конференції, дозволяє досягати очікуваної реакції учасників ринку та зменшувати невизначеності. Саме тому більшість центральних банків постійно підвищує вимоги щодо підзвітності своєї діяльності.

В умовах «нової реальності» вербальні інтервенції стали невід'ємним елементом політики центральних банків, особливо в розвинених країнах. Значною мірою завдяки підвищенню транспарентності грошово-кредитної політики органам монетарної влади вдалося забезпечити дієвість нетрадиційного інструментарію монетарної політики.

Органи монетарної влади дедалі частіше використовують широкий набір вербальних інтервенцій як важіль грошово-кредитної політики, оскільки вербальна та традиційна монетарна політика можуть бути взаємозамінними інструментами. Вербальні інтервенції характеризуються гнучкістю реагування на мінливі економічні умови та геополітичні обставини. Хоча комунікаційна політика центральних банків розвинених країн, – таких як ФРС США, ЄЦБ або Банк Англії, – відрізняється через розміри та структуру економіки, цілі грошово-кредитної політики, геополітичні та інституційні особливості, загалом центральні органи монетарної влади світу проводять більш відкриту монетарну політику, засвоївши уроки фінансових криз минулих років, та через мережу каналів постійно озвучують зміни своєї політики та події, які можуть мати вплив на показники фінансового ринку, супроводжуючи їх відповідними коментарями, обґрунтуваннями та баченням; та спрямовують зусилля на розвиток комунікаційних стратегій та підвищення дієвості своїх повідомлень.

ВИСНОВКИ

1. Поняття (концепти) «нова нормальність» і «нова реальність» залишаються у науковому обігу неузвичаєними, адже сприймаються багатьма дослідниками як альтернатива усталеним концептуальним визначенням ортодоксальних підходів. Концепт «нова реальність» передає специфіку нових умов розвитку суспільно-економічного простору (на глобальному, регіональному, національному рівнях). Сутність «нової реальності» полягає не в актуалізації реальності як такої, а в появі та утвердженні в економіці та суспільстві «нової нормальності» – такого стану, за якого розвиток у попередній якості виявляється неможливий (або суттєво ускладнений), а нові характеристики трактуються не як відхилення від норми, а як звичний (усталений) стан (порядок).

2. «Нова реальність» зумовлена багатьма об'єктивними і суб'єктивними факторами, серед яких: незбалансованість попиту і пропозиції на фінансові ресурси та резервні активи, валютні диспропорції, флуктуації міжнародної фінансової ліквідності, високі суверенні ризики та зовнішні заборгованості країн-лідерів, значний тіньовий обіг капіталу, фінансові інновації на основі ІКТ та штучного інтелекту.

3. Сучасний етап фінансової глобалізації, базований на новітніх інформаційно-комунікаційних технологіях, являє собою складний різнорівневий процес із суперечливими інтересами суб'єктів ІФП, держав і регіонів світу. У процесі еволюції господарських систем із розвитком грошових та валютних відносин ІФП визначальною мірою забезпечила феномен фінансіалізації економіки. Диспропорційність глобального економічного розвитку є об'єктивною основою трансформації ІФП, що суттєвою мірою впливає на глобальні потоки капіталу, валютні ринки та регулятивні інститути.

4. ІФП посідає ключове місце в сучасній ринковій економіці, впливаючи на масштаби і динаміку господарської діяльності. Її роль зростала зі зміною технологічних укладів та циклів і стала визначальною в еволюції економічних відносин. Починаючи з індустріальної епохи відбуваються експансія ринкових засад, універсалізація економічних систем та формування світового фінансового ринку, який до середини минулого сторіччя мав статус другорядного порівняно з реальним сектором. На стадії транснаціоналізації капіталу в еволюції господарських систем ІФП набуває визначального значення. Індустрія фінансових послуг кожної країни взаємодіє із суб'єктами глобальної ІФП, що детермінується рівнем розвитку фінансової інфраструктури, а її якість визначає трансакційні та інформаційні витрати, пропорції між фінансовим та реальними секторами.

5. Суб'єктна складова ІФС має визначений і регламентований характер згідно з міжнародними нормами і правилами, національними законодавствами, системами макро- та мікропруденційного регулювання та нагляду. Основними суб'єктами ІФП є насамперед транснаціональні банки та їх групи, інвестиційні та страхові компанії, пенсійні фонди, міжнародні фінансові структури. Останніми роками стрімко зростаючий тиск на них чинять ІТ-платформи, що якісно трансформує глобальне конкурентне середовище. Глобальний перерозподіл фінансових ресурсів здійснюється переважно через світові фінансові центри, де зосереджена біржово-посередницька інфраструктура. Суб'єктна складова глобальної ІФП визначається сучасними процесами економічної глобалізації, суттєво відмінними від попереднього періоду масштабами і структурою фінансових потоків.

6. Зростання масштабів слаборегульованих фінансових потоків (офшорних, тіньових і віртуальних) обумовлює посилення дисбалансів на глобальних фінансових ринках. Принципово важливу роль відіграє становлення віртуального сегмента ІФП (інтернет-банки, інтернет-магазини, віртуальні офшорні зони, криптовалюти та відкриті децентралізовані платіжні системи, засновані на блокчейн-технології, тощо). Об'єктивною є науково-технологічна та інформаційно-організаційна зумовленість зародження мереж у структурі глобального фінансового ринку, що формуються через перехресне володіння акціями, борговими зобов'язаннями тощо і мають відмінні структурні композиції (випадкові, диверсифіковані та структуровані фінансові мережі).

7. Основними тенденціями розвитку ІФП за умов «нової реальності» є: зростання масштабів та поглиблення транснаціоналізації потоків капіталу, диверсифікація його форм; подальша сек'юритизація операцій на фінансових ринках із превалюванням деривативів, офшоризація і тінізація фінансових потоків, їх віртуалізація; інноватизація на основі інформаційних технологій ведення фінансового бізнесу; його універсалізація, стандартизація та уніфікація фінансових операцій; інституалізація регулятивних систем, міжнародна гармонізація принципів і правил фінансового посередництва.

8. Ключовими факторами нинішнього етапу трансформації індустрії фінансових послуг є регулятивні реформи (на національному та глобальному рівнях) та поширення інформаційно-технологічних та фінансових інновацій; встановлено, що глобальні тренди розвитку ІФП формуються в напрямі переміщення обсягів операцій із фінансовими інструментами на відкриті організовані (регульовані) ринки; визначено, що такі інновації, як ICO, краудфандинг, сек'юритизація токенів, онлайн-

платформи для торгівлі криптоактивами в перспективі можуть кардинально трансформувати традиційну інфраструктуру ІФП, особливо у сфері клірингу та розрахунків.

9. Регулятивні реформи на національних та глобальному рівнях разом із інформаційно-технологічними та фінансовими інноваціями суттєво впливають на розвиток ІФП. Жорсткі нормативні вимоги щодо фінансової стійкості та левериджу змусили комерційні банки відчутно зменшити свою активність на ринку цінних паперів, що зумовило зростання активів та розширення географії портфелів інвестиційних фондів. Одночасно активно розвиваються пасивні стратегії інвестування, підвищуючи попит на актуальну та різноманітну ринкову інформацію. Глобальні тренди формуються в руслі посилення стійкості світової фінансової архітектури, зокрема, шляхом переміщення максимальних обсягів операцій із фінансовими інструментами на відкриті організовані ринки, представлені, насамперед фондовими біржами, що перетворює останні на один із найважливіших учасників глобального ринку капіталу.

10. Із переходом від глобальної циклічності до глобальної економічної та політичної турбулентності розпочалися розробка і використання фундаментальних механізмів формування нової системи глобального регулювання ІФП і фінансових потоків, оскільки попередні національні та регіональні інструменти регулювання виявилися функціонально непродуктивними через їх секторальність, ліберальність, розмитість, вибірковість. Вплив глобального регулювання фінансових потоків за умов зростання конкуренції на глобальному ринку фінансових послуг є важливим фактором розвитку ІФП.

11. Попри наявне збереження докризового розподілу основних гравців на світовому ринку капіталів, оцінка їх потенціалу та супутніх тенденцій дає підстави очікувати можливого помітного перерозподілу ролей та ринкових часток у найближчі 5–10 років. Великі економіки, що одночасно є фінансовими центрами, швидше за все так само контролюватимуть абсолютну більшість світових потоків капіталу, проте вже у дещо менших відносних показниках. При цьому економічне значення інвестицій до таких країн зменшуватиметься з огляду на зберігальні та спекулятивні цілі цих потоків, а не інвестиційні. Інвестиційні ж потоки капіталу дедалі більше орієнтуватимуться на економіки, що розвиваються, з вагомим потенціалом подальшого зростання.

12. Складнопрогнозованими викликами для глобальної ІФП слід вважати подальше торговельне протистояння США та КНР, з огляду на те, що в ці країни надходить до 40% загального обсягу припливу ПІІ. Втрати цими країнами довіри інвесторів може знецінити 0,5 трлн дол. США

фінансових активів з відповідною ланцюговою реакцією. Ще одним викликом може стати ініціатива із обмеження діяльності офшорів, що також може викликати порушення балансу світових потоків капіталу із складнопередбачуваними наслідками у вигляді курсових коливань резервних валют та падіння вартості активів.

ЛІТЕРАТУРА

1. Гальчинський А.С. Економічна методологія. Логіка оновлення. Київ: АДЕФ-Україна, 2010. 572 с.
2. Зимовець В.В., Зубик С.П. Фінансове посередництво. Київ: КНЕУ, 2004. 288 с.
3. Manual on Statistics of International Trade in Services 2010 (MSITS 2010) / United Nations, Department of Economic and Social Affairs: Statistics Division. New York, 2011. URL: https://unstats.un.org/unsd/tradeserv/TFSITS/msits2010/docs/MSITS%202010%20M86%20(R)%20web.pdf
4. Allen F., Santomero A. What Do Financial Intermediaries Do? *Wharton School, Univ. of Pennsylvania Working Paper.* 1999. №99-30-B. 41 p.
5. Bhattacharya S., Thakor A. Contemporary Banking Theory. *Journal of Financial Intermediation.* 1993. Vol.3, № 1. P. 2–50.
6. Levine R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature.* 1997. Vol.XXXV, № 2. P. 688–726.
7. Боди З., Мертон Р. Финансы. Москва; СПб.; Киев: Вильямс, 2000. 592 с.
8. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. Москва: Перспектива, 1995. 532 с.
9. Allen F., Gale D. Comparative Financial Systems: A Survey. Wharton School, Univ. of Pennsylvania, 2001. 79 p.
10. Bossone B. Circuit theory of finance and the role of incentives in financial sector reform. *WPS* № 2026. Wash.: World Bank, 1998. 55 p.
11. Levine R. Bank-based or market-based financial systems: which is better? *NBER Working Paper.* 2002. № 9138. Cambridge, MA. 44 p.
12. El-Erian M. A New Normal. *Secular Outlook*. PIMCO, 2009. URL: http://www.pimco.com/
13. El-Erian M. Navigatson the New Normal in Industrial Countries. *Per Jacobsson Foundation Lecture*. 2010. URL: www.imf.org
14. El-Erian M. The End of the New Normal? Feb 2, 2016. URL: https://www.project-syndicate.org/commentary/the-end-of-the-new-normal-by-mohamed-a--el-erian-2016-02

15. «Нова реальність формується дуже швидко і майже одночасно в усьому світі». Виступ академіка НАН України Е.М. Лібанової (Інститут демографії та соціальних досліджень імені М.В. Птухи НАН України) на форумі «Creative Ukraine». URL:http://www.nas.gov.ua/

16. Шумпетер Й. Теория экономического развития: исследование предпринимательской прибыли, капитала, кредита, процента и цикла коньюнктуры. Москва: Прогресс, 1982. 455 с.

17. Білорус О.Г. Глобальна структурна криза та трансформації фінансової світ-системи. *Фінанси України*. 2014. № 4. С. 32–45.

18. Білорус О. Г. Гіперфінансиалізація світової економіки та її глобальні проблеми й наслідки. *Фінанси України*. 2014. № 12. С. 32–41.

19. Экономическая теория на пороге XXI века : Глобальная экономика / под ред. Ю.М. Осипова и др. Москва: Юрист, 2003. 992 с.

20. Кравчук Н. Дивергенція глобального розвитку. Київ: Знання, 2012. 782 с.

21. Шаров О.М. Глобалізація валютної системи. *Журнал європейської економіки.* 2007. Т. 6. № 4. С. 433.

22. Новые подходы к глобальному финансовому регулированию / под ред. Л.Худяковой. Москва: ИМЭМО РАН, 2015. 162 с.

23. Миркин Я.М. Регулирование глобальной финансовой сферы. *Глобальная перестройка* / под ред. А.А. Дынкина, Н.И. Ивановой; ИМЭМО РАН. Москва: Весь мир, 2014. С. 71–92.

24. Svirydzenka, K. Introducing a New Broad-based Index of Financial Development. *IMF Working Paper*. 2016. WP/16/5/. 42 p. URL: https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp1605.pdf

25. A decade after the global financial crisis: What has (and hasn't) changed? / McKinsey & Company. URL: https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/a-decade-after-the-global-financial-crisis-what-has-and-hasnt-changed

26. Financial globalization: Retreat or reset? McKinsey Global Institute. 2013. March. URL: https://www.mckinsey.com/Financial%20globalization/MGI_Financial_globalization_Full_report_Mar2013.pdf

27. ECB Occasional Paper Series. October 2016. No 180. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbop180.en.pdf

28. The new dynamics of financial globalization. McKinsey report. 2017. August. URL: https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/the-new-dynamics-of-financial-globalization

29. Brockmeijer J., Marston D., Ostry J. Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows. *IMF Working Paper*. March 2012. URL: http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/031612.pdf

30. Damgaard J., Elkjaer T., Johannesen N. The Rise of Phantom Investments. *Finance & Development*. September 2019. Vol. 56. № 3. URL: https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2019/09/the-rise-of-phantom-FDI-in-tax-havens-damgaard.htm

31. Офіційний сайт НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-otsiniv-obsyag-koshtiv-vitchiznyanogo-pohodjennya-yaki-nadiyshli-v-ukrayinu-yak-pryami-inozemni-investitsiyi-v-2010-2017-rokah

32. World Bank Debtor Report. 2020. URL: http://pubdocs.worldbank.org/en/727761579205652353/pdf/Debt-Report-2020-Edition-I.pdf

33. Global financial development report GLOBAL 2019/2020 / WB Group. P. 64.

34. The last pit stop? Time for bold late-cycle moves. McKinsey Global Banking Annual Review 2019. URL: https://www.mckinsey.com/McKinsey-Global-Banking-Annual-Review-2019-vF.pdf

35. Schueffel P. Taming the Beast: A Scientific Definition of Fintech. *Journal of Innovation Management*. 2016. № 4. P. 32–54.

36. Словарь терминов по финтеху. *Roomian.org*. 2017. URL: https: //www.roo mian.org/ how-to/slovar-terminov-po-fintech

37. McCormack E. The marriage of high tech and high finance. *Perspectives from The Economist Intelligence Unit (EIU)*. 2017. URL: https://perspectives.eiu.com/financial-services/future-finan-cial-services-transforming-industry/article/mar-riage- high-tech-and-high-finance

37. Keeley A., Pavlov-Rusinov A. Russian Financials. Who Innovates Wins: Lifting the Lid on Fintech in Russia / Sberbank CIB, Investment Research. October 2016. URL:

http://www.vostokemergingfinance.com/content/uploads/2017/05/Sberbank_Russian_Fintech.pdf

38. The Future of Fintech and Banking: Digitally disrupted or reimagined? *Accenture*. 2015. URL: https://capitalmarketsblog.accenture.com/wp-content/uploads/2015/04/Accenture-The-Future-of-Fintech-and-Banking.pdf

39. Blurred lines: How FinTech is shaping Financial Services. Global FinTech report / PricewaterhouseCoopers. March 2016. URL: https://www.pwc.de/de/newsletter/finanzdienstleistung/assets/insurance-inside-ausgabe-4-maerz-2016.pdf

40. Dans E. Welcome to Google Bank, Facebook Bank, Amazon Bank, and Apple Bank. URL: https://medium.com/enrique-dans/welcome-to-googlebank-facebook-bank-amazon-bank-and-apple-bank-c9c3955006d4#.7znym6tze

41. Hussey M. The banks of Google, Facebook and Amazon. URL: http://thenextweb.com/facebook/2016/05/05/banks-google-facebook-amazon/

42. Bansal S., Bruno Ph., Istace F., Niederkorn M. A mixed year for the global payments industry. September 2016. URL: https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/a-mixed-year-for-the-global-payments-industry

43. Arnold M. Five reasons why fintech has substance as well as hype. *Financial Times*. URL: https://www.ft.com/content/32ce4bfe-33a8-11e6-bda0-04585c31b153

44. Flamme M. Payments Industry Trends / PwC. 2015.

45. Карпусь В. Впервые количество активных пользователей мобильной версии «Приват24» превысило число пользователей веб-версии. *ITC.ua*. 15.02.2018. URL: https://itc.ua/news/vpervyie-kolichestvo-aktivnyih-polzovateley-mobilnoy-versii-privat24-prevyisilo-chislo-polzovateley-veb-versii/

46. Смарт-промисловість в епоху цифрової економіки: перспективи, напрями і механізми розвитку: монографія / [В.П. Вишневський, О.В. Вієцька, О.М. Гаркушенко та ін.]; за ред. акад. НАН України В.П. Вишневського; НАН України, Ін-т економіки пром-сті. Київ, 2018. 192 с.

47. Звєряков М. Глобалізація і деіндустріалізація: зміст, суперечності та способи їх розв'язання. *Економіка України*. 2017. № 11. С. 10–11.

48. Rey H. Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence. *National Bureau of Economic Research Working Papers*. 2015. № 21162.

49. Chen J., Mancini-Griffoli T., Sahay R. Spillovers from United States Monetary Policy on Emerging Markets: Different This Time? / International Monetary Fund. 2014. URL: http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14240.pdf

50. Брус С., Бублик Є. Політика кількісного пом'якшення в США та ЄС: особливості, ризики, перспективи. *Економіка України*. 2016. №. 2. С. 78.

51. Fratzcher M., Duca L., Straub R. On the International Spillovers of US Monetary Easing. *ECB Working Paper*. 2013. № 1557. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1557.pdf

52. External Sector Report / IMF. July 2019. Chapter 1.

53. Borallo F., Hernando I., Valles J. The Effects of US Unconventional Monetary Policies in Latin America. International Spillovers of Monetary Policy. *New Economic Papers*. 2016.

54. Головнин М. Внешние эффекты денежно-кредитной политики США. *Контуры глобальных трансформаций: политика, экономика, право.* 2018. Т. 11. №. 2. С. 89.

55. World Economic Outlook Database / IMF. October 2013.

56. Clark J. et al. Emerging market capital flows and US monetary policy. *International Finance*. 2020. Vol. 23, №. 1. P. 2–17.

57. Damgaard J., Elkjaer T., Johannesen N. The rise of phantom investments. *Finance & Development*. September 2019. Vol. 56, № 3.

58. Bhattarai S., Chatterjee A., Park W. US Monetary Policy Spillovers. *Hong Kong Institute for Monetary Research Working Paper*. July 2017. № 17.

59. Eichengreen B., Gupta P. Managing sudden stops / The World Bank. 2016.

60. Aizenman J., Binici M., Hutchison M. The Transmission of Federal Reserve Tapering News to Emerging Financial Markets. 2014, April 4.

61. Curcuru S., Kamin S., Li C., Rodriguez M. International Spillovers of Monetary Policy: Conventional Policy vs. Quantitative Easing. *Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers*. August 2018. № 1234.

62. Shapoval Y., Anufriieva K., Brus S., Bublyk Y. Communication as an instrument for enhancing trust in a central bank: the case of Ukraine. *Banks and Bank Systems*. 2019. № 14(2). P. 106–119.

63. Goczek Ł., Mycielska D. Actual monetary policy independence in a small open economy: the Polish perspective. *Empirical Economics*. 2019. Vol. 56. №. 2. С. 499–522.

64. Rey H. Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence. *National Bureau of Economic Research Working Papers*. 2015. № 21162.

65. Farhi E., Werning I. Dilemma not trilemma? Capital controls and exchange rates with volatile capital flows. *IMF Economic Review*. 2014. № 62. P. 569–605.

66. The transmission of unconventional monetary policy to the emerging markets. *BIS Papers*. August 2014. № 78.

67. Козюк В. Незалежність центральних банків у сировинних економіках. *Вісник Національного банку України*. 2016. №. 235. С. 6–25.

68. Dąbrowski M., Papież M., Śmiech S. Monetary Independence of Central and Eastern European Economies with Flexible Exchange Rate Regimes. *Eastern European Economics*. 2019. Т. 57. № 4. С. 295–316.

69. Виступ Голови Національного банку Я. Смолія під час прес-брифінгу щодо рішень монетарної політики / офіційний сайт НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/vistup-golovi-natsionalnogo-banku-yakova-smoliya-pid-chas-presbrifingu-schodo-rishen-z-monetarnoyi-politiki

70. Rajan R. Sands in Wheels of International Finance: Revisiting the Debate in Light of the East Asian Mayem. *Singapore Institute of Policy Studies Working Paper*. 1999. URL: https://econpapers.repec.org/paper/esswpaper/id_3a2686.htm

71. Ariyoshi A. et al. Capital controls: country experiences with their use and liberalization. P. 27–28.

72. World Investment Report 2018: Investment in new industrial policies / UNCTAD. United Nations, New York. URL: https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2018_en.pdf

73. Erten B., & Ocampo J.A. Macroeconomic effects of capital account regulations. *IMF Economic Review.* 2017. № 65(2). P. 193–240.

74. Two-Way Street: 2019 Update US-China Direct Investment Trends. Rhodium Groupe. URL: https://rhg.com/research/two-way-street-2019-update-us-china-direct-investment-trends

75. EC: National screening mechanism. URL: https://europa.eu/rapid/press-release_IP-19-2088_en.htm

76. Hagen J. Siedschlag I. Managing Capital Flows: Experiences from Central and Eastern Europe. *ADB Institute Discussion Paper*. 2008. № 103. URL: https://www.adb.org/sites/default/files/publication/156742/adbi-dp103.pdf

77. Коваль А. Прогрессивная либерализация движения капиталов: Кодекс ОЭСР. URL: https://oecd-russia.org/analytics/progressivnaya-liberalizatsiya-dvizheniya-kapitalov-kodeks-oesr.html

78. Saborowski C., Sanya S., Weisfeld H., Yepez J. Effectiveness of Capital Outflow Restrictions. *IMF Working Paper*. 2014. No. 14–18. 33 p.

79. Mohan R., Kapur M. Liberalization and Regulation of Capital Flows: Lessons for Emerging Market Economies. *ADBI Working Paper*. 2010. № 186. 45 p. P. 16.

80. Krugman P. An open letter to Prime Minister Mahathir. 1998. URL: http://web.mit.edu/krugman/www/mahathir.html

81. Сіденко В.Р. Важкі дилеми оновлення глобальної інституційної архітектоніки. *Економіка України*. 2017. №. 4. С. 3–21.

82. Kose M., Prasad E., Rogoff K., Wei S. Financial globalization: a reappraisal. *IMF Working Papers*. 2009. WP/06/189(1). P. 1–94.

83. Kawai M., Lamberte M., Takagi S. Managing capital flows: lessons from the recent experiences of emerging Asian economies. *Regulating global capital flows for long-run development*. 2012. 35 p.

84. Moghadam R. Recent Experiences in Managing Capital Inflows – Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework / International Monetary Fund. February 2011. URL: http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411a.pdf

85. Blanchard O., Hagan S., Towari S., Vinals J. The liberalization and management of capital flows: an institutional view / IMF. November, 2012. URL: https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf

86. IMF Survey: Evolution Not Revolution: Rethinking Policy at the IMF / IMF. June 2016. URL: https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sopol060216a

87. Bird M. The Hottest Idea in Finance: Capital Controls Are Good. *The Wall Street Journal*. Feb. 4, 2016. URL: https://www.wsj.com/articles/the-hottest-idea-in-finance-capital-controls-are-good-1454581800

88. IMF's Lagarde urges countries to control 'inevitable' capital outflows amid trade, rate risks. *Business News*. October 11, 2018. URL: https://www.reuters.com/article/us-imf-worldbank-lagarde-capital-outflow/imfs-lagarde-urges-countries-to-control-inevitable-capital-outflows-amid-trade-rate-risks-idUSKCN1ML0HG

89. Prates D., Paula L. F. Capital account regulation in Brazil: an assessment of the 2009-2013 period. *Brazilian Journal of Political Economy*. 2017. Т. 37. №. 1. P. 108–129. P. 124.

90. Financing A Global Green New Deal. Trade and Development Report / UNCTAD. 2019. URL: https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/tdr2019_en.pdf

91. Brockmeijer J., Marston D., Ostry J. Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows / IMF. 2012. URL: https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/031312.pdf

92. EC: National screening mechanism. URL: https://europa.eu/rapid/press-release_IP-19-2088_en.htm

93. CSR and Developing Countries: What scope for government action? *United Nations Sustainable Development Innovation Briefs*. 2007. Is. 1. URL: https://sustainabledevelopment.un.org

94. Investment Policy Framework for Sustainable Development / UNCTAD. 2015. URL: http://investmentpolicyhub.unctad.org/Upload/Documents/INVESTMENT%20POLICY%20 FRAMEWORK%202015%20WEB_VERSION.pdf

95. Концепт платформи інноваційних фінансових рішень НБУ («Регуляторна пісочниця»). 2020, липень. URL:

https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Finteh2025_pisochnycja.pdf ?v=4

96. The Use of Supervisory and Regulatory Technology by Authorities and Regulated Institutions / Financial Stability Board. 9 October, 2020. 72 p. URL: https://www.fsb.org/2020/10/the-use-of-supervisory-and-regulatory-technology-by-authorities-and-regulated-institutions-market-developments-and-financial-stability-implications

97. Castri S., Hohl S.,Kulenkampff A., Prenio J. The suptech generations. *FSI Insights on policy implementation*. October, 2019. No 19. 19 p. URL: https://www.bis.org/fsi/publ/insights19.htm.

There's a revolution coming: Embracing the challenge of RegTech 3.0 / KPMG UK. September, 2018. URL: https://home.kpmg/content/dam/kpmg/uk/pdf/2018/09/regtech-revolution-coming.pdf

101. Buckley R.P., Arner D.W., Zetzsche D.A. et al. The road to RegTech: the (astonishing) example of the European Union. *Journal of Banking Regulation*. 2020. Is. 21. P. 26–36. URL: https://doi.org/10.1057/s41261-019-00104-1

102. The Pulse of Fintech H2 2019 / KPMG UK. February, 2020. URL: https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2020/02/pulse-of-fintech-h2-2019.pdf

103. Last year's jump in global RegTech activity was driven by increased investment in cybersecurity. *The Regtech Analyst platform*. March 30, 2020. URL: https://regtechanalyst.com

104. RegTech investment in H1 2020 defies expectations with growth in funding despite economic uncertainty. *The Regtech Analyst platform*. July 08, 2020. URL: http://member.regtechanalyst.com/regtech-investment-in-h1-2020-defies-expectations-with-growth-in-funding-despite-economic-uncertainty

107. Regulating Alternative Finance: Results from a Global Regulator Survey. World Bank, Cambridge Centre for Alternative Finance, 2019. 83 p.

108. Монетарная власть в современном мире. Кто бросит вызов доллару? / под ред. В.П. Вишневского и Н.М. Шелудько. Киев: Академпериодика, 2017. 200 с.

109. Береславська О.І. Валютна політика України: теорія та практика: монографія. Ірпінь: Нац. ун-т ДПС України, 2010. 330 с.

110. Дідківська Т.В. Вплив інституту довіри на економічні відносини суб'єктів господарювання. *Український соціум.* 2011. № 1(36). С. 85–90.

111. Моисеев С. Секреты и публичность Банка России. *Republic*. 2009. 25 декабря. URL: https://republic.ru/posts/l/226785

112. Communication of monetary policy decisions by central banks: what is revealed and why: Monetary and Economic Department. *BIS Papers.* May 2009. No. 47. 38 p. URL: https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap47.pdf?noframes=1

113. IMF Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies. 1999. September 26. URL: https://www.imf.org/external/np/mae/mft/code/index.htm

114. Transparency in Monetary and Financial Policies. *IMF Factsheet*. September 2015. URL: https://www.imf.org/external/np/exr/facts/mtransp.htm

115. Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA). *User Guide*. No. D 13134. 74 p. URL: https://www.irs.gov/pub/irs-utl/froug.pdf

116. Jansen D., Haan J. Were Verbal Efforts to Support the Euro Effective? A High-Frequency Analysis of ECB Statements. *DNB Working Papers*. April 2005. 19 p. URL: https://www.nbp.pl/konferencje/2june/jansen_dehaan.pdf

117. Kedan D., Stuart R. Central Bank Communications: A Comparative Study. *Central Bank of Ireland Quarterly Bulletin Articles*. 2014. April. 89. 104 p. P. 98. URL: https://www.centralbank.ie/docs/default-source/news-and-media/2014/april/april-03/central-bank-communications-a-comparative-study.pdf?sfvrsn=2

118. Leon H., Williams O.H. Effectiveness of intervention in a small emerging market: An event study approach. *Applied Financial Economics /* IMF. 2012. Vol. 22. 1811–1820 p. URL: https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/09603107.2012.681024

119. SimilarWeb. URL: https://www.similarweb.com

120. Muchlinski E. Central Banks and coded language. Risks and benefits. Palgrave Macmillan, May 2011. P. 1, 4, 224–225. URL: https://www.researchgate.net/publication/306094898_Central_Banks_and_Coded_Language_Risks_and_Benefits

121. Moura M.L., Pereira F.R., Attuy G. de M. Currency wars in action: how foreign exchange interventions work in an emerging economy. *Insper working paper*. March 2013. No. 304/2013. 39 p. URL: https://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2013/06/2013_wpe304.pdf

122. Sarno L., Taylor M. Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Is It Effective, and, If So, How Does It Work? *Journal of Economic Literature*. September 2001. No. 2690. P. 839–868. P. 844. URL: https://www.cass.city.ac.uk/__data/assets/pdf_file/0008/40697/sarno_taylor_jel.pdf

123. Fratzscher M. How successful are exchange rate communication and interventions? Evidence from time-series and event-study approaches. *ECB working paper series.* September 2005. No. 528. 58 p. P. 29. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp528.pdf

124. Burkhardt L., Andreas F. M. Communicating Policy Options at the Zero Bound. *Swiss National Bank Working Papers*. October 2007. 37 p. URL: https://www.snb.ch/n/mmr/reference/working_paper_2007_12/source/working_paper_2007_12.n.pdf

125. Jansen D., Haan J. Look who's talking: ECB communication during the first years of EMU. *International Journal of Finance and Economics.* 2006. Vol. 11(3). P. 219–228. URL: https://www.cesifo-group.de/DocDL/cesifo1_wp1263.pdf

126. Galardo M., Guerrieri C. The effects of central bank's verbal guidance: evidence from the ECB. *Temi di discussione (Economic working papers) of Bank of Italy*. July 2017. No. 1129. 69 p. URL: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/temi-discussione/2017/2017-1129/en_tema_1129.pdf

127. Engel C., West K. D. Taylor Rules and the Deutschmark: Dollar Real Exchange Rate. *Journal of Money, Credit and Banking, Blackwell Publishing.* August 2006. Vol. 38(5). P. 1175–1194. URL: https://pdfs.semanticscholar.org/170e/65dbae736d8bf83a6d762cb7fdec560853a6.pdf?_ga=2.237242434.37406963.1532676199-884260502.1532676199

128. Conrad C., Lamla, M. J. The High-Frequency Response of the EUR-US Dollar Exchange Rate to ECB Monetary Policy Announcements. *KOF*

Working papers. September 2007. No. 07-174. 33 p. URL: https://ssrn.com/abstract=1016924

129. Haan J. The effect of ECB communication on interest rates: An assessment. *The Review of International Organizations, Springer*. December 2008. Vol. 3(4), 375–398 p. https://doi.org/10.1007/s11558-008-9048-z

130. Allard J., Catenaro M., Vidal J. P., Wolswijk G.. Central bank communication on fiscal policy. *ECB Working paper series*. September 2012. No. 1477. 31 p. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1477.pdf

131. Blinder A., Ehrmann M., Haan J., Jansen, D. Necessity as the mother of invention: monetary policy after the crisis. *ECB Working Paper Series*. April 2017. No. 2047. 60 p. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2047.en.pdf?abe7bf104544fa3b8ba9be1bb85c6ef2

132. Ernst E., Merola R. Central bank communication: A quantitative assessment *International labor office working paper*. August 2018. No. 33. 23 p. URL: https://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---dgreports/---inst/documents/publication/wcms_638328.pdf

133. Belongia M.; Ireland P. N. The evolution of U.S. monetary policy: 2000 – 2007. *NBER Working Papers*. September 2016. No. 22693. 51 p. URL: https://www.nber.org/papers/w22693

Наукове видання

Шелудько Наталія Михайлівна
Ґрубер Катерина Валеріївна
Брус Світлана Іванівна
Бублик Євген Олександрович
Ш Андрій Ігорович
Шаповал Юлія Ігорівна

Індустрія фінансових послуг в умовах «нової реальності»

Монографія

За редакцією д-ра екон. наук Н.М. Шелудько

Упорядкування та організація матеріалу: *А.І. Разінькова*
Редактор *І.І. Бажал*
Оригінал-макет *С.В.Чимбай*

Підписано у світ 26.11. 2021 р.
Об'єм даних 3,02 Мб

ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»
вул. Панаса Мирного, 26, м. Київ, 01011
тел. (044) 254-20-36, факс (044) 280-88-69
E-mail: eip@ief.org.ua