

Вісник Інституту економіки та прогнозування

Науковий журнал
Заснований Інститутом економіки
та прогнозування НАН України
у серпні 2000 року
2014

З М І С Т

Артьомова Т.І. Некомерційна сфера економіки як середовище становлення інститутів розвитку	3
Яременко О.Л. Вплив кредитної експансії на рівновагу на глобальних фінансових ринках (рос. мовою)	9
Бублик Є.О. Підвищення ролі міжбанківського кредитування як інструмент забезпечення стабілізації банківської системи України	13
Бурлай Т.В. Система виявлення і коригування макроекономічних дисбалансів Євросоюзу та її адаптація до умов України	17
Данилова К.І. Проблеми регулювання нестабільності платіжного балансу країни: сучасний дискурс та невирішені питання	24
Корнівська В.О. Трансформації в системі регулювання європейського фінансового ринку в контексті глобального контркризового реформування	35
Кричевська Т.О. Пріоритети та інструменти грошово-кредитної політики в сучасних умовах	44
Подлесна В.Г. Щільність економічного простору-часу в соціально-економічних циклах суспільного відтворення (рос. мовою)	50
Прозоров Ю.В., Прозоров Х.Х. Трансформація режимів пруденційного нагляду в процесі еволюції регулювання банківського сектора (рос. мовою)	59
Савицький С.В. Перспективи банківського інвестування на фондовому ринку України	74
Шкляр А.І. Вплив програми “кількісного пом’якшення” на ринки, що розвиваються: деякі висновки для України	80
Брус С.І. Ринок рейтингових послуг в Україні: реалії і вектори розвитку	84

*В Інституті економіки та прогнозування НАН України
відбулася наукова конференція
"Економічна соціодинаміка і сучасні ринкові трансформації".*

*У цьому номері журналу представлені матеріали виступів та тези доповідей
учасників конференції (в авторському варіанті).*

УДК 330.334

Артёмова Т.І.

*д-р екон. наук
Інститут економіки та прогнозування НАН України (м. Київ)*

**НЕКОМЕРЦІЙНА СФЕРА ЕКОНОМІКИ ЯК СЕРЕДОВИЩЕ
СТАНОВЛЕННЯ ІНСТИТУТІВ РОЗВИТКУ:
СВІТОВИЙ ДОСВІД І РЕАЛІЇ УКРАЇНИ**

Реформування соціальної політики в Україні в умовах сповільнення економічної динаміки стає невідкладним завданням, незадовільне виконання якого здатне призвести до поглиблення кризових явищ через подальше зростання недовіри суспільства до держави, посилення соціальної пасивності, патерналізму та інших негативних соціальних настроїв. В умовах, коли джерела швидкого екстенсивного зростання, які могли б бути підґрунтям позитивної динаміки соціальної сфери у докризові роки, вичерпані, єдиний спосіб виходу України на траєкторію стійкого розвитку – це рішучі та всеосяжні реформи, спрямовані на підвищення добробуту населення й поліпшення якості людського капіталу. У контексті зазначеного важливим уявляється *з'ясування змісту та особливостей функціонування некомерційної сфери економіки як середовища відтворення людини та сфери розвитку економіки на засадах добровільності*. Крім того, стимулювання некомерційної діяльності є необхідною складовою просування України в напрямі світової інтеграції через наближення до європейських стандартів суспільного життя.

У найзагальнішому сенсі *некомерційна організація (партнерство)* – це організація, яка не має за основну мету своєї діяльності одержання прибутку та не розподіляє отриманий прибуток між учасниками. Некомерційні організації створюються для задоволення соціальних, культурних, духовних, освітніх, наукових та управлінських потреб, у галузі охорони здоров'я, фізичної культури й спорту, захисту прав і законних свобод громадян та організацій, для вирішення спорів і конфліктів, надання юридичної допомоги та інших через вироблення та надання суспільних благ переважно на основі благодійності. Некомерційні організації мають право займатися підприємницькою діяльністю тоді, коли ця діяльність пов'язана з досягненням цілей організації.

Некомерційні (неприбуткові) організації утворюють так званий "третій сектор" економіки – поряд з державним (органи державної влади всіх рівнів, а також підприємства, установи та організації бюджетної сфери) і комерційним секторами. У строгому розумінні *"третій сектор" економіки (громадянського суспільства)* є недержавним (неурядовим); відносно незалежним від держави та бізнесу; сферою добровільної активності; філантропічним (благодійним) за своєю природою, бо значну його частку утворюють благодійні організації.

Вважається, що некомерційні організації більш відповідально і якісно здатні виконувати соціальні та суспільні функції у порівнянні з державними структурами, оскільки ними безпосередньо керують їх члени і лише в рамках основної мети конкретної організації. Серед некомерційних організацій у цьому зв'язку виділяється особлива група *неурядових організацій*, які виконують функції регулювання соціально-економічної сфери, не звертаючись по допомогу до державних органів. *Типовими видами некомерційних організацій* є організація (автономна, неурядова, громадська, релігійна тощо), партнерство, асоціація, установа (у тому числі державна), товариство, громадське об'єднання, громадський рух, союз, фонд, громада, компанія (корпорація; автономне, бюджетне, казенне підприємство), природний парк (заповідник), кондомініум (товариство), кооператив, адвокатське формування (колегія, бюро, юридична консультація), торгово-промислова палата, інші форми.

Як видно, *некомерційні організації можуть набирати найрізноманітніші конфігурації* – практично весь спектр відомих форм господарської діяльності. При цьому ініціатори некомерційного руху зазвичай схильні до формулювання своєї місії з тим, щоб посылати сигнали потенційним стейкхолдерам – благодійникам, клієнтам, співробітникам або волонтерам. У ряді країн близько тре-

тини дорослого населення залучено до неоплачуваної роботи в некомерційних організаціях. Багато хто з оплачуваних співробітників погоджується на заробітну плату нижчу за альтернативні витрати, оскільки для них є близькими цілі і зміст діяльності (місія) організації; для інших заробіток тут є максимально можливим. Проте скрізь, де законодавчо передбачені умови функціонування некомерційних організацій, існують і зловживання. Отже, сигнали економічно невмотивованих починань можуть викликати довіру в суспільстві, якщо організація не просто заявляє про такі мотиви, а здатна переконливо демонструвати реалізацію своєї місії на практиці. У цьому полягає основний сенс обмеження правоздатності, яке відрізняє некомерційні організації від комерційних.

Некомерційним організаціям (НКО) властиві *дві принципи особливості*:

- усвідомлення й чітке формулювання місії, яка обмежує диверсифікацію напрямів і способів діяльності;
- заборона на розподіл прибутку (non-distribution-constraint – NDC).

Некомерційна організація може бути й прибутковою, тобто отримувати свій дохід від підприємницької діяльності, але за умови, що прибуток (дохід) використовується на забезпечення основної (статутної) діяльності, пов'язаної з реалізацією місії організації та – у встановлених розмірах – на заробітну плату штатних працівників. Заборона на розподіл прибутку тим самим гарантує, що для найбільш впливових стейкхолдерів організації пріоритетом є сам зміст її діяльності, а не дохід, який можна виручити від продажу вироблених благ. Отже, *правове оформлення “заборони на прибуток” (NDC) має фокусуватися не стільки на грошових потоках як таких, скільки на ідентифікації контролюючих стейкхолдерів та запобіганні привласнення ними економічно значущих результатів організації*.

Особливості некомерційних організацій визначаються не їх галузевою приналежністю, а характе-

ром взаємодії стейкхолдерів. Проте правове регулювання діяльності НКО головним чином стосується стимулювання діяльності організацій освіти, охорони здоров'я, науки, культури тощо, що лише частково є виправданим через наявність суттєвих зовнішніх ефектів, що формуються у цих галузях. Правилком є те, що некомерційні організації не повинні мати переваг перед комерційними в межах однієї галузі або у суміжних галузях з тим, щоб не обмежувати конкуренцію. У цьому зв'язку *сенс існування (виживання) НКО в економіці вимагає пояснення і осмислення, бо заборона на прибуток послаблює традиційні економічні стимули, що загрожують неконкурентоспроможністю. Вибір на користь НКО є обґрунтованим у разі, якщо він відкриває доступ до додаткових ресурсів та/або мотивацій*. Обмеження, що накладаються на некомерційну організацію, обертаються перевагами збільшення довіри до неї і до її діяльності.

У цьому зв'язку прозорість узятих організацією зобов'язань, а також і змісту всієї її діяльності є принципово важливим моментом. Законодавче обмеження економічних мотивів дозволяє виявити організації, які готові стримувати свою реакцію на ринкові сигнали заради прозорості заявлених пріоритетів. Відповідно закон може зобов'язати некомерційні організації публікувати докладні звіти й розкривати інформацію, яка в іншому разі становила б комерційну таємницю. Причому *законодавче обмеження має перевагу перед самообмеженням організації через внутрішні правила й норми*. Самообмеження, пов'язані з соціальною відкритістю й соціальною відповідальністю, сьогодні намагаються накладати на себе й комерційні підприємства; проте виконання таких норм (що, за інших рівних умов, підвищує достовірність ринкових сигналів) стороннім агентам (у тому числі державі) перевірити досить важко. Крім того, довіра до окремо взятої некомерційної організації значною мірою є похідною від репутації “третього сектора” національної економіки в цілому.

Таблиця 1

Міжнародна класифікація некомерційних організацій

Укрупнене угруповання	Сфера діяльності
Культура та дозвілля	Культура, мистецтво, спорт, дозвілля, соціальні клуби
Освіта та наукові дослідження	Початкова, середня, вища освіта, інші форми освіти. Наукові дослідження
Охорона здоров'я	Лікарні, реабілітаційні центри, будинки для престарілих, психіатричні клініки, установи екстреної медичної допомоги, інші установи
Соціальна допомога	Соціальні служби, допомога в надзвичайних ситуаціях, підтримка людей з низькими доходами
Навколишнє середовище	Охорона навколишнього середовища
Сфера економічного розвитку і житлового господарства	Соціально-економічний розвиток, розвиток місцевих громад, житлові проблеми, зайнятість і тренінги
Юридичні та політичні послуги	Цивільні та правозахисні організації, юридичні служби, політичні організації
Пожертвування і волонтерство	Всі сфери
Міжнародні відносини	Всі сфери
Релігійна сфера	Сфера духовного розвитку, релігійні громади
Професійні організації	Професійні та бізнес-асоціації, професійні спілки
Інші сфери	Інші сфери діяльності

Джерело: Израелян Е.В. Некоммерческий сектор в зеркале статистики: международный и канадский опыт / Е.В. Израелян // США – Канада: ЭПК. – 2008. – № 6. – С. 116.

Репутація стає критично важливим фактором розширення “третього сектора”; це важливо враховувати сьогодні на пострадянському економічному просторі. Довіра до новоствореної організації не виникне автоматично – лише через її подібність до організацій, які раніше виправдовували очікування стейкхолдерів. У цьому зв'язку законодавче обмеження видів діяльності організації і заборона на прибуток сприятиме зниженню для неї бар'єрів входу на специфічні ринки пожертвувань грошей і часу. Важливою є ефективність несення тягаря таких обмежень, а те, наскільки вони здатні окупитися через позитивний відгук потенційних стейкхолдерів, залежить від зрілості громадянського суспільства й вибору адекватної моделі законодавства. Таким чином, розширення сфери некомерційної діяльності й зміцнення позицій громадянського суспільства є взаємопов'язаними й взаємно підсилюючими феноменами національної економіки. Дійсно, некомерційний сектор відповідно до своєї місії формує певний “серединний” шлях суспільного розвитку – між “чистим” ринком і “тотальним” одержавленням. Цей шлях в ідеалі позбавлений граничних негативних ознак традиційних секторів – кланової бюрократизації державного апарату і нестриманого комерційного інтересу приватного сектора. Крім того, державні послуги, як правило, є уніфікованими, вони орієнтовані на усередненого (медіанного) споживача (виборця); послуги приватного сектора – на задоволення платоспроможного попиту. Отже, “нетипові” споживачі – конкретні люди – не отримують адекватного задоволення власних (іноді першорядних) потреб. Надаючи пільги некомерційним організаціям, демократична держава долає недоліки уніфікації, масовості й недоступності пропонованих благ заохоченням до розмаїття й альтруїзму.

Однак інститут некомерційної організації не можна розглядати як панацею у ситуації провалів ринку й держави, тому що поряд з ними існують і “провали добровільності” (voluntary failures). На думку фахівців, останні пов'язані, зокрема, з меншими (порівняно з державою) здібностями “третього сектора” до мобілізації ресурсів і меншою (у порівнянні з приватним сектором) зацікавленістю в економії коштів, а також з більшою (порівняно з тим та іншим) вибірковістю дій – тобто з неготовністю стабільно й високо професійно реагувати на масовий суспільний запит¹. Отже, некомерційні організації доцільно розглядати не як “останній притулок” для вирішення суспільних проблем, а як партнерів, консультантів або опонентів бізнесу й держави, які в ряді сфер виконують роль піонерів або, навпаки, хранителів традицій. Основною порівняльною перевагою НКО є їх здатність до заповнювання інституційних порожнеч через реалізацію конкретних місій за рахунок джерел солідарності, альтруїзму, благодійності.

¹ *Якобсон Л.* Экономический образ мысли и законодательство о некоммерческих организациях / Л.Якобсон // Вопросы экономики. – 2012. – № 8. – С. 53.

Економічний ефект від альтруїзму й солідарності є особливо значним у разі утруднення й дорожчезі моніторингу щодо кількості, якості та результативності господарської діяльності. Саме таким він є у сфері “виробництва людини” в цілому і, зокрема, при догляді за дітьми, хворими та людьми похилого віку, при організованому представництві інтересів, у галузі освіти, охорони здоров'я, культури, мистецтва, фундаментальних наукових досліджень тощо. Риси характеру й особистісні схильності зайнятих в НКО в цих сферах дозволяють підтримувати не тільки витрати на їхню оплату на межі, нижчій за альтернативні витрати, а й економити на контролюючих заходах. Завдяки сигнальній функції NDC феномен ентузіазму кумулятивно зростає подібно до процесу накопичення капіталу.

Сектор некомерційних організацій, як було показано, є досить різномірним і потребує докладання значних зусиль для системного дослідження закономірностей його функціонування. Доцільно розмежовувати “третій сектор” економіки в широкому (сфера “виробництва людини” в цілому) і у вузькому (сукупність некомерційних недержавних небюджетних організацій) розумінні. Надійної загальноприйнятої методики щодо оцінки економічної ефективності зазначеного сектора сьогодні не існує. Особливо значущою проблемою є брак оцінки показників господарської діяльності організацій “третього сектора” економіки у вузькому розумінні. До останнього часу громадські організації були практично непомітними на тлі загальноекономічної діяльності. Розробку адекватної системної методики на основі порівняльного аналізу було ініційовано Університетом Джона Хопкінса на початку 1990-х років. До сфери науково-практичного експерименту було залучено 13 країн (8 – з розвиненими ринками та 5 – з ринками, що розвиваються), а сьогодні оцінка діяльності НКО за розробленою методикою здійснюється у 36 країнах світу. Відповідно до розробленої методики, некомерційна організація ідентифікується за п'ятьма ознаками – як²:

- інституційно оформлена структура;
- автономне утворення (що не виключає можливостей державного фінансування його діяльності);
- така, що реалізує принцип заборони розподілу одержуваного прибутку серед своїх засновників, керівників та членів;
- самоврядна структура;
- така, що спирається переважно на добровільні пожертвування і волонтерську працю.

Ідентифікація НКО дозволила здійснити їхню класифікацію (табл. 1) й порівняльний соціально-економічний аналіз з урахуванням таких показників, як вид діяльності, обсяг зайнятості, джерела доходів, рівень видатків. У структурі доходів некомерційних організацій було виділено три групи коштів:

² *Израйлян Е.В.* Некоммерческий сектор в зеркале статистики: международный и канадский опыт / Е.В. Израйлян // США – Канада: ЭПК. – 2008. – № 6. – С. 115.

- зароблені кошти (оплата за надані послуги, членські внески, доходи від інвестицій);
- пожертвування (індивідуальні та корпоративні);
- державне фінансування (всі види державних асигнувань).

Протягом експерименту було висунуто пропозицію щодо запровадження допоміжного рахунку для некомерційних організацій (*Satellite Account for NPIs*) у системі національних рахунків. До того часу діяльність НКО враховувалася в останньому (п'ятому) секторі СНР як організацій, що не контролюються державою, які не отримують значного державного фінансування та надають неринкові послуги домогосподарствам безоплатно або за повільну плату – тобто в значно обмеженому вигляді³.

Результатом здійсненої масштабної роботи стало поліпшення процедур обліку результатів діяльності НКО за допомогою:

- обліку в системі національних рахунків безоплатної праці волонтерів;
- включення до звітності вартості неринкового продукту, що виробляється ринковими НКО (у сфері охорони здоров'я, освіти, науки, культури тощо);
- розширення кола відомостей про державну підтримку “третього сектора” на основі прямого (гранти, соціальні замовлення, інші форми) і непрямого (податкові пільги та ін.) фінансування.

Проведена робота мала широкий резонанс; ініціативу про допоміжний рахунок для НКО було взято на озброєння Статистичною службою Європейського Союзу, Відділом статистики ОЕСР, упроваджено у восьми країнах (США, Канаді, Австралії, Бельгії, Франції, Чеській Республіці, Японії, Новій Зеландії), а 28 держав зобов'язалися впровадити нову систему обліку у найближчій перспективі⁴. Обробка даних Центром при Університеті Джона Хопкінса виявила, що: середня частка (по восьми країнах) вкладу некомерційного сектора у ВВП з урахуванням вартості волонтерської праці становить близько 5%;

- оцінка економічної ефективності НКО в системі традиційної звітності істотно (в 3–10 разів) занижується;

- сектор є великим роботодавцем (тут зайнято до 5% економічно активного населення);

- діяльність НКО є досить різнобічною при збереженні як основи ключових сфер відтворення людини (сфери соціальних послуг, охорони здоров'я, освіти)⁵.

Існуючі уявлення про філантропію як основне джерело доходів некомерційних організацій не підтвердилися (табл. 2).

Дані таблиці свідчать про високу економічну ефективність некомерційної діяльності та значний внесок матеріально недооціненої волонтерської праці у створення національного продукту й підви-

щення рівня суспільного добробуту. Згідно з проведеними розрахунками *економічний продукт некомерційного сектора Канади* (другого у світі за масштабами після Нідерландів), наприклад, у *п'ять разів перевищує валовий продукт автомобільної промисловості, сільського господарства та втричі перевищує продукт харчової промисловості*⁶. При цьому некомерційний сектор розглядався в широкому сенсі: сюди, крім громадських організацій (у галузі правозахисної, природоохоронної діяльності, допомоги нужденним тощо) з річним бюджетом до 100 тис. дол., було включено лікувальні та навчальні заклади.

*Об'єднання установ науки, культури, освіти, охорони здоров'я, з одного боку, і невеликих громадських організацій – з іншого, під одним “дахом” некомерційних організацій є не зовсім правильним. Вони істотно розрізняються за доходами, обсягами державного фінансування, часткою зайнятих штатних співробітників, використанням волонтерської праці, автономністю та самоврядністю. Проте неринковий характер виробленого продукту, а також значна частка бюджетних надходжень за рахунок благодійності (що є характерним для розвинених країн) споріднюють зазначені два сектори. Для подолання труднощів порівняння методика обліку результатів економічної діяльності некомерційного сектора передбачає розмежування допоміжного рахунку СНР на “весь некомерційний сектор” (overall non-profit sector) та “основний сектор” (core), до складу якого не включаються університети, коледжі, заклади науки, культури та охорони здоров'я*⁷.

Український некомерційний сектор не отримав відображення в економіці глобального громадянського суспільства. Це було пов'язано з часовими рамками проекту, який було розгорнуто на самому початку 1990-х років, коли вітчизняне громадянське суспільство було на стадії становлення, а також з певними організаційними й фінансовими труднощами. Проте результати проекту є дуже цінними для виявлення масштабів та економічної ролі некомерційного сектора в Україні. Важливою може стати поправка до системи національних рахунків при оцінці валового продукту некомерційної сфери, економічної значущості волонтерської праці, внеску регіональних НКО у ВВП країни. Крім того, активізація інтересу до некомерційної сфери діяльності в умовах посилення глобальних соціально-економічних дисбалансів пов'язана з пошуком механізмів приборкання економічного егоїзму та формування зачатків нового стилю життя.

Що стосується взаємодії “третього сектора” економіки з державними структурами, то вона, як

³ Там само. – С. 119.

⁴ Там само. – С. 120.

⁵ Там само. – С. 121.

⁶ Там само. – С. 123.

⁷ Там само. – С. 124.

Таблиця 2

Стаття доходів без урахування волонтерської праці	%	Стаття доходів з урахуванням волонтерської праці	%
Доходи від надання послуг, капіталовкладень та членські внески	53	Доходи від надання послуг, капіталовкладень та членські внески	38
Державні асигнування	35	Державні асигнування	35
Філантропія різних видів	12	Філантропія різних видів	27

*Джерело: складено автором за даними *Исраелян Е.В.* Некоммерческий сектор в зеркале статистики: международный и канадский опыт / Е.В. Исраелян // США – Канада: ЭПК. – 2008. – № 6. – С.122.

правило, також ґрунтується на засадах партнерства. Усвідомлення множинності некомерційних й неурядових організацій як єдиного сектора у світі в цілому та в Європі, зокрема, донині є неусталеним. Інститути співробітництва в Європейському Союзі розвивалися за потребою в окремих галузях (у сферах соціального обслуговування, екології, міжнародної допомоги тощо), потім “піднімалися” до рівня загальноновизнаних та поширювалися на весь сектор НКО й навіть на все громадянське суспільство. До таких універсальних принципів належать субсидіарність, доступ до відповідної інформації, консультації з зацікавленими групами (соціальний діалог). У контексті діалогу між НКО і державою інституціоналізації підлягають:

- реєстрація і нагляд за діяльністю некомерційних структур,
- гарантії участі НКО у прийнятті рішень,
- механізми фінансування НКО,
- координація дій двох секторів і взаємний обмін інформацією.

З іншого боку, інституційну основу взаємодії можна аналізувати з урахуванням структури органів державного управління: парламент, уряд, міністерства, ради, спільні комітети, агентства, “гонго” (“квазі-НКО”), спеціалізовані структури, місцеві органи влади.

Новаторськими формами співпраці уряду й некомерційних організацій на місцевому рівні в європейських країнах є Бюро консультацій для громадян й телекотежджі. Зокрема, Бюро консультацій для громадян надають безкоштовні конфіденційні консультації громадянам через неурядові організації з будь-яких питань. Ця форма зародилася у Великій Британії наприкінці 1930-х років і пройшла шлях від служб екстреної допомоги в період Другої світової війни до професійного національного агентства. Кожне бюро є незалежною благодійною організацією, яка одержує у вигляді грантів фінансування від держави, місцевих органів влади та бізнес-структур, а також від благодійних фондів і приватних осіб. Бюро використовують головним чином працю добровольців, які щорічно допомагають вирішити мільйони життєвих проблем: погашення кредитів, захисту прав споживачів, надання пільг, з житлових, правових питань, зайнятості, імміграції тощо. Телекотеждж, як правило, об’єднує функції навчального центру, бібліотеки, пошти, магазину телекомунікаційної техніки та центру зв’язку. Він надає допомогу місцевим фірмам щодо складання листів, ведення бухгалтерії, здійснення перекладів

та ін., виконує функції офісу для малих підприємств і консультує з питань купівлі комп’ютерної техніки. Ця модель успішно адаптувалася в Естонії та Угорщині. Хоча кожний телекотеждж є незалежною структурою, його майно, як правило, належить місцевій неурядовій організації, а приміщення, заробітну плату і фінансування надають місцеві органи влади (як правило, на умовах субпідряду).

Держава в європейських країнах підтримує некомерційні організації прямо (за допомогою субсидій, грантів, державних конкурсних закупівель, нормативних фінансових механізмів) і побічно (через податкові пільги, надання в користування державного майна, звільнення від сплати прибуткового податку, податкові стимули для філантропії тощо). Підставою для отримання певного пакета підтримки є концептуальне розрізнення “суспільно корисних НКО” і “НКО взаємодопомоги”.

Що стосується України, то діяльність більшості некомерційних організацій регулюється Законами України “Про об’єднання громадян”, “Про свободу совісті та релігійні організації”, “Про гуманітарну допомогу”, “Про благодійництво та благодійні організації”. Фахівцями виявлено, що нормативна база діяльності недержавних неприбуткових організацій налічує понад 300 законів, указів, постанов, інструкцій і листів⁸. Тривала відсутність у правовому полі поняття “неприбуткова (некомерційна) організація” зумовила необхідність наводити в нормативних документах їх перелік, який не є вичерпним і тому в кожному акті доповнювався. У вітчизняному законодавстві організації “третього сектора” трактуються як “об’єднання громадян”, “цивільні організації”, “благодійні організації”, “неприбуткові організації”, “некомерційні організації” тощо.

Наприкінці 1990-х років нормативними актами було визначено процедуру державної реєстрації (легалізації) організацій “третього сектора”. Необхідною передумовою отримання статусу неприбуткової організації є внесення її до відповідного Регістру; разом з тим при класифікації вітчизняних неприбуткових організацій виникають істотні труднощі, крім існуючих у світовій практиці проблем співвідношення державного і недержавного секторів НКО. Так, в українському законодавстві

⁸ Мартиненко Л.В. Тенденції культурного будівництва в Україні: становлення недержавних некомерційних організацій (90-ті роки XX ст.): автореф. дис. канд. істор. наук / Мартиненко Л.В. – К., 2003.

виділяється вісім груп неприбуткових організацій відповідно до особливостей оподаткування, залежно від виду одержуваних доходів і 16 видів – відповідно до ознак неприбутковості згідно з кодами державної реєстрації⁹. Класифікувати зазначені організації можна і за іншими критеріями: відповідно до форм фінансування, за рівнем державного регулювання та контролю, за походженням, за засновницькими можливостями, за спільністю майна, за організаційно-правовими формами функціонування, відповідно до форми державної підтримки тощо. Таке різноманіття укупі з невизначеністю самого поняття некомерційної організації (неясністю його змістовного співвідношення з поняттями неприбуткової, бюджетної, добровольчої, неурядової (урядової), громадської, благодійної, волонтерської та інших форм організацій) ускладнюють упізнання місії “третього сектора” економіки в Україні як паростка нового суспільного укладу й можливо-

го локомотиву посткризової модернізації. Зазначена невизначеність поряд із громіздкою законодавчою базою регулювання створює передумови для суттєвих зловживань з боку самого некомерційного сектора, що, крім посилення корупції та тінізації економіки, підриває засади суспільної довіри, пригнічуючи стимули до національного відродження та розвитку, загострюючи громадські конфлікти.

Однак найбільш важливою проблемою є, на наш погляд, недооцінка економічної ефективності суспільної праці і невизначеність економічного внеску третього сектора у ВВП України. Для подолання цих труднощів Україні необхідно приєднатися до міжнародного проекту обстеження економіки глобального громадянського суспільства, оскільки курс на інтеграцію в європейський простір передбачає всебічне стимулювання некомерційної діяльності, кількісне та якісне облаштування простору “третього сектора вітчизняної економіки відповідно до стандартів суспільного життя провідних європейських країн.

⁹ Гура Н.О. Неприбуткові організації в Україні: особливості діяльності та класифікація / Н.О.Гура // Економіка України. – 2012. – № 8. – С. 23–31. – С. 25.

ВЛИЯНИЕ КРЕДИТНОЙ ЭКСПАНСИИ НА РАВНОВЕСИЕ НА ГЛОБАЛЬНЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ

Некоторые финансовые параметры глобальных рынков осенью 2013 года приближаются к критическим значениям.

Представитель Международного валютного фонда Джон Липски (John Lipsky) отметил, что к 2014 году соотношение задолженности к валовому внутреннему продукту в странах "большой семерки" достигнет 100%, и правительства развитых стран окажутся с самыми большими долгами со времен окончания Второй мировой войны.

Центральные банки вбрасывают деньги в мировую банковскую систему, чтобы финансировать увеличение задолженности. После великого спасения банков 2008 года мировая система фактически социализирована, и ее ресурсы перешли от финансирования частного сектора к правительственному долгу.

Еще одна вызывающая нелогичность поведения финансовых рынков: желание всего мира финансировать американский дефицит при реальной процентной ставке, не превышающей 0,5%, как в случае с доходностью пятилетних казначейских облигаций США, учитывающей инфляцию. Чрезвычайно низкая реальная доходность подразумевает, что на ближайшие пять лет ожидания прибыли очень низки. Ситуация оказалась приближенной к японскому "потерянному десятилетию" 1990-х, когда банки выкупали правительственные ценные бумаги с доходностью менее 1% за практические бесплатные деньги Центробанка.

Уровень понимания того, что происходит на глобальных финансовых рынках, явно недостаточен. Это плохо. Еще Марк Аврелий говорил: "Если чужой миру тот, кто не знает, что в нем есть, не менее чужой, кто не ведает, что в нем происходит"¹⁰.

Вопрос: *какую* часть этих существенных событий, связанных с кредитной экспансией, мы можем понимать и моделировать на основе *равновесной парадигмы*? Смысл этой парадигмы заключается в том, что любые существенные процессы и события трактуются с точки зрения либо поддержания равновесия, либо нарушения равновесия, либо восстановления равновесия. Есть ли необходимость трактовать эти события за пределами равновесной парадигмы?

Бывший главный экономист БМР Уильям Уайт: "Мне всё вокруг снова напоминает 2007 год, только

хуже. Все прошлые перекосы по-прежнему актуальны. Общий уровень государственных и частных долгов в смысле доли от ВВП в развитых странах на 30 процентов выше, чем был тогда, и сейчас ещё добавились новые проблемы с пузырями на растущих рынках, которые заканчивают цикл роста-спада"¹¹.

БМР в своём ежеквартальном релизе отмечает, что выпуск субординированного долга (в случае взыскания имеющего более низкий статус; прим. mixednews), из-за которого заёмщики подвергаются большему риску в том случае, если всё пойдет не как запланировано, за последний год в Европе подскочил более чем в три раза до 52 млрд долл., а в США вырос больше чем в 10 раз – до 22 млрд долл. США. Доля "леверезированных займов" (т.е. займов для займа), используемых слабыми заёмщиками на синдицированном кредитном рынке подскочила до рекордных за всю историю уровней в 45 процентов – на 10 процентных пунктов выше, чем в предкризисный пик 2007–2008 годов¹².

Руководитель исследований в БМР Клаудио Борио: "Никто не знает, насколько вырастут ставки по займам, когда ФРС начнёт ужесточение денежной политики, или "насколько беспорядочным может стать процесс". "Задача состоит в том, чтобы быть готовым. Это значит быть мудрым, избегать излишней зависимости от займов, а также соблазнов расчётов на то, что рынок в условиях стресса будет оставаться ликвидным".

Об отсутствии более или менее ясной картины экономической реальности в условиях финансовой сингулярности говорят двусмысленные сигналы, которые МВФ посылает банкам и инвесторам.

Нетрадиционная денежно-кредитная политика в перспективе *может по-прежнему быть оправданной*, если экономическая ситуация не улучшится или даже ухудшится. При ухудшении ситуации без чрезмерного риска инфляции политика, скорее всего, по-прежнему будет верной, особенно в случае каких-либо новых потрясений в сфере функционирования финансовых рынков и финансового посредничества¹³. (То есть, если все будет плохо, то политика правильная.)

¹¹ Банк международных расчетов предсказывает глобальный финансовый крах (http://www.lotpp.ru/a/2013/09/23/Bank_-_mezhdunarodnih_raschjot).

¹² Там же.

¹³ IMF Assesses New Era of Monetary Policy (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2013/POL051613A.htm>).

¹⁰ Марк Аврелий Антоний. Размышления... – Л.: Наука, 1985. – 245 с. – С. 13. – (Серия «Литературные памятники»).

И несколькими абзацами ниже: “Более активное принятие риска, стимулируемое благоприятной денежно-кредитной политикой, может ухудшить финансовую стабильность”. Логика замечательная: правильная денежно-кредитная политика, скорее всего, приведет к ухудшению ситуации, но от этого она станет только еще более правильной.

Далее делается глубокомысленное замечание: “Официальным органам предстоит управлять потенциальными затратами или рисками, связанными с дальнейшим проведением нетрадиционных мер и в целом с сохранением низких відсотковых ставок”¹⁴. *(Пять лет подряд длится такая политика, и все считается нетрадиционной?)*

“Следует учесть, что: банки и другие посредники могут увеличивать свой риск ликвидности в ожидании интервенций центрального банка (или, говоря более грубо, при такой политике банкам по-прежнему наплевать на риски); задержка реформ может снижать эффективность будущей денежно-кредитной политики из-за конфликта целей¹⁵. *(Наконец проскользнуло признание подлинных целей политики количественных послаблений – оттянуть как можно дальше начало институциональных реформ, которые обязательно должны будут зафиксировать новый статус-кво в распределении экономической власти.)*

Между картиной финансовой реальности и ее динамикой наблюдается растущий разрыв.

Если прибегнуть к аналогии из современной квантовой электродинамики, то можно сказать, что кредитная экспансия в условиях глобальных сетей обладает свойством “нелокального взаимодействия”: последствия кредитных решений могут приводить к практически мгновенному перераспределению ресурсов за пределами непосредственной кредитной сделки (в сетях время исполнение приказа инвестора стремится к нулю). Неограниченный рост кредитов способен приносить ущерб и перекладывать риски вне зависимости от степени прямой вовлеченности субъектов в кредитные операции.

Более того, тот, кто максимально дистанцирован от этих операций, может понести наибольшие потери. Если кредиты не возвращаются, а рефинансируются, то происходит стойкое перераспределение стоимости за пределами механизмов эквивалентного обмена, которые делали систему сложно-симметричной и склонной к равновесию. Использование инновационных финансовых продуктов порождает новую, усложненную неопределенность, которая скрывается за видимостью более высокого порядка.

В глобальной экономике начинают действовать неидентифицируемые (неизвестные) зависимости и связи, которые не учитываются в решениях субъектов. Происходит серьезный сдвиг, который охваты-

вает практически все сферы хозяйственной реальности. Количество неповторимых, уникальных событий и процессов растет, их воздействие усиливается.

Сама единичность и уникальность происходящих событий, возможно, содержит подсказку. Для понимания исторического смысла современной кредитной экспансии используем понятие *сингулярности*. Википедия так характеризует этимологию этого понятия: “Сингулярность от лат. Singularis – единственный, особенный” Выделяются, в частности, математическая сингулярность (точка, в которой математическая функция стремится к бесконечности или имеет какие-либо иные нерегулярности поведения, например, критическая точка); космологическая сингулярность (состояние Вселенной в начальный момент Большого взрыва, в котором нет пространства-времени, нет движения); гравитационная сингулярность (т.н. черная дыра); технологическая сингулярность (этап эволюции цивилизации, когда человек перестает “контролировать, предсказывать и даже понимать артефакты и сигналы, порождаемые техносферой”).

Сингулярность существенно отличается от неопределенности: если неопределенность – это отсутствие необходимой информации, то сингулярность может сопровождаться избытком информации, но это информация “не в какие ворота не лезет”, не интерпретируется в рамках существующей теоретической картины реальности. Учитывая нарастание финансовых аномалий, есть смысл попытаться трактовать происходящие сегодня процессы с позиций понимания их как состояния *финансовой сингулярности*, то есть явления единичного, не имеющего аналогов, в котором чрезвычайно трудно отделить существенное от несущественного.

В условиях сингулярности не действуют некоторые имплицитные предпосылки классической картины экономической реальности. Обращают на себя внимание два действительно уникальных явления, которые дают основания оценивать сегодняшние процессы на глобальных финансовых рынках как проявления финансовой сингулярности, или, говоря иначе, как экономическое пространство с неограниченной кривизной.

Во-первых, это неконтролируемый рост кредитного рычага благодаря использованию технологий финансовой секьюритизации, сопровождаемый взрывным ростом финансовых активов. В *нормальной экономике* рост кредитного рычага ограничивается сверху фактором кредитного риска, а снизу он ограничен давлением инвесторов, заинтересованных в максимизации рентабельности собственного капитала за счет использования заемных средств. В *сингулярной системе* использование механизма секьюритизации активов и кредитных дефолтных свопов дает возможность устранить фактор риска из кредитных решений.

Во-вторых, это неограниченное нарастание “скорости срабатывания” связей и зависимостей в гло-

¹⁴ Там же.

¹⁵ Там же.

бальных информационных сетях и возникновение на этой основе механизмов высокочастотной торговли с практически мгновенным принятием решений. В такой экономике, говоря словами Апокалипсиса, “времени уже не будет” [Откровение Иоанна Богослова, глава 10].

Аналогия с концом света возникает не случайно. Судьба параметра t является принципиально важной для экономики. Дело в том, что в рыночной системе существуют упругие или жесткие временные интервалы, от которых зависит сама возможность целостного системного поведения: один день, три дня, неделя, тридцать дней, квартал, полугодие, год. Эти интервалы являются стандартной основой для любых контрактов (время отгрузки, время поставки, условия платежа, штрафы, пени, неустойки), и, соответственно, используются во многих текущих и долгосрочных решениях. Экономические решения на основе этих лагов являются механизмом приспособления субъектов, и поэтому — способом существования больших систем. Система сохраняется в условиях достаточно значительных степеней свободы своих субъектов.

Благодаря этим лагам на каждое решение субъекта системой отводится время. При этом лимиты времени на заключение и исполнение контрактов разного типа, разного уровня ответственности дифференцированы и стандартизованы. Банки кредитуют эти сделки, ориентируясь на стандартные по времени разрывы в платежах. В свою очередь, политика рефинансирования центрального банка выступает как своего рода камертон, задающий единую тональность: самые короткие кредиты овернайт лежат в основе сложной системы кредитов, определяющей основные финансовые потоки в экономике.

Финансовая сингулярность по отношению к старой экономической реальности выступает не как ее дополнение и развитие, а как ее антагонист, поскольку разрушает ее имплицитные предпосылки. Поэтому финансовая сингулярность сопровождается очевидной макроэкономической стагнацией хозяйственных систем традиционного типа. Чтобы добиться желаемого роста занятости в мировой экономике за счет кредитного стимулирования спроса, нужно резко ограничить сферу финансовой сингулярности. А это невозможно.

Системные последствия финансовой сингулярности в текущем плане достаточно негативны. Ведь на принципах эквивалентности и жестких бюджетных ограничений держится не только система разделения труда, специализации и кооперации, но и такие ценностные измерения традиционной экономики как справедливость, равенство, свобода. В новой экономике для них может просто не оказаться места.

Институт кредита включает в себя правило полной ответственности заемщика, то есть дополняется институтами банкротства и долговой тюрьмы. Только таким образом принцип жестких бюджетных ограничений приобретает всеобщий характер.

Если же правило банкротства получает альтернативу в виде правила перекредитования, то жесткость бюджетных ограничений резко ослабляется, иначе говоря, ограничения становятся мягкими. Пробразом такой системы может служить модель мягких бюджетных ограничений, рассмотренная Я. Корнаи в его книге “Дефицит”¹⁶.

В старой экономике важную роль играли такие формы практической всеобщности денежных операций как анонимность, добровольность персонификации транзакций и активов субъекта, привычная склонность следовать моральным практикам и привычка безличного доверия. В такой системе каждый действовал на свой страх и риск, но в результате возникала по своему гармоничная и целостная структура экономической реальности.

Хозяйственная реальность, возникающая в результате финансовой сингулярности, отрицает любую анонимность (спасибо технологической сингулярности, о некоторых специфических чертах которой рассказал бывший сотрудник АНБ США Э. Сноуден). В этой реальности нет потребности в доверии (его заменяет возможность полного всеобщего финансового контроля). Контроль со стороны государственных и надгосударственных служб финансового мониторинга и финансовой разведки уже укоренился в наш повседневный быт, превратился в рутину и воспринимается нами как неизбежная плата за глобализацию. От советской тоталитарной системы можно было убежать в Америку. От новой экономической реальности бежать некуда — она же глобальная.

Таким образом, последствиями финансовой сингулярности являются:

- сжатие сферы эквивалентности и жестких бюджетных ограничений и нарушение фундаментальной симметрии хозяйственной системы;
- снижение стабилизирующей роли фактора времени (упругих временных лагов) как механизма адаптации субъектов и вытекающая из этого десубъективация хозяйственной системы (субъект, не успевающий приспособиться к новым условиям, перестает быть субъектом);
- неравновесные цены, приводящие к несоответствию между финансовой реальностью и ее интерпретацией, массовые ошибки инвесторов.

Государство вынуждено реагировать на финансовую сингулярность ситуативно, интуитивно, рефлекторно, не имея стратегии. Для ситуативной финансовой политики в условиях сингулярности характерны такие черты:

- вынужденное усиление экономической власти государства, сопровождаемое спрямлением и упрощением связей и зависимостей;
- политизация института центрального банка;
- смещение центра тяжести финансовой политики с риска инфляции на риск дефляции;

¹⁶ Корнаи Я. Дефицит. — М.: Наука, 1990. — 607 с.

- использование таких нетрадиционных мер денежно-кредитной политики государства как прямое предоставление ликвидности и выкуп частных активов;

- политика нулевой или отрицательной цены денег на рынке, подрывающая принцип редкости денег.

Возникают несколько принципиальных вопросов для финансовой политики: как долго будет продолжаться это состояние? являются ли эти процессы и последствия обратимыми? как могла бы выглядеть рациональная стратегия субъекта, вынужденного действовать в условиях финансовой сингулярности?

В условиях финансовой сингулярности вопрос о рациональной стратегии риска приобретает весьма своеобразный смысл. Для субъекта, находящегося внутри ситуации сингулярности, риск можно откладывать, можно перекладывать, можно его принимать. Вся политика количественных послаблений ФРС – это политика откладывания проблем и рисков. Страус – это, конечно, мудрая птица. Но не всегда. Десубъективация от модели “серого кардинала” перешла к модели “управляемого хаоса”, но и она скрывает акцентированную безответственность.

Так ли уж страшна сегодняшняя ситуация в мировых финансах? Является ли финансовая сингулярность (вкуче с технологической и демографической) свидетельством приближения последних времен?

Если продолжить злоупотребление физическими аналогиями, в частности, с гравитационной сингулярностью, то можно предположить, что все не так страшно. Вспомните, как накануне ввода в действие БАК нас пугали реальной перспективой возникновения черной дыры, способной поглотить и Землю, и Солнце, и вообще всё-всё. Однако грамотные фи-

зики быстро нас успокоили: возникновение микроскопических черных дыр в вакууме – дело относительно обычное. Такие дыры спокойно взрываются вследствие квантовых эффектов, и никаких глобальных последствий это за собой не влечет.

В этом плане финансовая сингулярность – это лишь один из этапов эволюции цивилизации, исторический смысл которого состоит в переходе к постфинансовой экономике. Вполне возможно, что ее основные черты формируются уже сегодня, и то, что мы считаем отклонениями от сложившегося порядка – на самом деле элементы какого-то нового экономического порядка, который можно условно обозначить как “постфинансовая экономика”.

Постфинансовая экономика будет определять новый облик экономической реальности лишь в той мере, в какой она сможет трансформировать свою сингулярность (уникальность) в институциональность (обыденность).

Какие процессы в сфере институционализации финансовой сингулярности представляются сегодня наиболее важными?

1. Усиление роли государства – за счет сокращения полномочий корпораций, домохозяйств и институтов гражданского общества.

2. Активизация процессов перераспределения экономической и финансовой власти на глобальных рынках.

3. Относительное снижение приоритетности целей финансовой стабильности в финансовой политике.

4. Усиление фискальной составляющей в деятельности международных финансовых институтов.

5. Переформатирование институтов экономического и финансового суверенитета под воздействием новой конфигурации экономической власти.

ПІДВИЩЕННЯ РОЛІ МІЖБАНКІВСЬКОГО КРЕДИТУВАННЯ ЯК ІНСТРУМЕНТ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ СТАБІЛІЗАЦІЇ БАНКІВСЬКОЇ СИСТЕМИ УКРАЇНИ

Однією з важливих змін структурно-функціональних характеристик фінансових ринків України, спричинених фінансово-економічною кризою, стало зростання ролі ринку міжбанківського кредитування (МБК). Порівняно з докризовим періодом обсяги міжбанківського кредитування у 2011–2013 рр. зросли у 2–3 рази.

Характерну тенденцію відображає й зміна акцентів функціонального призначення міжбанківського кредитування. Традиційною функцією МБК залишається оперативне поповнення банками своєї ресурсної бази. Його перевага перед оперативним рефінансуванням НБУ полягає у нижчих відсоткових ставках, завдяки чому такі кредити користуються більшим попитом, ніж кредити рефінансування, вартість яких останнім часом наближується до середньоринкових. Разом з тим в умовах загострення кризи ліквідності та відповідного подорожчання кредитних ресурсів зросла роль МБК як вигідного та відносно надійного джерела збільшення доходів, особливо для невеликих банків.

До цього слід додати, що з огляду на зростання попиту та обсягів МБК підвищилось і його значення як важливого елемента монетарно-трансмісійного механізму – за умови обережного входження регулятора на ринок МБК із обґрунтованим прозорим коригуванням відсоткових ставок на ньому НБУ зможе отримати додатковий ринковий інструмент монетарного регулювання. І, використовуючи його в комплексі зі змінами облікової ставки, здійснювати регулюючий вплив на вартість фінансових ресурсів в економіці, а отже, й на пропозицію грошей у банківській системі, що в умовах їх швидкого і рівномірного розподілу за допомогою міжбанківських операцій та спрямування на кредитування реального сектора може стати важливим кроком відновлення та налагодження зв'язків монетарно-трансмісійного механізму економіки України.

Початок становлення МБК припадає на 1992 р., коли НБУ почав надавати кредити банкам для фінансування діяльності вітчизняних підприємств та комерційних банків під цільові програми на договірних засадах, переважно на пільгових умовах за відсотковою ставкою, значно нижчою за облікову. Такі кредитні ресурси нерідко потрапляли до неплатоспроможних клієнтів, яких підтримувала держава, і тому вони не поверталися. Це погіршувало стан ліквідності банків, потребувало нових емісійних кредитів та обмежувало потенціал МБК. У

загальному вигляді ринок МБК пройшов декілька етапів свого розвитку, серед яких виокремлюють: етап становлення (1992–1994 рр.), розвитку (1995–1998 рр.) та зростання (1999–2004 рр.)¹⁷.

Разом із тим, за погодженням ряду науковців, найбільшого піднесення ринок МБК зазнав у 2008–2009 рр., із початком фінансово-економічної кризи і, зокрема, її безпосереднім впливом на вітчизняну банківську систему, спричиненим обмеженням зовнішнього банківського кредитування. Так, уже в травні 2008 р. спостерігається суттєве зростання середньомісячних обсягів угод на ринку МБК, а також підвищення на ньому відсоткових ставок, яке сягнуло свого тогорічного максимуму у серпні (див. рис. 1).

Хоча у загальному підсумку найбільш активна роль у вирішенні проблем ліквідності 2008 р. все ж таки належить активним діям НБУ, проте за підсумками року ринок МБК зріс практично у 2 рази. Водночас зростання активності на ринку МБК не позначилось на активізації кредитування та зниженні вартості кредитних ресурсів. Як видно з рис.1, показники обсягів угод МБК мали піки у кризовому 2008 р.; під час регулярного очікування реалізації загроз “другої хвилі кризи” у 2011 і 2012 рр., 2013 р.; а також сумнозвісних подій кінця 2013 – початку 2014 рр.

Слід відзначити характерну тенденцію ринку МБК у 2013 р.: у 2–3 кварталах суттєво зросла інтенсивність угод МБК, що свідчило про підвищення попиту на короткострокові дешеві ресурси у вітчизняній банківській системі у цьому періоді. Разом із тим набула на той час звичність використання цього інструменту банками та загалом очікуване зростання потреби у підвищенні ліквідності зумовили низькі темпи підвищення відсоткових ставок за цими угодами. Ця тенденція, на нашу думку, засвідчує такі позитивні ознаки цього сегмента кредитного ринку, як стабільний характер його функціонування, доступність, сталий попит та відповідність загальноринковим процесам.

Ці фактори, а також перманентний брак ліквідності в банківській системі України зумовили значне зростання обсягів ринку МБК у 2008 та 2011–2013 рр. (див. рис. 2).

¹⁷ Сулима М., Андрос С. Етапи розвитку вітчизняного міжбанківського кредитного ринку // БізнесІнформ. – 2011. – № 7(2). – С. 135–136.

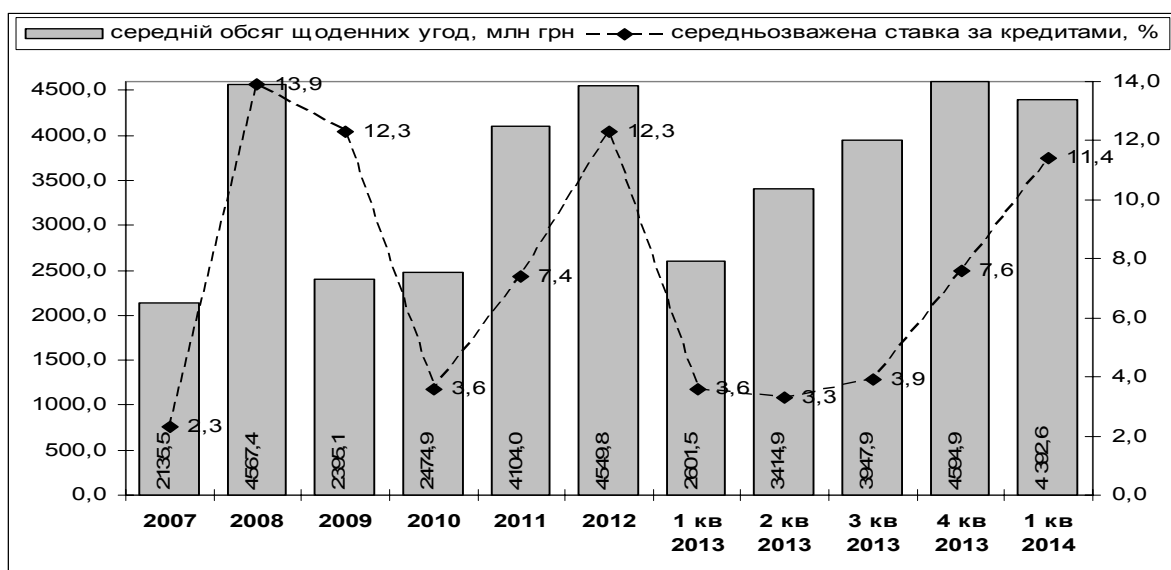


Рис. 1. Динаміка показників МБК в Україні у 2007–2014 рр.

Джерело: дані НБУ, розрахунки автора.

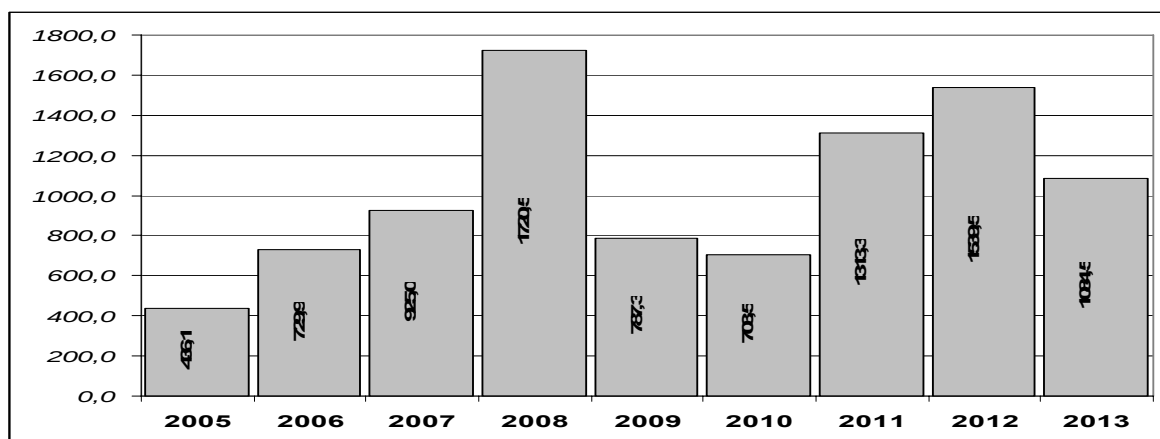


Рис. 2. Динаміка обсягів МБК в Україні у 2007–2013 рр., обсяги укладених угод, млрд грн

Джерело: дані НБУ

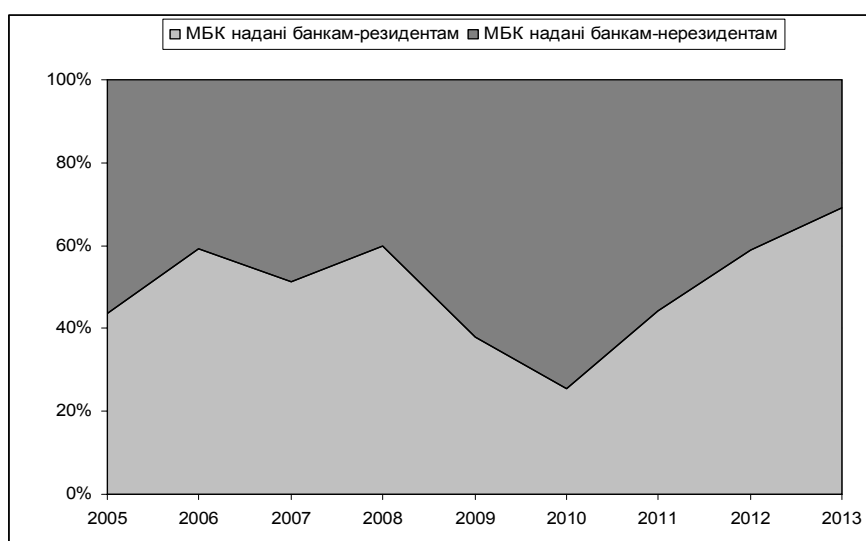


Рис. 3. Динаміка структури обсягів МБК за банками-позичальниками у 2005–2013 рр.

Джерело: дані НБУ, розрахунки автора.

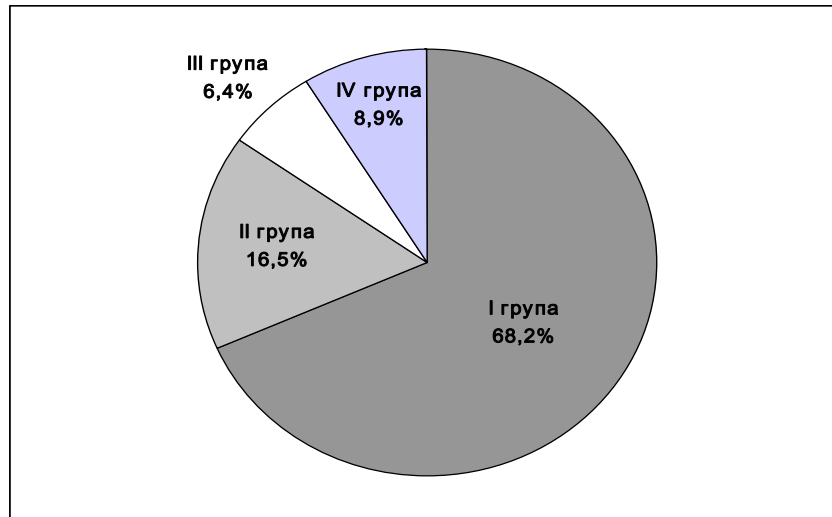


Рис. 4. Розподіл обсягів залучених МБК за банками різних груп на 01.01.2014 р.

Джерело: дані НБУ, розрахунки автора.

Слід виокремити фактори, які впливають на обсяги та ціну угод на ринку МБК. До факторів, що відіграють довгострокову роль, можна віднести стан фінансових ринків та ліквідність банківської системи, характер грошово-кредитної політики НБУ, заходи регулювання, динаміку валютного, кредитного ринку тощо. До тимчасових факторів головним чином відносять кризові явища на ринках, що спричиняють банківську паніку, стиснення кредитного ринку, різкі коливання валютного, фондового ринку, приплив і відплив іноземного капіталу.

Оскільки брак довгострокових кредитних ресурсів у банківській системі України має перманентний характер, то ціна на ринку МБК формується у результаті зростання або зниження додаткового попиту на ньому. Зокрема, фахівцями НБУ відзначається наявність кореляції між ціною ресурсів на ринку МБК і залишками на коррахунках банків¹⁸.

Загалом, у періоди стабілізації ринкової ситуації нормальними можна вважати показники середньодобових обсягів угод на рівні 2,3–2,5 млрд грн, яким відповідає середньозважена ставка 2,5–3,5%. Якщо при зростанні середньодобових обсягів угод ставка не перевищує 4–4,5%, можна говорити про збереження стабільної ситуації на ринку й плановірність поповнення банками запасів ліквідності. Тоді як зростання ставки до 7,5% і вище, а середньодобових обсягів угод понад 4 млрд грн свідчить про появу додаткового попиту, розгортання кризових процесів і загрозу втрати ліквідності банківською системою.

Оскільки більшість угод на ринку МБК являють собою кредити овернайт (близько 80% угод) та кредити строком до 7 днів (близько 10% угод), його важко порівняти за обсягами з іншими сегментами кредитного ринку, проте середній обсяг угод на рівні 2–3 млрд грн на день у спокійні періоди свідчить про значний потенціал ринку МБК, який поки

що використовується обмежено і переважно на підтримку ліквідності банківською системою.

Значними обсягами та високою активністю відрізняється і МБК, що надають вітчизняні банки іноземним депозитним корпораціям (див. рис. 3).

При цьому слід відзначити характерну особливість: у період 2009–2010 рр., коли відбулось загострення кризи ліквідності, зниження прибутковості банківської системи, зростання системних та ринкових ризиків, у цей же період спостерігається і суттєве (у 1,7–2,9 раза) переважання обсягів МБК, наданих банкам-нерезидентам, що, ймовірно, пояснюється виведенням частини своїх фінансових ресурсів дочками іноземних банків до материнських структур за допомогою міжбанківського кредитування.

Аналіз структури ринку МБК у розрізі його учасників розкриває ряд характерних особливостей його функціонування та дозволяє зробити висновки щодо місця та ролі на ньому різних груп банків. Хоча статистика ринку МБК доволі обмежена, деякою мірою його характеристики у загальному вигляді можуть бути досліджені за даними фінансової звітності комерційних банків у структурі зобов'язань (балансова стаття “кошти банків” та активів – стаття “кошти в інших банках”). Відповідно до цих даних структура ринку МБК України за групами банків на 01.01.2014 р. подана на рис. 4 та 5. Так, на рис. 4 добре видно, що основними споживачами МБК виступають банки I групи. Саме ці учасники найбільшою мірою формують попит цього сегмента кредитного ринку, і, зважаючи на високу концентрацію ринку МБК за цією групою учасників, саме вони активно впливають на ціну міжбанківських кредитів. У випадках помітних ринкових коливань, які супроводжуються активними діями НБУ з підтримки або, навпаки, обмеження ліквідності, реалізації надходження або відпливу іноземного капіталу, саме найбільші банки виступають головним елементом трансмісійного механізму дії цих факто-

¹⁸ Дейсан І. Міжбанківський кредитний ринок України на сучасному етапі // Вісник Університету банківської справи НБУ. – 2012. – № 3(15). – С. 177.

рів на ринок і це, зокрема, позначається і на ринку МБК.

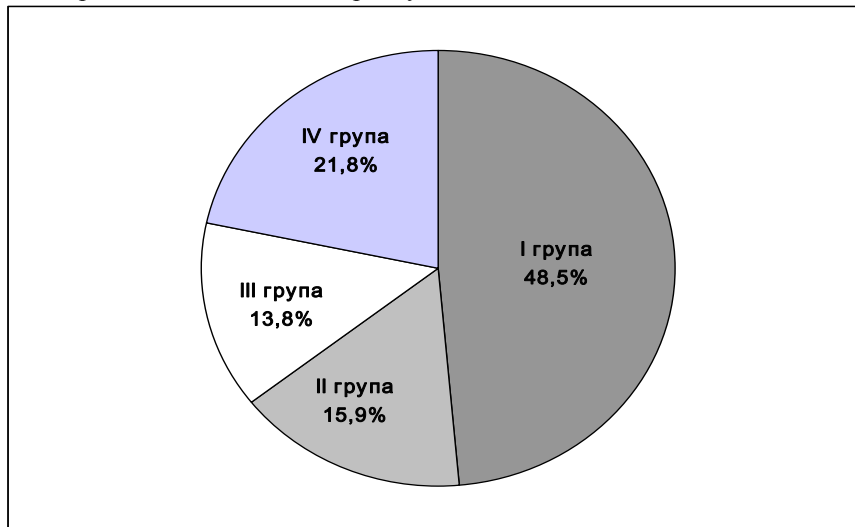


Рис. 5. Розподіл обсягів, наданих МБК, за банками різних груп на 01.01.2014 р.

Джерело: дані НБУ, розрахунки автора.

Стосовно обсягів, наданих МБК (рис. 5), ситуація дещо відрізняється. Так, питома вага банків I групи є суттєво меншою, II та III групам належать практично рівні частки, а IV група представлена на ринку МБК значно більше. При цьому вага МБК у структурі зобов'язань банків різних груп має практично рівномірний розподіл, а у структурі активів навіть зростає пропорційно від I до IV групи¹⁹. Тобто найбільшими споживачами кредитів на ринку МБК виступають банки I та II груп, їхня поведінка, а також імплікація ринкових факторів впливають на ціни кредитних ресурсів на ринку, тоді як банки III та, особливо, IV групи переважно виступають постачальниками ресурсів на ринку МБК.

Висновки

Активний розвиток ринку МБК у період подолання наслідків фінансово-економічної кризи 2008 р. підвищив значення цього сегмента кредитного ринку та зумовив зростання його ролі як інструменту підвищення ліквідності банківської системи, отримання додаткових відсоткових доходів зі зниженими ризиками, підвищення потенціальних можливостей реалізації грошово-кредитної політики регулятора, перспектив відновлення зв'язків монетарно-трансмисійного механізму та набуття ринком МБК певних ознак індикатора стійкості банківської системи України.

Так, аналіз динаміки ринку МБК дає підстави стверджувати, що показники середньодобових обсягів угод на рівні 2,3–2,5 млрд грн та середньозважена ставка на рівні 2,5–3,5% відповідають пері-

одам відновлення стабільності банківської системи та планомірного розвитку фінансових ринків. Зростання середньодобових обсягів угод до 4 млрд грн, при збереженні відсоткової ставки у діапазоні 4–4,5%, свідчить про контрольованість ситуації на ринку і планованості поповнення банками запасів ліквідності. Тоді як періоди зростання ставки до 7,5% і вище, а середньодобових обсягів угод понад 4 млрд грн свідчить про розгортання кризових процесів і суттєві загрози втрати ліквідності банківською системою. В цих випадках ринок МБК відіграє роль подушки безпеки до початку дії активних заходів НБУ з відновлення ліквідності банківської системи.

При цьому головними споживачами МБК виступають великі системні банки I групи, а постачальниками ресурсів на ринок – банки II–IV групи, для яких активна кредитна діяльність у період кризи ускладнюється непомірними ринковими ризиками.

Слід відзначити і загрози, які несе ринок МБК для стійкості банківської системи України: з огляду на його відкритість, обмежене регулювання, а також наявність значної частки іноземного капіталу він може стати джерелом вилучення останнього з внутрішнього ринку у періоди фінансової нестабільності. Цей фактор, а також доцільність використання МБК для підвищення ефективності регуляторної політики НБУ зумовлюють необхідність звернути на його розвиток більшу увагу з метою нівелювання наявних ризиків, зменшення концентрації, волатильності ціни, спекулятивної складової та реалізації його потенціалу.

¹⁹ Там само. – С. 177.

СИСТЕМА ВИЯВЛЕННЯ І КОРИГУВАННЯ МАКРОЕКОНОМІЧНИХ ДИСБАЛАНСІВ ЄВРОСОЮЗУ ТА ЇЇ АДАПТАЦІЯ ДО УМОВ УКРАЇНИ

Перша хвиля світової фінансової кризи, що здійнялася наприкінці 2008 р., обумовила зміну досить тривалого періоду економічного благополуччя Європейського Союзу періодом затяжної рецесії. Так, якщо протягом передкризового десятиріччя 1997–2007 рр. реальний ВВП країн об'єднаної Європи в середньому щороку зростав на 2,8%, а обсяг загальних капіталовкладень – на 4,3%, то на піку кризи, в 2009 р., мало місце скорочення цих показників відповідно на 4,3 і 12,5%. Річний дефіцит бюджету ЄС, що у зазначеному передкризовому періоді у середньому становив 1,6% ВВП, у 2009 р. збільшився більш ніж учетверо – до 6,9% ВВП, державний борг зріс до 74,8% ВВП, а рівень безробіття – до 9%²⁰. У наступні роки Євросоюз почав спрямовувати значні зусилля для виходу на траєкторію посткризового відновлення економіки, на перешкоді чому стала глибока внутрішня фінансова криза (насамперед боргова), а також значне поширення кризових явищ у соціальній та інституційній сферах інтеграційного об'єднання. Згідно з прогнозними даними Єврокомісії, посткризова рецесія в європейській економіці зміниться фазою поступового відновлення лише у 2014–2015 рр., на цей період прогнозується зростання реального ВВП ЄС відповідно на 1,6 і 2,0%²¹.

Процес економічного відновлення в Європі є досить складним і, за оцінкою провідних міжнародних інституцій²², через невирішені проблеми на ринку праці (надвисокий рівень безробіття) та у сфері державних фінансів (значні дефіцити бюджету та платіжного балансу), у найближчі роки ділова активність у зоні євро буде в'ялою, а економіки периферії ЄС залишатимуться слабкими і потребуватимуть додаткової підтримки.

Показово, що в посткризовий період проявилися очевидні недоліки в системі фінансового та макроекономічного регулювання

Євросоюзу, найбільш значними з яких, за свідченням Єврокомісії, є²³:

- інституційна нездатність до швидкого ухвалення антикризових рішень на рівні ЄС;
- недостатній контроль конкурентоспроможності й макроекономічних дисбалансів країн-учасниць, що призвело до накопичення боргових зобов'язань приватного сектора, ослаблення кредитно-фінансових установ і “надутих” цін на ринках житла;
- зосередження моніторингу державних фінансів країн єврозони на показнику дефіциту бюджету й недостатня увага до рівня держборгу;
- недосконалість механізму, що забезпечує виконання макрофінансових зобов'язань країн-членів;
- відсутність механізму невідкладного фінансування країн єврозони, що потребують підтримки у вирішенні боргових проблем, та запобігання їх поширенню на інші європейські країни.

На тлі розбалансування фінансово-економічної системи ЄС необхідність усунення “слабких ланок” макрорегулювання лише загострилася й очевидною стала потреба в надійних інструментах виявлення, передбачення та коригування макроекономічних диспропорцій у розвитку держав-учасниць і Євросоюзу загалом. Для виправлення ситуації ЄС здійснив низку важливих заходів з удосконалення загальноєвропейської системи управління в економічній і фінансовій сферах. Так, у першій половині 2011 р. було ухвалено Пакт Євро-плюс (*Euro Plus Pact*), що передбачає тісну координацію політики, спрямованої на посилення конкуренції та конвергенції в економічному просторі об'єднаної Європи, а також упроваджено в практику узгоджену з цим Пактом нову управлінську процедуру “Європейський семестр” (*European Semester*), яка визначає, що за щорічного складання державних бюджетів країни ЄС повинні чітко дотримуватися встановлених

²⁰ European Economic Forecast. Spring 2012 / European Commission. – 2012. – Р. 150–171.

²¹ European Economic Forecast. Spring 2014 / European Commission. – 2014. – Р. 132.

²² Перспективы развития мировой экономики: Переходные процессы и факторы напряженности / Международный валютный фонд. – Октябрь 2013. – С. 61–67.

²³ Управление экономикой ЕС: более строгие экономические правила для управления евро и Экономическим и валютным союзом / Европейская комиссия. – Апрель 2012 г. – 8 с.

Єврокомісією пріоритетних цілей розвитку – насамперед щодо оздоровлення державних фінансів, реформування ринків праці, створення робочих місць, стимулювання зростання економіки, – і включати їх до національних програм стабілізації/конвергенції та національних програм реформування²⁴.

Наприкінці 2011 р. ЄС був ухвалений пакет з шести законодавчих актів (*Six-Pack*), яким урегульовувалися процедури на рівні Євросоюзу з посилення бюджетного нагляду, координації економічної політики, а також виявлення та коригування макроекономічних дисбалансів країн-учасниць. На основі цього законодавчого пакету та відповідно до пп. 2 і 6 статті 121 Лісабонського Договору було впроваджено новий механізм сповіщення (*Alert Mechanism*) про розбалансування фінансово-економічних систем країн-учасниць, що містить спеціальну “Процедуру макроекономічних дисбалансів” (*Macroeconomic Imbalance Procedure*), за якою виявляють внутрішньо- та зовнішньоекономічні диспропорції та розробляють рекомендації щодо державної політики для їх подолання. Згідно з процедурою з 2012 р. Єврокомісія застосовує набір сигнальних індикаторів (наразі їх 11) зі встановленими на основі оцінки відповідних даних за 1995–2007 рр. “критичними межами”, вихід за які свідчить про загрози національній конкурентоспроможності та ризики виникнення дисбалансів у різних сферах економіки, фінансів і зайнятості (табл. 1).

Результати аналізу наведених у табл. 1 індикаторів для країн ЄС є підставою для вживання Єврокомісією та Радою Євросоюзу превентивних і коригувальних дій: у разі виявлення незначних макродисбалансів ці інституції обмежуються наданням профілактичних рекомендацій щодо їх виправлення; у більш серйозних випадках – якщо дефіцит бюджету держави-учасниці перевищує 3% ВВП, а/або її державний борг – 60% ВВП, – щодо неї може запроваджуватися процедура надмірного дефіциту (*Excessive Deficit Procedure*); у разі виявлення численних порушень “порогових значень” індикаторів щодо країни ЄС може бути застосована процедура надмірних дисбалансів (*Excessive Imbalances Procedure*). У разі застосування зазначених вище процедур відповідні країни-учасниці подають на розгляд Єврокомісії та Ради ЄС план коригувальних заходів, а затим надають регулярні звіти щодо своєчасного виконання цих планів.

Процедура макроекономічних дисбалансів також передбачає запровадження штрафних санкцій (на рівні 0,1–0,5% ВВП) щодо тих держав ЄС, які не змогли згідно з затвердженими строками скоригувати надмірні величини дефіциту бюджету та/чи загального державного боргу²⁵.

Перший комплексний звіт за результатами застосування системи індикаторів макроекономічних дисбалансів був наданий Єврокомісією на початку 2012 р. на базі ретроспективних даних 2010 і попередніх років. У ньому показано, що жодна з 27 (на той час) європейських економік не відповідала встановленим критеріям макрозбалансування повною мірою, а найбільш значні диспропорції спостерігалися в країнах ЄС у сфері державних фінансів і зовнішньої торгівлі, менш значні – у сфері зайнятості і товарних ринків, що відповідно характеризує більший масштаб впливу бюджетно-боргової кризи, і менший – кризи на ринках житла і робочої сили.

Але ще більш важливо, що ця система індикаторів як аналітично-прогнозний інструмент дозволяє зробити не лише статичну, а й динамічну оцінку збалансування економік Європи. Відповідна інформація за період 2001–2010 рр. щодо динаміки виявлених у країнах ЄС макроекономічних дисбалансів надана в табл. 2.

За даними цієї таблиці, протягом десятирічного періоду 2001–2010 рр. жодна з країн ЄС не змогла забезпечити відсутність макроекономічних дисбалансів. Найбільш “благополучними” у розглянутій ретроспективі можна вважати лише 12 держав-учасниць, у яких кількість виявлених розбалансувань не перевищувала чотирьох з 10 оцінених, у т.ч. такі економічні локомотиви Європи, як Німеччина, Франція, Велика Британія й Італія. Фактично протягом останніх років макроекономічна конструкція ЄС тримається за рахунок міцності та збалансованості його провідних держав, однак загалом є вразливою через значну кількість накопичених дисбалансів в економіках більшості (15) країн-членів. Так, тривалим розбалансуванням за більшістю запропонованих Єврокомісією макроекономічних критеріїв характеризувалися Іспанія, Ірландія, Португалія та Греція, які пізніше були “глибоко інфіковані” кризою (табл. 2).

²⁴ Буторина О. Экономический и валютный союз // Европейский Союз: факты и комментарии. – Выпуск 63–64: январь–июнь 2011 г. / Ассоциация европейских исследований, Институт Европы РАН, 2011. – С. 19–21.

²⁵ Малкина М.Ю. Управление официальными международными резервами государств в условиях глобальных рисков // Труды Нижегородского государственного технического университета им. Р.Е. Алексеева. – № 2(81). – 2010. – С. 286–293.

Таблиця 1

**Перелік індикаторів для виявлення макроекономічних дисбалансів
у країнах ЄС (станом на березень 2014 р.)**

Сфера дисбалансів	Ключові індикатори	Рекомендовані порогові значення	Додаткові індикатори
Зовнішні дисбаланси та конкурентоспроможність	Середня за три останні роки величина сальдо рахунку поточних операцій	від -4% до +6% ВВП	- Сальдо рахунку поточних операцій, % ВВП; - чисте кредитування/ запозичення, % ВВП; - сальдо торгівлі енергоресурсами, % ВВП
	Чиста міжнародна інвестиційна позиція	-35% ВВП	- Чистий зовнішній борг, % ВВП; - потоки прямих іноземних інвестицій, % ВВП
	Зміна за три останні роки реального ефективного обмінного курсу, обчисленого на основі дефлятора ВВП відносно валют 41 індустріальної країни	від +5% до -5% для країн – членів єврозони; від +11% до -11% для всіх інших країн ЄС	Зміна за три останні роки реального ефективного обмінного курсу, обчисленого відносно решти країн єврозони
	Зміна за останні п'ять років частки експорту товарів і послуг у платіжному балансі	-6%	- Зміна за останні п'ять років частки експорту товарів і послуг у платіжному балансі торгівлі з розвиненими країнами; - річна зміна рівня продуктивності праці; - темпи зростання сукупної факторної продуктивності
	Зміна за три останні роки номінальної вартості робочої сили в розрахунку на одиницю виробленої продукції (відношення номінальних величин виробничих витрат на одного працівника та обсягу ВВП на одного зайнятого)	+9% для країн – членів єврозони; +12% для всіх інших країн ЄС	- Зміна за рік, останні 5, 10 років номінальної вартості робочої сили в розрахунку на одиницю виробленої продукції; - зміна реальної вартості робочої сили в розрахунку на одиницю виробленої продукції щодо інших країн єврозони
Внутрішні дисбаланси	Річне зростання реального (скоригованого на індекс-дефлятор) індексу цін на житло	+6%	- Зміна за три останні роки реального (скоригованого на індекс-дефлятор) індексу цін на житло; - зміна за три останні роки номінального індексу цін на житло; - величина доданої вартості у сфері житлового будівництва
	7. Зміна обсягу кредитування приватного сектора (нефінансових корпорацій, домогосподарств, некомерційних організацій, що обслуговують домашні господарства)	+15% ВВП	Зміна фінансових зобов'язань фінансового сектора (неконсолідована основа)
	8. Величина заборгованості приватного сектора (вартість позик і цінних паперів, окрім акцій), обчислена на неконсолідованій основі	133% ВВП	Величина заборгованості приватного сектора, обчислена на консолідованій основі
	9. Загальний державний борг	60% ВВП	–
	10. Середній за три останні роки рівень безробіття	10%	- Частка економічно активного населення; - рівень тривалого безробіття; - рівень безробіття серед молоді; - показники бідності населення.
	11. Річний приріст сумарних зобов'язань фінансового сектора	16,5%	Відношення позикових і власних коштів фінансового сектора

Джерело: Alert Mechanism Report 2014 / European Commission. – Brussels, 13.11.2013. – P. 29.

Що стосується 12 новоінтегрованих країн ЄС, то всі вони, окрім Чехії, Польщі та Словенії, демонстрували кількарічні макроекономічні дисбаланси за 5–7 критеріями з десяти, а особливо тривалі були притаманні Естонії, Болгарії, Словаччині та Мальті. Враховуючи, що більшість “нових” держав-учасниць перебуває поза межами єврозони і має відносно невеликий держборг, найбільшу загрозу для них становить поглиблення кризи в економічній і соціальній сферах, й меншу – у макрофінансовій.

Процедурою макроекономічних дисбалансів передбачено щорічне опублікування Єврокомісією звітів за результатами застосування описаної вище

системи індикаторів раннього сповіщення. Черговий такий звіт опубліковано у листопаді 2013 р.²⁶, а у березні 2014 р. було представлено спеціальний звіт²⁷, підготовлений на основі поглибленого аналізу сигнальних індикаторів дисбалансів для 17 держав ЄС, які за підсумками минулого року демонстрували різні ознаки макроекономічної нестабільності.

²⁶Alert Mechanism Report 2014 / European Commission. – Brussels, 13.11.2013. – 32 pp.

²⁷Results of in-depth reviews under Regulation (EU) No 1176/2011 on the prevention and correction of macroeconomic imbalances / European Commission. – 05.03.2014. – 21 p.

Таблиця 2

**Динаміка кількості виявлених макроекономічних дисбалансів (з десяти можливих)
у країнах ЄС за 2001–2010 рр.**

Країна ЄС	2001 р.	2002 р.	2003 р.	2004 р.	2005 р.	2006 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.
Бельгія	3	2	4	4	3	3	4	4	4	3
Німеччина	1	2	2	2	2	2	3	2	2	2
Ірландія	1	3	3	4	5	5	5	7	6	6
Греція	5	4	6	6	5	5	4	4	6	5
Іспанія	4	5	6	6	7	6	6	6	6	6
Франція	2	2	4	4	4	3	2	2	2	2
Італія	4	3	4	4	2	2	2	2	3	2
Кіпр	2	3	3	4	5	5	5	4	3	6
Люксембург	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Мальта	2	2	3	4	5	6	5	7	5	3
Нідерланди	4	2	3	2	2	2	2	3	3	3
Австрія	1	1	1	1	1	1	2	1	4	3
Португалія	6	4	5	4	5	5	5	6	5	6
Фінляндія	2	2	3	2	1	1	1	2	4	4
Данія	2	1	1	3	3	3	3	4	2	2
Швеція	3	2	2	4	3	3	4	4	4	4
Велика Бри- танія	2	4	4	4	3	3	4	2	2	2
Болгарія	5	3	4	4	5	6	6	6	6	4
Чехія	1	3	3	2	1	1	3	3	2	2
Естонія	4	4	5	5	5	5	4	6	5	5
Латвія	4	4	4	4	5	5	6	4	5	2
Литва	4	4	3	3	5	5	5	4	4	2
Угорщина	4	5	5	4	5	4	4	5	5	2
Польща	4	3	2	3	2	3	4	4	3	3
Румунія	1	3	2	2	3	6	6	4	3	3
Словенія	2	1	1	2	1	1	2	3	4	2
Словаччина	3	4	3	3	5	5	5	5	5	5

Джерело: ECB Monthly Bulletin / European Central Bank. – № 6. – June 2012. – С. 77.

Дані цього звіту свідчать, що посткризове відновлення європейської економіки, яке хоч і має незначні темпи та глибину, все ж таки сприяло зменшенню макроекономічного розбалансування в об'єднаній Європі. Із 28 членів Євросоюзу, за підсумками 2013 р., детальний аналіз був застосований до 17 країн-учасниць, які раніше показали помітні відхилення від встановлених "критичних меж" сигнальних індикаторів. За результатами аналізу, Єврокомісія визнала у трьох із них (Італії, Хорватії та Словенії) існування надмірних макроекономічних дисбалансів, а у 11 країн ЄС (Бельгії, Болгарії, Німеччини, Ірландії, Іспанії, Франції, Угорщини, Нідерландах, Фінляндії, Швеції та Великій Британії) – наявність досить помірних дисбалансів. Відносно ще трьох країн (Данії, Люксембургу та Мальти) було зафіксовано відсутність серйозних диспропорцій. Для кожної з 17 країн, що пройшли моніторинг, залежно від виявленого рівня розбалансування національної фінансово-економічної системи Єврокомісія надала відповідні рекомендації щодо реалізації профілактичних або коригуючих заходів.

У зазначеному звіті Єврокомісії також відмічено, що протягом останніх років відбулося зміщення основних зон макроекономічної нестабільності в ЄС. Якщо в 2010 р. розбалансування більшості європейських економік було пов'язано з дефіцита-

ми платіжного балансу та державного бюджету, значною питомою вагою затрат на робочу силу, а також ціновою динамікою на ринку житла, то на початку 2014 р. його головними причинами названо надмірні боргові зобов'язання приватного сектора економіки, загальмовані інвестиційні процеси та неприйнятно високий рівень безробіття.

Відмічаючи важливість застосовуваної Єврокомісією системи сигнальних індикаторів для виявлення макроекономічних дисбалансів як прогностично-аналітичного інструменту, слід зазначити необхідність та існуючі шляхи підвищення його ефективності. На наш погляд, для цього необхідно:

- доповнити діючу систему сигнальних індикаторів показниками:
- соціального й інституціонального розбалансування (індикатори динаміки і диференціації доходів населення, змін соціальних стандартів добробуту, інтенсивності міграції, ступеня соціальної напруженості, інституційної довіри тощо),
- регіонального розвитку країн – учасниць ЄС (індикатори регіональних диспаратів щодо випуску продукції, зайнятості, доходів, умов проживання населення тощо);
- надати теоретично виважене економетричне обґрунтування порогових значень сигнальних

індикаторів для характеристики макроекономічних дисбалансів, а також конкретизувати умови перегляду таких порогових значень;

- запровадити оцінювання ступеня та тривалості розбалансування в економіках країн ЄС, зокрема, шляхом оцінки ступеня та тривалості перевищення встановлених “критичних меж” сигнальних індикаторів;

- випробувати застосування діючих або альтернативних індикаторів раннього сповіщення у квартальному вимірі.

Враховуючи результативність описаного європейського досвіду, видається доцільним розроблення аналогічної системи сигнальних індикаторів макроекономічних дисбалансів для України. Особливо актуальним це є, зважаючи на нестабільність внутрішньої суспільно-політичної ситуації, що виникла на початку 2014 року, з одного боку, та невисоку міжнародну конкурентоспроможність національної економіки, низку невирішених проблем її інституційного та структурного розвитку, уразливість перед можливими наступними хвилями світової фінансово-економічної кризи – з іншого.

Зокрема, міжнародні фінансові організації дають не досить оптимістичні прогнози щодо макроекономічного розвитку України у найближчий період. Так, згідно з прогнозними оцінками ЄБРР, скорочення реального ВВП України у 2014 р. спостерігатиметься на рівні 9,0%²⁸. МВФ прогнозує в Україні у поточному році 6,5% спад валового випуску та зростання рівня безробіття до 10% (порівняно з 7% у 2013р.), при цьому вказуючи на майбутнє погіршення макрофінансової ситуації в Україні (зокрема, збільшення прямого гарантованого боргу державного сектора до 67,6% ВВП, а зовнішнього валового боргу – до 102,2% ВВП) унаслідок обвального зниження обмінного валютного курсу та сплеску інфляції, прогнозний рівень котрої на кінець 2014 р. становитиме 19%²⁹.

Вирішення проблем макроекономічного розвитку України визначальною мірою залежатиме від ефективності її державної політики, одним із аналітичних інструментів якого може стати система індикаторів макродисбалансів, побудована з урахуванням вітчизняної специфіки.

Спираючись на описаний вище досвід ЄС, тематичні напрацювання українських і зарубіжних учених (у т.ч. викладені у зазначених нижче працях³⁰),

²⁸ Regional Economic Prospects in EBRD Countries of Operations / European Bank for Reconstruction and Development. – September 2014. – 23 p.

²⁹ World Economic Outlook: Legacies, Clouds, Uncertainties / International Monetary Fund. – October 2014. – 223 pp.; Central, Eastern, and Southeastern Europe. Regional Economic Issues Update / International Monetary Fund. – October 2014. – 22 p.

³⁰ Структурна гармонізація економіки України як чинник економічного зростання / за ред. д-ра екон. наук І.В.Крючкової. – К.: Експрес, 2007. – С. 492–495; Шумська С.С., Скрипниченко М.І. Інструментарій моніторингу та оцінки загроз стабільності економічного розвитку України // Економіка і прогнозування. – 2010. – № 2. – С. 26–43; Шкляр А.І. Формування системи індикаторів фінансової стабільності на ринках, що розвиваються: актуальні підходи для України // Економіка і прогнозування. – 2012. – № 1. – С. 37–54; Смыслов Д.В. Глобальные дисбалансы и согласование

а також відповідні національні методики³¹, ми пропонуємо орієнтовний перелік сигнальних показників, на основі яких можна відслідковувати макророзбалансування в економічній, фінансовій і соціальній сферах розвитку України, та надавати відповідні рекомендації щодо вітчизняної політики державного регулювання (табл. 3).

Наведена вище система аналітичних показників відрізняється від системи індикаторів макроекономічних дисбалансів ЄС у таких аспектах:

1) дисбаланси класифікуються не за походженням (внутрішні, зовнішні), а за сферою їх виникнення, що дає можливість визначити напрям і відповідні інструменти політики держрегулювання, які мають бути застосовані для поліпшення ситуації в цій сфері;

2) запропоновано розширений перелік індикаторів нестабільності, а також інші порогові значення для деяких із них, що відбиває існуючу проблематику соціально-економічного розвитку України;

3) залучено сигнальні індикатори, що враховують специфіку розвитку України як держави з перехідною економікою, зокрема, її експортну орієнтацію, значну залежність від зовнішньо-економічної кон'юнктури, вразливість системи енергозабезпечення, надмірне майнове розшарування населення тощо.

Наступними кроками при побудові запропонованої системи індикаторів макроекономічних дисбалансів в Україні мають стати: практичні розрахунки значень сигнальних індикаторів на основі ретроспективних статистичних даних; оцінка відхилень розрахованих значень від встановлених “критичних меж”; виділення на основі такої оцінки певних зон вітчизняного макроекономічного регулювання, а саме: зони ризику (загрозливих розбалансувань), зони підвищеної уваги, зони відносної макроекономічної (соціальної) стабільності; розроблення комплексу відповідних заходів держрегулювання для виправлення виявлених загрозливих дисбалансів та недопущення поглиблення некритичних розбалансувань на макрорівні.

национальных макроэкономических политик в рамках “Группы 20” // Деньги и кредит. – № 8. – 2011. – С. 7–12; Фёдорова Е.А., Лукасевич И.Я. Прогнозирование финансовых кризисов с помощью экономических индикаторов в странах СНГ // Проблемы прогнозирования. – № 2. – 2012. – С. 112–121; Babecký J., Havránek T., Matějů J., Rusnák M., Šmídková K., Vašíček B. Leading Indicators of Crisis Incidence: Evidence from Developed Countries // ECB Working Paper Series / European Central Bank. – № 1486. – October 2012. – 28 pp.; Малкина М.Ю. Управление официальными международными резервами государств в условиях глобальных рисков // Труды Нижегородского государственного технического университета им. П.Е. Алексеева. – № 2(81). – 2010. – С. 286–293; Илларионов А. Как был организован российский финансовый кризис (окончание) // Вопросы экономики. – № 12. – 1998. – С. 12–31; Некоторые подходы к разработке системы индикаторов мониторинга финансовой стабильности / [Дробышевский С.М. (рук. авт. коллектива) и др.]. – М.: ИЭПП, 2006. – 305 с.

³¹ Методика розрахунку рівня економічної безпеки України, затверджена наказом Міністерства економіки України від 02.03.2007р. № 60 (<http://www.me.gov.ua/>); Методика вимірювання регіонального людського розвитку. – К.: Інститут демографії та соціальних досліджень імені М.В. Птухи НАН України; Міністерство економічного розвитку і торгівлі України; Державна служба статистики України, 2012. – 50 с.

Таблиця 3

**Орієнтовний перелік індикаторів макророзбалансувань
соціально-економічного розвитку України**

Індикатор макророзбалансувань	Критичне значення індикатора [джерело визначення]
Чиста міжнародна інвестиційна позиція, % ВВП	-35% ВВП
Обсяг валових золотовалютних резервів, місяців прогнозованого обсягу імпорту	≤ 3 міс.
Відношення міжнародних резервів до короткострокового зовнішнього боргу країни, %	≤ 100%
Відношення грошової маси М2 до золотовалютних резервів країни, %	≤ 70%
Дефіцит бюджету, % ВВП	≥ 3% ВВП
Загальний зовнішній державний борг, % ВВП	≥ 60% ВВП
Загальний внутрішній державний борг, % ВВП	≥ 30%
Зовнішній борг корпоративного сектору, % ВВП	≥ 160% ВВП
Частка покриття дефіциту зведеного бюджету за рахунок зовнішніх запозичень, %	≥ 30%
Частка покриття державними цінними паперами внутрішнього державного боргу, %	≥ 30%
Частка іноземного банківського капіталу в загальному обсязі банківського капіталу, %	≥ 30%
Річний приріст обсягів кредитування приватного сектору, % ВВП	≥ 15% ВВП
Рівень споживчої інфляції (до грудня попереднього року), %	≥ 107%
Зміна реального ефективного обмінного курсу (РЕОК), середня за останні 3 роки, %	від -11% до +11%
Величина сальдо рахунку поточних операцій, середня за останні 3 роки, % ВВП	від -4% до +6% ВВП
Зміна частки експорту товарів і послуг у платіжному балансі (середня за останні 3 роки), %	-6%
Відношення дефіциту (профіциту) торгівельного балансу до загального обсягу зовнішньої торгівлі, %	≥ 5%
Рівень "тінізації" економіки, % ВВП	≥ 30%
Приріст номінальної вартості робочої сили в розрахунку на одиницю продукції, %	≥ 12%
Рівень капіталоутворення (валового нагромадження основного капіталу), % ВВП	≤ 25%
Ступінь зношеності основних засобів промисловості, %	≥ 35%
Частка сировинного та низького ступеня переробки експорту у загальному обсязі товарного експорту, %	≤ 40%
Частка власних джерел у балансі паливно-енергетичних ресурсів держави, %	≤ 50%
Дитяча смертність (смертність дітей у віці до 5 років), ‰	≥ 1,6 ‰
Демографічне навантаження непрацездатного населення на працездатне, %	≥ 60%
Частка осіб із освітою не нижче рівня "базова вища" серед населення 25 років і старше, %	≤ 65%
Рівень безробіття (середній за останні 3 роки), %	≥ 10%
Рівень бідності за відносним критерієм (питома вага населення, еквівалентні сукупні витрати якого не перевищують 75 % медіанного рівня), %	≥ 25%
Питома вага домогосподарств, які робили заощадження, або купували нерухомість, %	≤ 50%
Відношення сукупних витрат 10% найбагатших та 10% найбідніших громадян, разів	≥ 8 разів

ПРОБЛЕМИ РЕГУЛЮВАННЯ НЕСТАБІЛЬНОСТІ ПЛАТІЖНОГО БАЛАНСУ КРАЇНИ: СУЧАСНИЙ ДИСКУРС ТА НЕВИРІШЕНІ ПИТАННЯ

Процес становлення ринкових відносин у трансформаційній економіці України постійно породжує нові виклики і завдання щодо формування оптимальних умов господарювання та механізмів його регулювання з метою забезпечення соціально-економічного розвитку. Сучасний етап ринкової трансформації економіки України значно ускладнюється суперечностями процесу глобалізації, які визначають умови економічної динаміки та загальні результати зміни характеру економічних відносин.

Проблеми виходу на траєкторію збалансованого економічного розвитку та забезпечення макроекономічної стабільності за сучасних викликів глобалізації значно підвищують роль національного зовнішньоекономічного сектора як потенціального чинника відтворення та розвитку соціально-економічної системи на тлі становлення інформаційно-мережевого суспільства. Але водночас глобалізаційні процеси суттєво ускладнюють взаємозв'язок між економічним простором окремої країни та розвитком форм міжнародного обміну, зокрема, завдяки зростаючій віртуалізації економічного життя, невинному відокремленню фінансового сектора економіки від реального та стрімкому зростанню ролі інформації та чинника довіри у соціально-економічному розвитку.

Це підвищує значущість дослідження не тільки поточних тенденцій та ризиків зовнішнього дисбалансу, а й фундаментальних підвалин взаємодії національної економіки із “рештою світу”, що відбивається розвитком та трансформацією внутрішніх зв'язків системи платіжного балансу країни, задля визначення адекватних механізмів корекції його стану та зменшення негативного впливу зовнішніх шоків на макроекономічне середовище.

Слід зазначити, що питання щодо регулювання нестабільного стану платіжного балансу та його впливу на економіку країни виникли не сьогодні та є дискусійними вже майже чотири століття.

Історія розвитку теоретичних поглядів щодо платіжного балансу та його регулювання розпочинається за умов набуття регулярності обміну між країнами на початку XVI – у сере-

дині XVII століття у роботах представників меркантилізму. Спочатку категорія “платіжний баланс” застосовувалася водночас із поняттям “торговельний баланс”, відображаючи логіку товарної природи грошей та багатства. Як економічна категорія платіжний баланс вперше системно досліджується Т.Маном, Е.Місселденом та А.С'єрра, які доводять існування зв'язку між активним торговельним балансом, динамікою відсоткових ставок та формуванням стимулів до інвестицій і довгостроковим економічним зростанням. Подальший розвиток концепцій платіжного балансу в рамках течій класичної та маржиналістської економічних теорій проходив імпліцитно за припущень, по-перше, отождоження із торговельним балансом та, по-друге, відсутності монетарних ефектів міжнародної торгівлі. Вважалося, що торгівля, заснована на законі порівняльних переваг, завжди приводить до підвищення добробуту, підтримується повна зайнятість ресурсів, а платіжний баланс автокоригується механізмом відносних цін, тобто є суто технічним моментом міжнародного обміну. Тому впродовж епохи золотого стандарту завдяки реальному втіленню у грошах вартості товарів, що беруть участь в обміні, проблема вирівнювання платіжних балансів не була актуальною (відповідно до положень кількісної теорії Д.Юма з доповненнями Дж.С.Мілля), що давало змогу теоретично обґрунтовувати економічну вигоду вільної торгівлі та зменшити її державне регулювання, відображаючи прагнення суспільства до лібералізації економічних відносин.

Після відміни золотого стандарту впровадження системи гнучких курсів знов дозволило обґрунтувати принцип автокоригування платіжного балансу суто ринковими силами за умов припущення повної цінової еластичності попиту на експорт та імпорт та, відповідно, відсутності впливу на перерозподіл доходів та економічне зростання. Однак функціональні суперечності між ринковим та державним механізмами регулювання у 30-ті роки XIX століття відродили суспільне значення державної економічної політики крізь призму відображених Дж.М.Кейнсом поведінкових аспектів ринку

(більшої схильності до зберігання на відміну від інвестування через усвідомлення невизначеності, переваги ліквідності – все, що було означено як *animal spirits*). Це започаткувало новий напрям дослідження платіжного балансу в економічній думці: інституційний. Водночас у макроекономічній теорії Кейнса по суті самостійний аналіз процесів та механізму відтворення таких первинних факторів розвитку економіки, якими є засоби праці, що відтворюються, та природні ресурси, що є невідторювальними, був відсутнім³². Це з самого початку розвитку макроекономічної статистики заклало певні вади розуміння якісних характеристик формування, розподілу та використання доходів, у тому числі й через систему міжнародного обміну, тобто платіжний баланс (відтоді й починає свій розвиток функціональний підхід до розуміння його природи та, відповідно, принципів регулювання).

Представниками кейнсіанського напрямку було відзначено особливість характеру експорту в структурі сукупного попиту, що дозволило Р. Харроду та Н. Калдору з'ясувати та обґрунтувати вплив платіжного балансу (торгівлі) на економічне зростання. Регулювання зовнішньої незбалансованості здійснювалося через розбудову системи стимулів до інвестицій та відповідне зменшення безробіття (у разі активного торговельного балансу) та механізмів скорочення сукупного попиту за рахунок імпорту (у протилежному випадку), тобто інструментами державної економічної політики.

Подальшим глибинним внеском в еволюцію концепцій платіжного балансу стали ідеї представника “неокласичного синтезу” Дж. Міда, який спробував об'єднати мікроекономічний лібералізм із макроекономічним менеджментом у формі взаємодії внутрішньої та зовнішньої рівноваги економічної системи для підвищення добробуту суспільства. Однак категорія зовнішньої рівноваги так і не отримала свого інструментального визначення в умовах зростаючого впливу потоків капіталу.

Сучасний дискурс щодо принципів регулювання платіжного балансу збагатив науку емпіричними дослідженнями особливостей прояву валютних криз, розробками систем попереднього запобігання дестабілізації платіжного балансу та ін. Але більшість сучасних концеп-

цій регулювання зовнішньої рівноваги в рамках мейнстріму економічної теорії здебільшого зосереджується на функціональних дослідженнях окремих питань: ефективності фіскальної або монетарної політики за умов різних типів валютних режимів, особливостей прояву криз платіжного балансу, трансмісійного механізму валютного курсу та інші (Р.Манделл, М.Обстфельд, П.Кругман, Р.Дорнбуш, М.Мусса, М.Брейер, Дж.Френкель та ін.).

Глобальна фінансово-економічна криза, що розпочалася у 2008 році і досі не подолана, загострила глибинні проблеми економічної теорії у сфері розуміння співвідношень між реальною економікою і фінансовим сектором. Одним із проявів цієї проблеми є недостатнє теоретичне осмислення платіжного балансу як цілісної системи, що відображає складні нелінійні взаємозв'язки між структурою економіки та динамікою фінансових потоків, що пов'язують країну із зовнішнім світом. Існуючі глобальні дисбаланси світової економіки свідчать про недостатню ефективність відомих підходів до розуміння і регулювання платіжного балансу:

- монетарних (на основі саморегулюючої дії ціни, яка в умовах глобального капіталізму і мережових ефектів характеризується можливими “провалами ринку”),
- кейнсіанських (на основі перерозподілу доходу шляхом стимулювання попиту, враховуючи ймовірність зростання імпорту в умовах незадоволеності внутрішнього попиту),
- інституційних (через механізми поширення та імплементації стандартів, регламентів і процедур регулювання міжнародного обміну, зважаючи на ризик збільшення інструментів прихованого валютного демпінгу і протекціонізму, ескалації валютних воєн тощо).

Суперечності глобалізації, породжені збільшенням ступеня відкритості, пов'язаності і взаємовпливу національних економічних систем, сприяли значному зростанню волатильності світової ринкової кон'юнктури і формуванню нових викликів. Ці виклики пов'язані з фінансово-економічним, політичним, технологічним і соціокультурним аспектами глобалізації, поєднання яких обумовлює багаторівневу та складну систему зворотних зв'язків між процесами міжнародної кооперації та спеціалізації, національним економічним розвитком та забезпеченням добробуту суспільства.

Сучасна фінансово-економічна динаміка має ряд принципово нових характеристик щодо попереднього етапу розвитку соціально-

³² Плышевский Б. Теоретические истоки СНС: основные этапы формирования ее принципов и методологии // *Экономист*. – 2014. – № 6. – С. 42.

економічних відносин. Передусім це стосується глобального розповсюдження інформаційно-мережових структур, що деформують уявлення про закономірності обміну, обігу грошей, динаміки цін та валютних курсів та ін. В умовах глобалізації та становлення інформаційно-мережевого суспільства економічній динаміці властиві переважно нерівноважні стани, часті екзогенні шоки і фінансові кризи, що повинно враховуватися при дослідженні закономірностей розвитку сучасних економічних систем.

Питання макроекономічної стабільності й забезпечення економічного зростання тісно переплітаються з проблемами забезпечення фінансової стабільності, оскільки в умовах сучасної монетарної економіки саме грошові та фінансові представники вартості забезпечують процес її руху в різних зовнішніх формах обміну, в тому числі й міжнародного, відображенням якого виступає платіжний баланс.

Необхідність системного підходу до прогнозування валютних криз і криз платіжного балансу, особливо для країн з ринками, що формуються, була визнана серед аналітиків-практиків і в академічних колах майже два десятиліття тому після Мексиканської кризи 1994–1995 років і Східноазіатської кризи 1997–1998 років. У дослідженнях експертами відзначалося, що значну частину криз можливо було уникнути підтриманням достатнього рівня міжнародних резервів³³. У відомій роботі П.Кругмана “Модель кризи платіжного балансу” механізм розвитку кризового стану пояснюється реалізацією так званої “трилемми цілей” в умовах незбалансованого зростання внутрішнього кредиту, фіксованого режиму валютного курсу і збільшення ступеня фінансової інтеграції³⁴. Міжкраїнний аналіз криз 70 – середини 90-х років довів, що практично всі вони за своїм характером відображали класичний тип валютних криз першого покоління: ще до початку спекулятивних атак міжнародні резерви країн були значно виснажені, навіть до зростання рівня зовнішніх потоків капіталу. Основними рекомендаціями для виходу з кризи цього типу було проведення стримуючої фіскальної та грошово-кредитної політики з метою поліпшення станів тор-

гового балансу країни та підвищення рівня резервів.

Водночас в умовах зростання ступеня лібералізації потоків капіталу в усьому світі, в країнах з ринками, що формуються, спостерігалися випадки зростання рівня міжнародних резервів за рахунок припливу капіталу, незважаючи на погіршення стану поточного рахунку платіжного балансу, що ускладнило можливості аналізу та прогнозування фінансових криз і криз платіжного балансу, ґрунтуючись лише на оцінці рівня міжнародних резервів країни. Підвищений оптимізм з приводу вигод глобалізації в результаті зняття торгових бар’єрів і відповідного зниження трансакційних витрат на початку 90-х років досить швидко поширився і в фінансову сферу (в першу чергу, в країнах Латинської Америки і, трохи менше, в країнах Східної Азії). На рис. 1 і рис. 2 показана порівняльна динаміка фінансової інтеграції, що відображає ступінь *de-jure* фінансової відкритості країни індексом Чінн-Іто (за групами країн) і ступінь *de-facto* фінансової відкритості співвідношенням чистих і валових зовнішніх активів країни до її ВВП³⁵.

Нові правила функціонування фінансових ринків в умовах зростаючої фінансової глобалізації відкрили нові канали формування криз платіжного балансу. Якщо на початку сучасного етапу досліджень основна увага приділялася неузгодженості фіскальної та монетарної політик щодо зобов’язань з підтримки фіксованого валютного курсу, то з середини 90-х років актуалізується новий механізм криз. Враховуючи те, що кризи в країнах європейської валютної системи на початку 1990-х сталися в країнах з “добрими” макроекономічними показниками, моделі другого покоління криз платіжного балансу спробували роз’яснити, чому спекулятивні атаки стають можливими навіть за умови збалансованого розвитку національної економіки³⁶.

Принцип спекулятивної атаки в моделях другого покоління пояснювався існуванням феномена пророцтва, що самореалізується, в умовах невизначеності економічної діяльності і пов’язаних з цим інституційних аспектів³⁷.

³³ Kaminsky G., Reinhart C. On Crises, Contagion, and Confusion // *Journal of International Economics*. – 2000. – Vol. 51. – P. 145–168.

³⁴ Krugman, P. A. Model of Balance-of-Payments Crises // *Journal of Money, Credit and Banking*. – 1979. – Vol. 11 (August). – P. 311–325

³⁵ Chinn, M. D., H. Ito. Current Account Balances, Financial Development and Institutions: Assaying the World “Saving Glut” // *Journal of International Money and Finance*. – 2007. – № 26. – P. 546–569.

³⁶ Agénor, Bhandari, Flood. Speculative Attacks and Models of Balance of Payments Crises // *Staff Papers – International Monetary Fund*. – 1992. – Vol. 39, No. 2. – P. 357–394.

³⁷ Claessens S., Klingebiel D. and Laeven L. Resolving Systemic Crises: Policies and Institutions // *World Bank Policy Research*

По-перше, існування зазначеного феномена пояснюється фактором ірраціональної (“стадної”) поведінки інвесторів. Як відзначають Р.МакКіннон і Х.Пілл, “інвестори вкладають ресурси в популярні активи, але вони часто знають далеко не все про ці активи”³⁸.

У висновку до роботи “Анатомія криз” Г.Кальво зазначає: “Якщо інвестори вважатимуть тебе нічого не вартим, ніяких коштів і не надійде, в результаті чого ти в дійсності опинишся нічого не вартим”³⁹. Друге важливе доповнення феномена пов’язано із мережевим характером інформації (ефектом оголошень), що призводить до лавиноподібного поширення паніки⁴⁰. Застосування в аналізі моделей валютних криз другого покоління дало можливість пояснення “зараження” кризою, що мало місце серед країн Східноазійського регіону в 1997–1998 роках⁴¹.

Проте Азійські кризи неможливо повністю пояснити тільки факторами криз першого і другого поколінь, оскільки там спостерігалася досить позитивна динаміка макроекономічних показників: значне економічне зростання, недооцінені валюти, відсутність бюджетних дефіцитів, помірний держборг. Ще до виходу у світ роботи Дж.Стігліца “Глобалізація: тривожні тенденції” Р.МакКіннон у “Послідовності економічної лібералізації” відзначив, що лібералізація торгівлі та фінансового ринку повинна відбуватися з “необхідною” швидкістю і в чітко вивірених послідовності: “Збільшення ступеня фінансової відкритості країни веде до зростання її добробуту тільки за умови, що єдине викривлення ринкового механізму в економіці пов’язано з міжчасовим обмеженнями міжнародної торгівлі. Існування будь-яких інших спотворень або незбалансованостей на момент відкриття фінансових ринків тягне за собою зниження добробуту нації. Важливим прикладом подібного спотворення є такий вид постконтрактного опортунізму як моральний ризик, який виступає імпліцитною субсидією для запозичення та ін-

вестування”⁴². У розвитку Азійської кризи 1997–1998 років саме фактор морального ризику став основоположним тригером індукування синдромом надмірного запозичення та накопичення “поганих” кредитів. Кризи, пов’язані з реалізацією цього синдрому, були віднесені до валютних криз третього покоління. Найбільш глибоко, на наш погляд, механізм їхнього формування викладено в роботі Р.МакКіннона і Х.Пілла “Надійні лібералізації та міжнародні потоки капіталу: синдром надмірного запозичення”⁴³. З моделі МакКіннона – Пілла, що зображує малу відкриту економіку, випливає, що в умовах невизначеності нейтральне ставлення до ризику з боку банків не веде до надмірного зростання внутрішнього кредитування, оскільки відсоткова ставка визначається середньою доходністю. У свою чергу інформаційна асиметрія веде, з одного боку, до формування морального ризику (ситуації, в якій прийняття надмірного ризику *ex ante* обумовлено гарантуванням можливих втрат *ex post*), а з іншого – явища “несприятливого відбору” (нездатності розмежування проблемних і надійних проектів/клієнтів, у результаті якого підвищується премія за ризик, що робить позикове фінансування привабливим тільки для надризикових проектів/клієнтів). Відповідно кредитуються переважно високоприбуткові *ex ante* і високоризикові проекти і, як наслідок, неповорнення частини кредитів, характер цього кредитування – надмірний, а банківський відсоток – завищений. Реалізація цього сценарію веде, відповідно, до надмірного інвестування в перший період у порівнянні з ситуацією нейтрального ставлення банків до ризику. Водночас подібне надмірне споживання кредитів відносно невелике, якщо країна не має доступу до міжнародних ринків капіталу (зважаючи на обмеженість внутрішніх заощаджень). Ситуація кардинально змінюється в умовах проведення фінансової лібералізації без вирішення проблеми морального ризику. В цьому разі надмірне запозичення веде: а) у першому періоді – до зростання відсоткових ставок і “надто-споживання”, б) у наступні періоди – до скорочення споживання нижче за очікуваний рівень або втрати платоспроможності, продовження зростання відсоткових ставок у зв’язку із додатковим збільшенням попиту на гроші.

Working Paper. – 2003. – № 3377. – Pp. 1–38; Cole H., Kehoe T. Self-Fulfilling Debt Crises // The Review of Economic Studies. – 2000. – Vol. 67, No. 1. – P. 91–116.

³⁸ McKinnon, R. I., Pill, H. International Overborrowing. A Decomposition of Credit and Currency Risks // Stanford University Economics Department Working Papers. – 1998. – No. 98–004.

³⁹ Calvo, G. Puzzling over the anatomy of crisis (<http://www.columbia.edu/~gc2286/documents/CalvoBOJpaperMay2013REVJune282013.pdf>)

⁴⁰ Dasgupta A. Financial contagion through capital connections: a model of the origin and spread of bank panics // Journal of the European Economic Association. – 2004. – № 2(6). – P. 1049–1084.

⁴¹ Eichengreen B., A. Rose, Wyplosz C. Contagious Currency Crises // NBER Working Paper. – 1996. – № 5681.

⁴² McKinnon, Ronald I. The order of economic liberalization (<http://www.jstor.org/stable/40440120>). – С. 4.

⁴³ McKinnon, Ronald I., Huw Pill. Credible Liberalizations and International Capital Flows: The Overborrowing Syndrome (<http://www.nber.org/chapters/c8557.pdf>).

Як свідчить міжнародний досвід, у країнах зі слабким банківським сектором кредитний бум на внутрішньому ринку, фінансований із зовнішніх джерел, часто призводить до погіршення фінансового стану банків, виникнення проблем з обслуговуванням зовнішніх боргів та розгортання “подвійних криз” – платіжного балансу і банківських криз з руйнівними тривалими наслідками. Найчастіше проблеми банківського сектора передують валютні кризи, а валютні кризи, у свою чергу, поглиблюють кризи банківські⁴⁴. Окремим типом криз дослідники відзначають рефлексивний зв'язок “подвійних криз”: платіжного балансу і державного сектора⁴⁵. Механізм самореалізації валютної кризи, викликаний зростанням внутрішнього державного боргу, пояснюється девальваційними очікуваннями на фінансових ринках, які призводять до зростання реальних відсоткових ставок за деномінованими в національній валюті державними борговими інструментами, що, у свою чергу, скорочує можливості обслуговування державою цих зобов'язань у майбутньому та в підсумку призводить до девальвації.

Як наголошується в аналітичних роботах, присвячених дослідженню валютних і фінансових криз останньої чверті століття та світової фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр., сучасні фінансові аналітики та експерти здебільшого виявляються нездатними заздалегідь виявити і передбачити кризи: “Ринки практично не помітили наближення кризи в Мексиці в 1994 році чи в Таїланді в 1997 році. Брокери валютних бірж не вказували на зростання очікування девальвації в місяці, що безпосередньо передували падінню валютних котирувань, як у Мексиці, так і в Таїланді. Не сталося й істотного збільшення диференціала відсоткових ставок перед початком кризи в Мексиці (спред за облігаціями Брейді і єврооблігаціями, замість служити раннім сигналом падіння довіри, як видається, зріс тільки після того, як ва-

люти цих країн вже відчули значний тиск)”⁴⁶.

Це відновило інтерес учених і дослідників, з одного боку, і політиків і фінансових менеджерів – з іншого, до питань прогнозування валютних і фінансових криз. Наприкінці 90-х років XX ст. це оформилося у вигляді розробок різними авторами та їхніми групами систем раннього попередження (Early Warning Systems – EWS) криз, в яких зроблено спробу інтегрувати в єдину систему різні набори показників внутрішньої та зовнішньої економічної динаміки країни в прогностичних цілях.

На сьогоднішній день розроблено значну кількість авторських модифікацій систем раннього попередження кризи. Можна виділити таку класифікацію моделей:

1. “Сигнальні” моделі EWS (передбачають побудову певного набору макроекономічних змінних; їхнє відхилення від тренда розглядається як випереджаючі індикатори, “сигнали”, кризи). Розробники: Г.Камінські, С.Лізондо і К.Рейнхарт⁴⁷; Е.Берг, К.Патілло⁴⁸.

2. Моделі аналізу інформаційної асиметрії (засновані на аналізі динаміки цін опціонів, акцій, відсоткових ставок або композитних індексів як найбільш “чутливих” індикаторів стану фінансового ринку). Розробники: Б.Ейченгрін, Е.Роуз, Ч.Віплош⁴⁹; Е.Теннер⁵⁰.

3. Дискретні економетричні моделі (на основі логіт- або пробіт-методики). Розробники: М.Туделла, Е.Фальцетті⁵¹.

Водночас практично всі системи у своїй методології в тій чи іншій мірі спираються на аналіз динаміки індексу тиску на валютний ринок (Exchange Market Pressure Index – EMP Index), який являє собою зважений індекс волатильності декількох показників грошово-кредитного ринку (валютного курсу, відсотко-

⁴⁴ Bauer C., Herz B., Karb V. Are twin currency and debt crises special? // *Journal of Financial Stability*. – 2007. – № 3. – P. 59–84; Bleaney M., Bougheas S., Skamnelos I. A model of the interactions between banking crises and currency crises // *Journal of International Money and Finance*. – 2008. – № 27. – P. 695–706; Domaz I., Martinez-Peria M. Banking Crises and Exchange Rate Regimes: Is There a Link? // *Journal of International Economics*. – 2003. – № Vol. 61, No. 1. – P. 41–72.

⁴⁵ Eichengreen B., A. Rose, Wyplosz C. Contagious Currency Crises // NBER Working Paper. – 1996. – № 5681; Burnside, C., Eichenbaum, M. and Rebelo, S. Government Guarantees and Self-Fulfilling Speculative Attacks // *Journal of Economic Theory*. – 2004. – № 119(1). – P. 31–63; Kaminsky G. Varieties of currency crises // NBER Working Paper. – 2003. – № 10193.

⁴⁶ Берг Э. Задача прогнозирования экономических кризисов / Э. Берг, К. Паттилло // *Вопросы экономики*. – 2000. – № 22. – 18 с.

⁴⁷ Kaminsky G., S. Lizondo and C. Reinhart. Leading Indicators of Currency Crises // *IMF Staff Papers*. – 1998. – Vol. 45 (March). – P. 1–48.

⁴⁸ Berg A., Pattillo C. Are Currency Crises Predictable? A Test // *IMF Staff Papers*. – 1999. – Vol. 46, No. 2. – P. 107–138.

⁴⁹ Eichengreen B., A. Rose, Wyplosz C. Contagious Currency Crises // NBER Working Paper. – 1996. – № 5681; Eichengreen, Barry, Andrew Rose, and Charles Wyplosz. Speculative Attacks on Pegged Exchange Rates: An Empirical Exploration with Special Reference to the European Monetary System // *National Bureau of Economic Research Working Papers*. – 1994. – № 4898.

⁵⁰ Tanner, Evan. Exchange Market Pressure and Monetary Policy: Asia and Latin America in the 1990s // *IMF Staff Papers*. – 2001. – № 47. – P. 311–333

⁵¹ Falcetti E. Tudela M. What do Twins Share? A Joint Probit Estimation of Banking and Currency Crises // *Economica*. – 2008. – № 75. – P. 199–221

вої ставки і обсягу міжнародних резервів) в різному їх поєднанні.

Досвід аналітичного застосування розроблених методик засвідчив, що хоча в деяких випадках EWS дійсно дають своєчасні сигнали про настання кризи, проте потрібна ще значна робота зі з'ясування причин кризових ситуацій та їхнього статистичного калібрування, оскільки й причини, й характер, і тривалість, – тобто практично всі характеристичні властивості криз, як показують відповідні дослідження, – мають тенденцію до змін.

Як відзначають Е.Берг і К.Патілло, боргова криза 80-х років, що почалася з призупинення платежів Мексикою в серпні 1982 року і тривала майже ціле десятиліття, була викликана поєднанням зовнішніх потрясінь і внутрішніх макроекономічних диспропорцій, що збільшувалися протягом попередніх років у період сильного припливу капіталу⁵². Більшість аналітиків вважає, що мало місце поєднання зовнішніх чинників, зокрема таких як погіршення умов торгівлі, різке підвищення відсоткових ставок за активами в доларах США і загальносвітове уповільнення економічного зростання, та внутрішніх: бюджетний дефіцит і завищення валютного курсу. Також потенційним чинником розгортання кризи, що підсилило її розповсюдження та масштаб негативного впливу, стало неефективне керування припливом капіталу, особливо у вигляді прямих або непрямих державних гарантій валютного курсу, наданих державним та приватним позичальникам та відсутність системи макропруденційного нагляду за станом великих інституційних позичальників.

Іншу зовнішню форму прояву мала Мексиканська криза 1994–1995 років, розгортання якої пов'язане з “провалами” макрорегулювання: в умовах завищення валютного курсу на тлі боротьби з інфляцією і лібералізацією фінансового сектора політика управління боргом призвела до надмірного зростання короткострокового боргу в іноземній валюті (доларі США) і відповідної уразливості країни до спекулятивної атаки.

У свою чергу азіатська криза 1997–1999 рр. сталася на тлі достатньо стабільних макроекономічних показників: бюджетного дефіци-

ту, інфляції, валютного курсу⁵³. Однак недостатньо ефективна макропруденційна політика та інвестиційний менеджмент призвели до наростання неякісних активів фінансового і корпоративного секторів.

Слабкість фінансового та корпоративного секторів була єдиною спільною рисою країн Азії, зачеплених кризою. Однак з початком кризи масовий відплив капіталу сприяв її швидкому розростанню і “інфікуванню” сусідніх країн. Ефект поширення кризових явищ, що почалися на фінансових ринках, а також “стадна” поведінка інвесторів, що відбилася не тільки в масовому вилученні коштів з певних валют, а й схильності вивести активи з усього регіону, як вважається, зіграли важливу роль у виникненні “ланцюгової реакції” розповсюдження азіатської кризи 1997–1999 рр.

Позначаючи певні емпіричні залежності, аналітики визнають значну складність у виробленні єдиної системи прогнозування кризових явищ. Проте на основі економетричних розрахунків та експертних оцінок був вироблений загальний набір “симптомів криз”, таких як зниження міжнародних резервів, зростання боргових зобов'язань, динаміка фондових котирувань і відсоткових диференціалів та ін.

Основні показники, найбільш часто використовувані в моделях EWS, відображені в таблиці.

Водночас метод систем раннього попередження криз досить швидко (фактично, протягом 3–5 років) розкрив і свої недоліки: як статистичні, так і якісні, пов'язані з неможливістю включення занадто великої кількості показників і якісною оцінкою економічних процесів. Експертами було відзначено, що ефективність систем раннього попередження не була однозначною: “Прогнози, одержувані на підставі найбільш багатообіцяючих моделей, містять значущу інформацію про загрозу криз, але найчастіше вони подають помилкові сигнали тривоги. Моделі зазвичай дають значно більш надійний результат для історичних періодів, на підставі яких вони були розроблені і розраховані (“в межах вибірки”), ніж для більш пізніх періодів (“по за вибіркою”)⁵⁴.

⁵³ Hardy D., C. Pazarbasioglu. Leading indicators of banking crises: Was Asia different? // IMF Working paper. – 1998. – WP/98/91.

⁵⁴ Берг Э. Задача прогнозирования экономических кризисов / Э. Берг, К. Паттилло // Вопросы экономики. – 2000. – № 22. – С. 12.

⁵² Berg A., Pattillo C. Are Currency Crises Predictable? A Test // IMF Staff Papers. – 1999. – Vol. 46, No. 2. – P. 107–138.

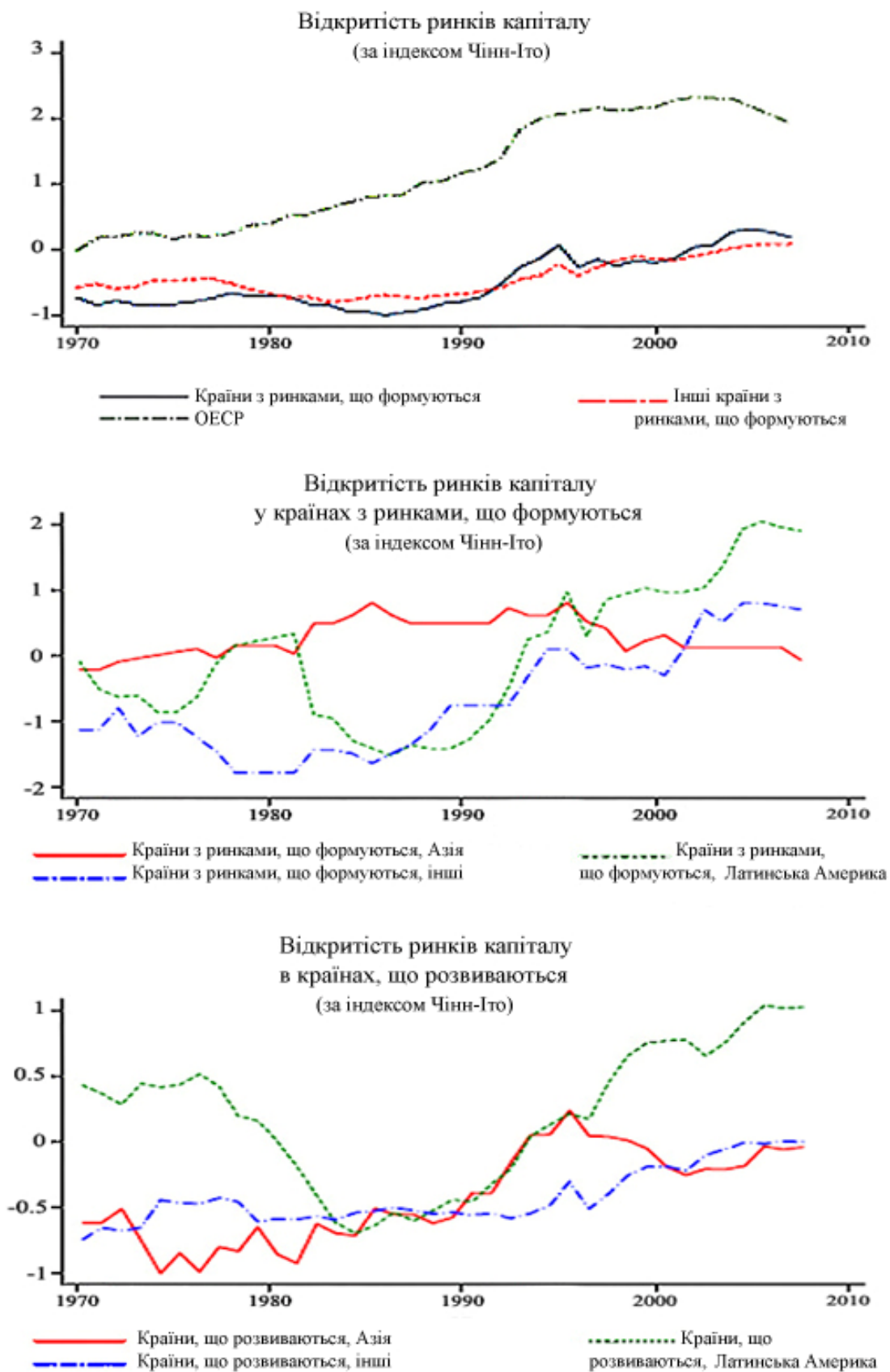
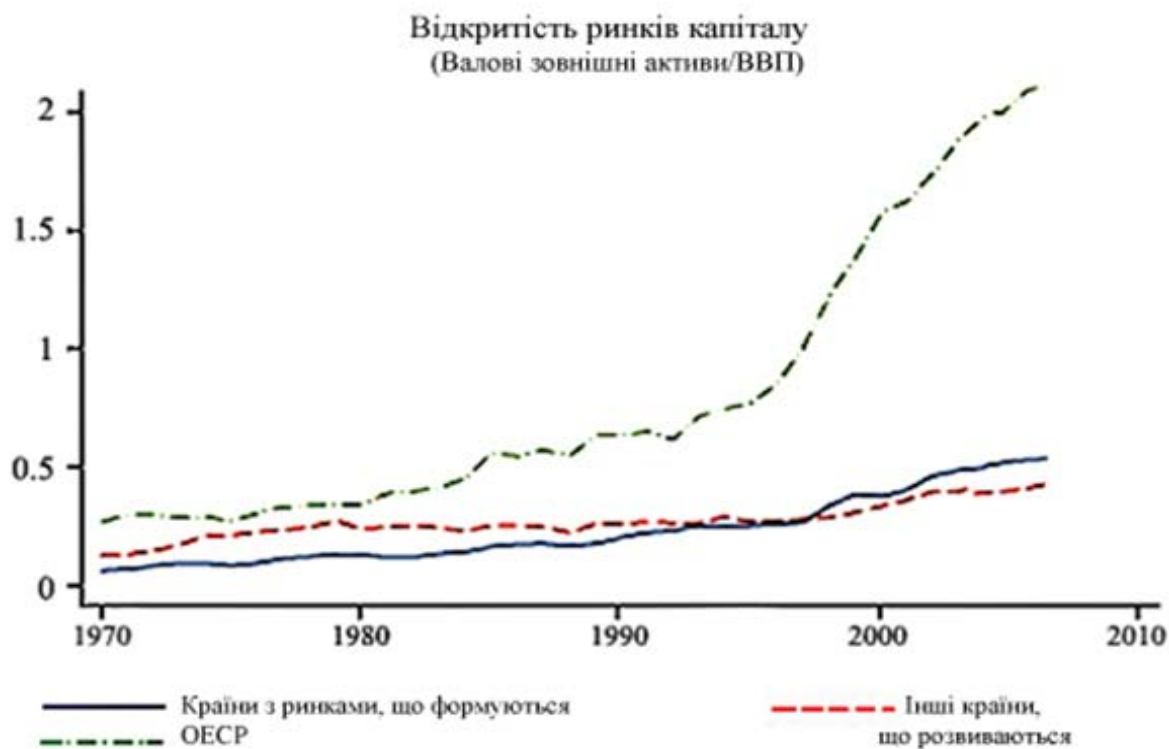
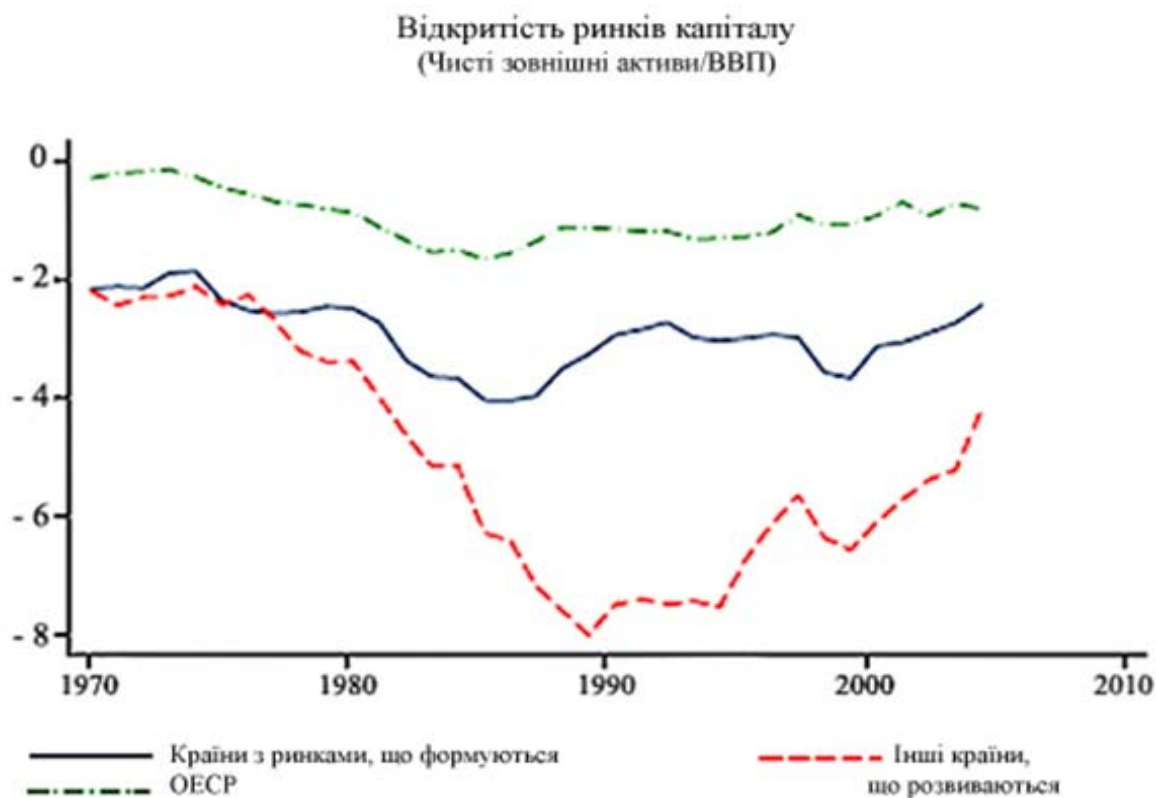


Рис. 1. Динаміка фінансової лібералізації світової економіки (de-jure), 1970–2010 роки
Джерело: Chinn, M. D., H. Ito. Current Account Balances, Financial Development and Institutions: Assaying the World “Saving Glut” // Journal of International Money and Finance. – 2007. – № 26. – P. 546–569.



**Рис. 2. Динаміка фінансової лібералізації світової економіки
(de-facto), 1970–2010 роки**

Джерело: Chinn, M. D., H. Ito. Current Account Balances, Financial Development and Institutions: Assaying the World "Saving Glut" // Journal of International Money and Finance. – 2007. – № 26. – P. 546–569.

Система індикаторів раннього попередження кризи платіжного балансу

Індикатор	Симптом
M2 мультиплікатор	Цикли надмірного запозичення
Внутрішній кредит, % ВВП	
Внутрішня і зовнішня фінансова лібералізація	
Депозити банків	Банківська паніка
Динаміка експорту	Ризики погіршення поточного рахунку платіжного балансу
Динаміка імпорту	
Умови торгівлі	
Реальний ефективний валютний курс	Ризики реверсу капіталу ("sudden stops")
Динаміка міжнародних резервів	
Агрегат M2, % міжнародних резервів	
Диференціал реальної відсоткової ставки	
Світова реальна відсоткова ставка	
Зовнішній борг	
Динаміка притоку капіталу	
Короткостроковий зовнішній борг	
Індикатор тиску на валютний ринок (exchange market pressure)	
ВВП	
Співвідношення реальних відсоткових ставок за кредитами	Економічний спад
Динаміка основних сировинних цін	
Внутрішня реальна відсоткова ставка	

Джерело: складено автором на основі: Eichengreen B., A. Rose, Wyplosz C. Contagious Currency Crises // NBER Working Paper. – 1996. – № 5681; Kaminsky G., S. Lizondo and C. Reinhart. Leading Indicators of Currency Crises // IMF Staff Papers. – 1998. – Vol. 45 (March). – P. 1–48; Berg A., Pattillo C. Are Currency Crises Predictable? A Test // IMF Staff Papers. – 1999. – Vol. 46, No. 2. – P. 107–138; Eichengreen, Barry, Andrew Rose, and Charles Wyplosz. Speculative Attacks on Pegged Exchange Rates: An Empirical Exploration with Special Reference to the European Monetary System // National Bureau of Economic Research Working Papers. – 1994. – № 4898; Tanner, Evan. Exchange Market Pressure and Monetary Policy: Asia and Latin America in the 1990s // IMF Staff Papers. – 2001. – № 47. – P. 311–333; Falcetti E. Tudela M. What do Twins Share? A Joint Probit Estimation of Banking and Currency Crises // Economica. – 2008. – № 75. – P. 199–221; Hardy D., C. Pazarbasioglu. Leading indicators of banking crises: Was Asia different? // IMF Working paper. – 1998. – WP/98/91.

Остання глобальна фінансово-економічна криза із подальшими валютними війнами та оновленим арсеналом прихованих неопротекціоністських заходів активізували попит щодо досліджень з питань прогнозування валютних криз та забезпечення зовнішньої рівноваги.

Визнаючи значний внесок дослідників у поглиблення розуміння причинно-наслідкових зв'язків формування зовнішніх дисбалансів, слід відмітити, що існуюча класифікація криз платіжного балансу відображає трансформацію функціональних і конкретно-історичних форм їхнього проявлення, водночас як фундаментальні закономірності формування, розвитку та реалізації залишаються вивченими не до кінця, що свідчить про необхідність подальшої роботи у цьому напрямі.

На наш погляд, основний недолік сучасних систем раннього попередження криз платіжного балансу закладений, перш за все, в їхньому дискретному характері, та, по-друге, в способі визначення поняття "криза платіжного балансу" як певного суто кількісного показника – відхилення валютного курсу в країні і обсягу міжнародних резервів від їхнього

середнього значення (25% відхилення протягом двох наступних кварталів, за методикою МФВ).

Безсумнівно, з метою моделювання кількісний критерій, за яким оцінюватиметься сила передкризових сигналів, є необхідним. Однак більш важливим має бути, аби цей критерій кількісно відображав внутрішній зміст змодельованого об'єкта та його природи. Про це К.Кіндельбергер ще в 1978 році, вивчаючи природу фінансових криз, відзначав: "Для історика кожна подія є унікальною. Економіст, навпаки, схильний вважати, що сили суспільства і природи розвиваються, повторюючись. Історія конкретна, економіка всезагальна"⁵⁵. Таким чином, існуючі прогнозні системи можуть використовуватися лише як один із численних інструментів аналізу зовнішніх ризиків, а не абсолютна панацея криз, а стан платіжного балансу повинен оцінюватися відповідно до логіки розвитку всієї економічної системи країни.

В теорії систем під кризою розуміється втрата гомеостазу більшою частиною системи такою мі-

⁵⁵ Kindleberger, Charles P., Robert Z. Aliber. Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises. – John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2005. – 355 p.

рою, що без зовнішнього впливу і регулювання система або гине, або повністю перебудовує структуру.

Тобто основною родовою понятійною ознакою цієї категорії виступає внутрішня суперечність функціонування системи, що відбивається через діалектичний розвиток взаємодії об'єктивного і суб'єктивного та відповідним чином порушує принцип системної цілісності. Найбільш глибоко діалектику розв'язання суперечностей шляхом кризових явищ у сучасній економічній науці відображено у чисельних працях А.Гриценко, зокрема в роботах⁵⁶.

Становлення інформаційно-мережевого суспільства та особливості розвитку сучасних форм міжнародного обміну на тлі швидкого розвитку фінансових інноваційних інструментів породжує постійні ризики національного соціально-економічного розвитку та, зокрема, фінансової стабільності економіки. Глобальні дисбаланси і суперечності в перерозподілі доходів і ресурсів свідчать про необхідність подальшого дослідження та теоретичного обґрунтування, по-перше, природи платіжного балансу як складної системи економічних відносин та, по-друге, його місця в розбудові загальної системи орієнтирів соціально-економічного розвитку в умовах сучасних викликів глобалізації.

Оскільки платіжний баланс є результатом сукупності актів міжнародного обміну, його природа розгортається з природи обміну як базового інституту реалізації праці у суспільстві, і пов'язана з подвійністю характеру самої праці, що на міжнародному рівні відбивається процесами кооперації та спеціалізації (конкуренції).

З точки зору сумісно-розділеної природи, з одного боку, платіжний баланс виступає як результат руху певних форм вартості в процесі господарської діяльності суб'єктів національної економіки, і з цієї точки зору є концентрованим вираженням економічної моделі національного розвитку (це його фундаментальна, вартісна, форма). В цьому його "розділеність", оскільки вартісна (часова) складова відображає кількісні витрати праці, локалізовані суто в рамках економічного простору країни. З іншого боку, поза міжнародних економічних відносин системи платіжного балансу не існує, вона розгортається тільки з транснаціональної форми обміну продуктом праці та правами власності (це його актуальна, цінова, форма). Тобто "сумісність" також є необхідним відношенням, що пояснює природу платіжного балансу через механізми попиту та пропозиції в грошовій формі – формі ціни товарів, що торгуються. Комплементарність фундаментальної та актуальної характеристик пла-

тіжного балансу відображається у формі режиму валютного курсу національної грошової одиниці як форми прояву її стабільності та відносного виміру загальнонаціональної продуктивності праці. Дослідження ступеня комплементарності фундаментальної та актуальної характеристик дозволяє інструментально визначити можливий діапазон коливання курсу (фундаментальну номінальну жорсткість) національної грошової одиниці і обґрунтувати інституційні ризики і доцільність того чи іншого валютного режиму.

Відтак, фундаментальною характеристикою стану нестабільності платіжного балансу країни є зростаюча неузгодженість вартісних пропорцій міжнародного обміну країни із "рештою світу". У кожному окремому випадку вона проявляється специфічним чином у динаміці грошових і фінансових представників вартості (цін активів та валютному курсі), і в поєднанні з особливостями конкретних політичних, інституційних, соціальних та економічних умов розгортається і існує в об'єктивній реальності у своїй специфічній актуальній формі нестабільності платіжного балансу.

Збільшення ролі зовнішньоекономічного фактора в процесі соціально-економічної трансформації господарських відносин особливо актуальне для транзитивних економік пострадянського простору через суміщення суперечливих тенденцій: глобальної нестабільності в результаті становлення інформаційно-мережевої економіки, що привносить вимоги відкритості і пов'язаності національних економік, з одного боку, та локальної нестабільності у зв'язку з системно-відтворювальною кризою інверсійного типу розвитку ринкових відносин. Оскільки ця суперечність глобальності і локальності розвивається в системі платіжного балансу країни, дослідження механізмів його стабілізації для країн з перехідною економікою має особливо актуальне значення, оскільки виступає водночас і умовою, і результатом забезпечення усталеного розвитку та суспільного добробуту.

Питання стабільності платіжного балансу сьогодні мають принципове значення й для економіки України, оскільки лібералізація зовнішньоекономічної діяльності та фінансових відносин з самого початку відбувалася непослідовно, мала випадковий характер (залежно від політичного циклу) та регулювалася здебільшого з метою досягнення короткострокових інтересів. Швидко зростаюча відкритість національної економіки за відсутності стратегічних орієнтирів сталого розвитку та присутності корупції позбавила господарчих агентів можливості послідовно та адекватно зреагувати на новітні зміни економічної реальності та сформувані потужний національний промислово-господарчий комплекс. Це зумовило залежність розвитку внутрішнього ринку від зовнішніх попиту та пропозиції, нівелювало значну частину інвестиційних можливостей цієї взаємодії для країни та сприяло розповсюджен-

⁵⁶ Гриценко А.А. Совместно-разделенные отношения: институты – государство – власть / А.А.Гриценко // Институциональные проблемы эффективного государства: монография / под ред. В.В.Дементьева, Р.М.Нуреова. – Донецк : ГВУЗ "ДонНТУ", 2013. – С. 55–67; Гриценко А. Глобальна криза як форма сучасної фінансово-економічної динаміки / А.А.Гриценко // Економіка України. – 2010. – № 4 (581). – С. 37–46.

ню короткотермізму економічної поведінки як основного типу господарчих відносин.

Таким чином, стає достатньо зрозумілим, що в сучасних умовах глобальної нестабільності суто функціональний аналіз структури і динаміки компонентів платіжного балансу не завжди в змозі дати конструктивні відповіді щодо механізмів подолання негативних тенденцій, внаслідок чого консервативна політика в умовах нестабільності малоефективна, а класичні макроекономічні рецепти не завжди мають передбачувані наслідки. Як зазначав Ф. фон Хайєк, “консерватизм за самою своєю природою не може запропонувати жодної альтернативи поточним напрямкам нашого руху. У порядку протидії сучасним тенденціям він може успішно сповільнювати небажані процеси, але оскільки іншого напрямку він не вказує, то й перервати їх не може”⁵⁷.

Тому для ефективного подолання хронічної трансформаційної зовнішньої нестабільності корекція стану платіжного балансу України повинна реалізовуватися з системних підвалин, враховуючи, по-перше, складну економічну природу платіжного балансу та, по-друге, різницю між фундаментальним принципом формування стану його нестабільності та актуальними (поточними) формами цієї нестабільності. Широке коло проблем розвитку зовнішнього сектора економіки України (валютна нестабільність, сировинна залежність, низький рівень прямого інвестування тощо), таким чином, розглянуте крізь призму закономірностей та логіки формування платіжного балансу країни як складної системи валютних потоків, внутрішню логіку його

поступової трансформації відповідно до особливостей економічної динаміки дозволяє зрозуміти адекватні механізми корекції відповідно до зазначених орієнтирів національного розвитку. Відповідно до природи платіжного балансу, його криза, таким чином, являє собою спосіб вирішення суперечності між виробництвом реальної вартості як основи національної конкурентоспроможності та рухом її грошової (цін і валютних курсів) і фінансової (кредиту і відсотки) форм у міжнародному обміні країн, що виражається в частковій або повній втраті економічного суверенітету в умовах глобалізації. Ця фундаментальна суперечність відбивається безліччю рефлексивних зв'язків у системі платіжного балансу: суперечністю між реальною основою національної конкурентоспроможності та віртуальною формою її реалізації в процесі ціноутворення товарів і послуг, що торгуються; суперечністю між попитом та пропозицією валютних коштів в економіці у неузгодженості *de-jure* декларування повноцінного обігу й функціонування національної валюти та *de-facto* заміщення частини її функцій світовими резервними валютами та ін.

Подальші дослідження проблем регулювання нестабільності платіжного балансу в контексті забезпечення усталеного розвитку трансформаційної економіки дадуть змогу обґрунтувати класифікацію форм нестабільності платіжного балансу та їхній взаємозв'язок із кризовими явищами, послідовність модифікації відповідно до особливостей національного розвитку та відповідний до кожної специфічної форми нестабільності інструментарій регулювання.

⁵⁷ Hayek, F. A. The Constitution of Liberty. – Chicago : The University of Chicago Press. – 1960.

ЄВРОПЕЙСЬКИЙ ФІНАНСОВИЙ ПРОСТІР У КОНТЕКСТІ МОНЕТИЗАЦІЇ

У сучасних умовах, коли можливою перспективою розвитку України є поступове входження в європейську систему економічних зв'язків, важливим моментом є *аналіз монетарних процесів у європейському фінансово-економічному просторі*. Для досягнення поставлених завдань проведемо компаративний аналіз українського та європейського фінансового простору в контексті рівня монетизації в країнах, який є обумовленим як загальноекономічною структурою економіки, так і її фінансово-інституційної складовою.

Аналіз показує, що європейський фінансовий простір є достатньо сегментованим, розбіг за показником монетизації – 650% ВВП в одних країнах та менше 50% в інших, при цьому високий рівень монетизації характерний як для високорозвинених країн, так і для країн із середнім та низьким рівнем розвитку, як і навпаки, – високорозвинені країни демонструють досить помірні показники монетизації (див. табл. 1).

Важливим моментом є також відсутність тенденції до вирівнювання монетизації в єдиному монетарному просторі Єврозони у міру його розширення. Тут слід ураховувати, що поступова зміна структури економіки в бік домінування сфери послуг, що тривала в 70–80-ті роки і була характерна для більшості європейських країн, зумовлювала зростання монетизації в цей період, подальше зростання монетизації в 90-ті роки було пов'язане вже із розвитком структури самого фінансового сектора, процеси лібералізації в якому, в принципі, могли приводити до вирівнювання монетизації в країнах. Втім такого в європейському фінансовому просторі не відбулося, що свідчить про домінуючий вплив ендегенних факторів розвитку на грошово-кредитний простір країн.

Досить по-різному поводити себе монетарне середовище різних країн у період активного розгортання кризових тенденцій: для більшості з них 2009 рік став роком максимальної монетизації (коли центральні банки активно підтримували фінансово-економічне середовище вливаннями ліквідності). Втім для таких країн, як Фінляндія та Італія, збільшення монетизації було продовженням загального тренду, який розвивався в країнах з 2004 року. Кіпр відреагував на кризу збільшенням монетизації в 2010 році, Франція та Португалія – в 2011, Мальта – в 2012 році (див. табл. 1).

Згідно з даними Світового банку (див. табл. 1, рис. 1), *за рівнем монетизації серед європейських країн, що стояли в авангарді інтеграційних процесів і створювали єдиний економічний простір в 50–90-ті роки, можна виділити:*

– країну з найвищим рівнем монетизації (Люксембург), в якій у 2012 році рівень М2 перевищував ВВП більше ніж у 4,8 рази відповідно, причому в Люксембурзі показник монетизації

упродовж 2000–2009 років був завжди приблизно на рівні 600% ВВП;

– країни високої монетизації (Нідерланди, Португалія, Італія, Іспанія, Німеччина, Ірландія, Велика Британія) – 238–161% ВВП;

– країни середньої монетизації (до 160%) (Франція, Греція, Фінляндія, Бельгія) – 157–100% ВВП;

– країни невисокого рівня монетизації (Данія і Швеція) – 74 і 85% ВВП відповідно.

Причому важливо, що Швеція та Фінляндія (з невисокими рівнями монетизації) є країнами, що головують у списку найбільш конкурентоспроможних країн світу⁵⁸.

Серед країн, що взяли участь у євроінтеграційних процесах в 2000-х роках, за рівнем монетизації можна виділити (див. табл. 1, рис. 2):

– країни високої монетизації, які заходяться на рівні фінансово розвинутих європейських країн (Кіпр, Мальта) – рівень монетизації 263 і 168% відповідно;

– країни середньої монетизації (Польща, Чехія, Болгарія, Хорватія, Естонія, Угорщина, Словаччина, Словенія) – 80–57% ВВП;

– країни низької монетизації (Латвія, Литва, Румунія) – менше 50% ВВП.

Серед країн, що приєдналися до ЄС в 2000-х, є також цікавий приклад, – Кіпр, останній досвід якого демонструє, що високий рівень монетизації та фінансового розвитку в умовах розгортання загальноєвропейської боргової кризи не зіграв стабілізуючої ролі для країни. І в 2013 році Кіпр перебував у пастці дефіциту ліквідності як багато інших європейських країн⁵⁹.

Отже, очевидно, що існує певний ефективний рівень монетизації залежно від *структурних та інституційних особливостей країн*, і тому в подальшому аналізі важливо взяти до уваги не саму монетизацію (обсяги емітованої ліквідності по відношенню до ВВП), а те, яку економічну систему обслуговує емітована ліквідність: її ендегенні характеристики. Зокрема, дані Світового банку доводять (рис. 3), що країни і найвищих, і невисоких рівнів монетизації демонструють ідентичну кризову динаміку, найбільш значні показники зростання ВВП після фази падіння демонструють Швеція (країна з найнижчими показниками монетизації серед розвинених європейських країн) та Люксембург (країна з найвищими показниками монетизації).

⁵⁸ Згідно з даними Всесвітнього економічного форуму, в 2013 році десятку найбільш конкурентоспроможних економік склали Швейцарія, Сингапур, Фінляндія, Швеція, Нідерланди, Німеччина, США, Велика Британія, Гонконг, Японія.

⁵⁹ Нова хвиля боргової кризи в Єврозоні? (<http://www.dw.de>).

Таблиця 1

Монетизація в країнах ЄС, % ВВП

Країна	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Австрія	137,2138	142,2684	149,2318	148,5563	153,7405	157,5129	166,6879	171,4718	181,1285	197,2917	201,8796	193,5856	187,062	175,4991
Бельгія	126,5982	121,5021	120,3208	120,182	121,9364	123,3189	123,1516	123,337	125,662	128,5052	140,9389	136,2369	134,1072	136,5368
Велика Британія	99,41719	104,9627	109,2884	109,4695	113,1772	117,6894	127,2959	137,4126	150,4013	173,0357	178,3779	176,9727	163,5055	161,5806
Данія	56,04082	46,22134	55,56775	61,74919	67,86824	67,71399	77,16199	76,02563	71,5997	82,21894	92,32161	83,94672	74,26181	74,5525
Фінляндія	72,5877	66,49268	66,05594	71,35319	75,07885	79,13717	84,92527	89,37291	92,31163	100,3732	108,0804	110,5783	114,8278	117,871
Франція	102,8343	100,9923	104,0412	104,9018	110,5094	114,2807	117,958	123,4956	133,2007	140,2181	145,901	150,1875	158,54	157,81
Німеччина	167,5811	169,5753	169,1264	171,965	174,7927	177,3891	182,1809	182,2858	183,0039	188,114	193,4317	184,1891	178,6377	173,3145
Греція			96,18519	88,62223	82,1372	83,92539	91,78156	93,27404	98,41949	108,9295	115,5178	108,0254	97,89495	100,1337
Ірландія	112,1147	109,4803	116,1366	113,0403	128,7111	166,1882	209,0888	235,4113	234,2309	207,9379	232,4499	191,522	167,9074	160,7806
Іспанія	96,55817	97,78205	99,61567	99,89962	105,6626	117,4542	140,9618	165,4641	184,6033	194,1675	210,084	211,961	204,8399	193,8541
Італія	81,07783	81,54516	82,61693	86,22469	87,05033	89,76995	94,56665	99,89436	113,5979	126,0028	140,9169	152,4646	153,5558	165,0974
Люксембург		618,945	669,8804	627,1642	584,1934	600,0437	662,7298	658,729	654,9679	596,401	601,6523	536,0053	499,1002	480,3042
Нідерланди	134,1526	138,1714	144,0269	147,6181	157,546	166,8548	184,2632	187,8486	194,8424	198,5283	222,2307	226,0047	233,0351	238,8924
Португалія	114,5436	114,658	114,1762	109,7165	111,6555	110,4663	110,2557	114,7646	126,1021	150,5968	176,0959	186,0847	202,516	198,4886
Швеція	41,74533	40,16139	62,11	63,41905	64,58746	65,90396	75,18422	81,02096	92,34013	91,83587	99,79702	84,97899	87,11658	85,23217
Мальта	131,8761	123,5668	156,0885	163,0033	161,1435	150,6851	147,5321	147,6344	152,1431	160,0397	162,616	164,901	164,9807	168,8054
Кіпр	159,3015	161,2947	169,5276	175,6224	174,508	171,4268	176,9653	189,862	206,7066	270,4634	280,668	283,3954	268,7996	263,6708
Польща	40,69941	40,60334	44,43624	41,98616	42,42629	40,21144	43,50525	46,9258	47,82156	52,36352	53,71374	55,42878	57,8798	57,87983
Угорщина	46,4326	45,7129	46,09235	46,28633	51,07127	49,2514	52,028	54,84216	57,60303	58,92434	63,04983	63,49227	64,88705	60,87322
Чехія	57,98896	63,69128	65,63635	55,65606	56,64938	55,81346	58,23564	61,13655	64,98199	70,24647	72,07127	72,80558	74,20307	77,31766
Болгарія	30,99876	35,97481	40,92721	41,75304	46,25984	51,21173	55,53535	61,91483	69,93833	66,12314	69,86327	71,96152	75,5855	79,55665
Хорватія	34,25665	40,74995	55,16257	55,62452	56,30204	56,94933	58,41976	63,18654	68,34564	66,10943	68,67077	78,50533	78,16957	80,65965
Естонія	24,66369	27,9884	31,03625	31,54309	31,64045	37,8554	62,89231	61,42039	56,47144	56,99787	60,17467	59,6364	68,38755	67,37819
Латвія	24,3392	27,75908	30,26918	32,91405	34,77361	37,8777	43,3266	49,26779	42,70014	37,2987	44,89102	51,41358	46,66134	44,11784
Литва	20,44411	22,86015	26,19698	28,50868	31,12357	35,47652	41,15159	43,97846	44,87626	39,60616	48,55018	50,89441	47,47772	47,38484
Румунія	33,82384	32,09455	26,00849	29,58222	27,57782	32,66782	33,57149	32,12244	35,61666	33,82316	37,87643	38,71617	38,77544	37,78762
Словенія	40,88023	44,85874	52,41971	53,08788	51,85904	53,08726	53,75908	53,90117	64,85092	64,32485	76,90604	82,65523	80,73306	76,34917

Джерело: побудовано на основі даних Світового банку WDI.

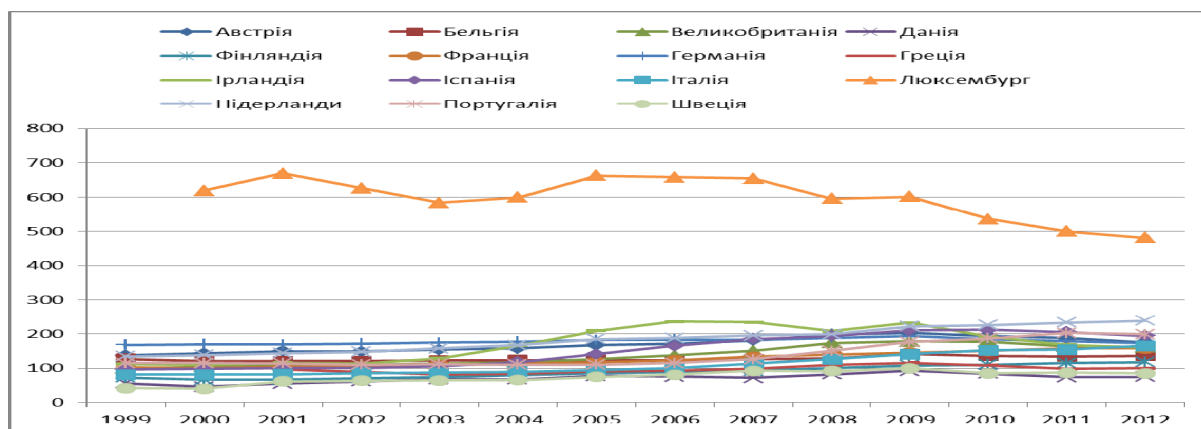


Рис. 1. Рівень монетизації в країнах ЄС, що взяли участь в інтеграційних процесах у 50-90-ті роки XX ст.

Джерело: побудовано автором на основі даних Світового банку WDI.

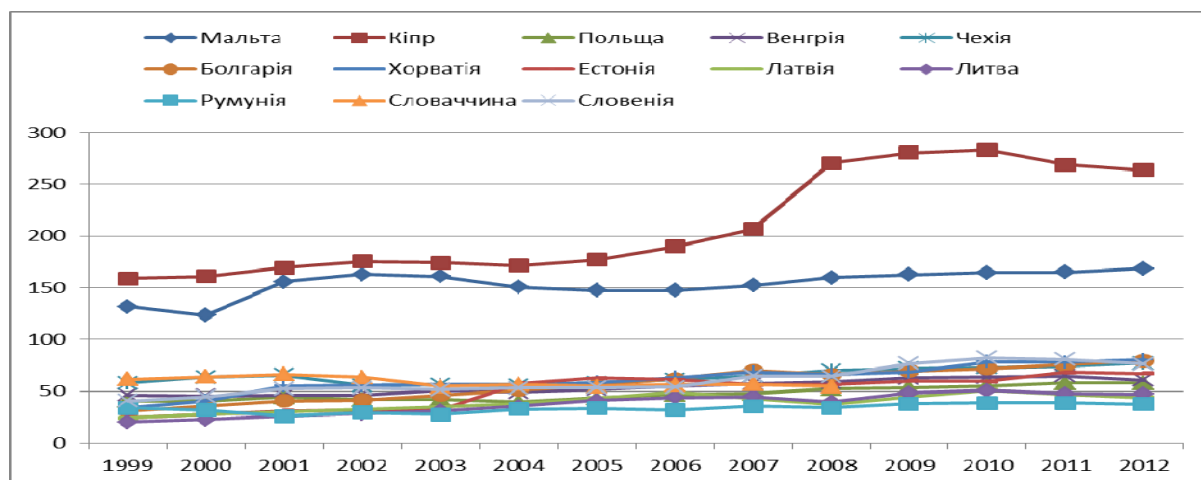


Рис. 2. Рівень монетизації в країнах ЄС, що взяли участь в інтеграційних процесах в 2000-і роки

Джерело: побудовано автором на основі даних Світового банку WDI.

Утім, є певні загальні моменти, що характеризують країни з однакових монетизаційних груп. У цьому контексті ми спробували оцінити **комплементарний зв'язок між фінансовим та реальним секторами в економічних системах**, охарактеризувавши при цьому, як емітована центральним банком ліквідність слугує цілям розвитку реальних економічних процесів з використанням таких показників:

1. Динаміка монетизації, капіталізації в ВВП, кредитів приватному сектору у ВВП.
2. Кореляція між показниками монетизації та кредитів приватному сектору в ВВП, монетизації та капіталізації у ВВП.
3. Кореляція між рівнем монетизації економіки та показником валового нагромадження капіталу у ВВП.

Нідерланди

(країна з високим рівнем монетизації)

1. У фінансовому розвитку Нідерландів (рис. 4) можна виділити такі фази:
 - 60-ті–1987 р. – роки помірного поступового зростання показників монетизації та кредитів приватному сектору, коли останні не перевищували рівня монетизації;
 - 1988–1999 рр. – період активного зростання капіталізації та перевищення кредитування приватного сектора в ВВП рівня монетизації;
 - 2000–2012 рр. – роки розвитку коливальних тенденцій на ринку акцій, коли капіталізація досягає свого максимуму, після чого спостерігаються різноспрямовані тренди, монетизація та кредитування рухаються в бік зростання до 2008 року, після чого настає певний розрив у зв'язку із кризовими процесами – монетизація зростає, кредитування падає.
2. Розрахунки показують, що за період 1988–2012 р. спостерігається низька кореляція між

показниками монетизації та капіталізації у ВВП (коефіцієнт кореляції 0,127), в той час як за той же період кореляція між монетизацією та рівнем кредитування приватного сектора у ВВП значно вища (коефіцієнт кореляції 0,98), що показує більш низький рівень впливу грошово-кредитної політики на фондовий простір, ніж на банківський.

3. Нідерланди цікаві тим, що показник валового нагромадження капіталу у ВВП в цій країні зменшився за період 70-ті – 2000-ні менше, ніж у інших розвинутих європейських країн, що свідчить про досить усталену структуру економіки: з 28 до 20%, причому в 90-ті та 2000-ні роки показник коливався навколо середніх значень аж до самої кризи, коли валове нагромадження впало до 17%. (рис. 4).

4. Оцінка комплементарного зв'язку між фінансовим та реальним секторами економіки, здійснена на основі розрахунку коефіцієнту кореляції між показниками монетизації (M2/ВВП) та валового нагромадження капіталу в ВВП (ВНК/ВВП), показує обернений зв'язок між показниками за період 1960–2012 (коефіцієнт кореляції -0,67), причому на етапі 60-ті – 1997 р. (коли показник монетизації не перевищував 100% ВВП) кореляція не значна – -0,40, на етапі, коли M2 перевищила ВВП, кореляція значно сильніша -0,85.

Для аналізу ми використали також дані Швейцарії як країни високого рівня фінансового розвитку, яка не є країною-учасницею ЄС, втім демонструє цікавий приклад сполучення високого рівня фінансово-інституційного розвитку та досить помірних у цьому контексті показників монетизації, що не перевищують показників Австрії – 175%, Німеччини – 173, Іспанії – 193, Португалії – 198, Нідерландів – 238%, які не несуть на собі навантаження світового фінансово-банківського центру.

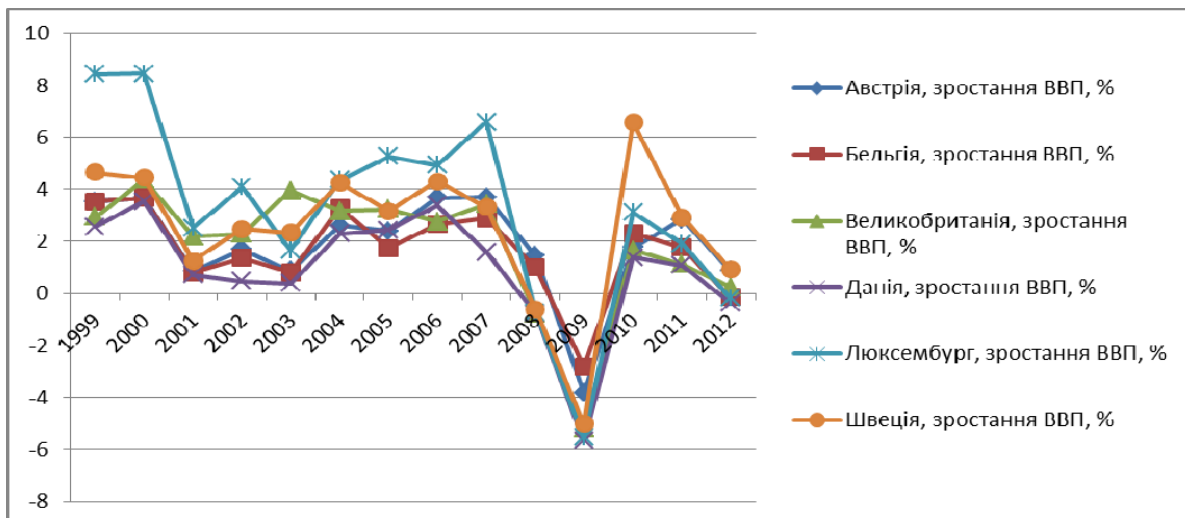


Рис. 3. Темпи зростання/падіння ВВП в окремих країнах ЄС

Джерело: побудовано автором на основі даних Світового банку WDI.

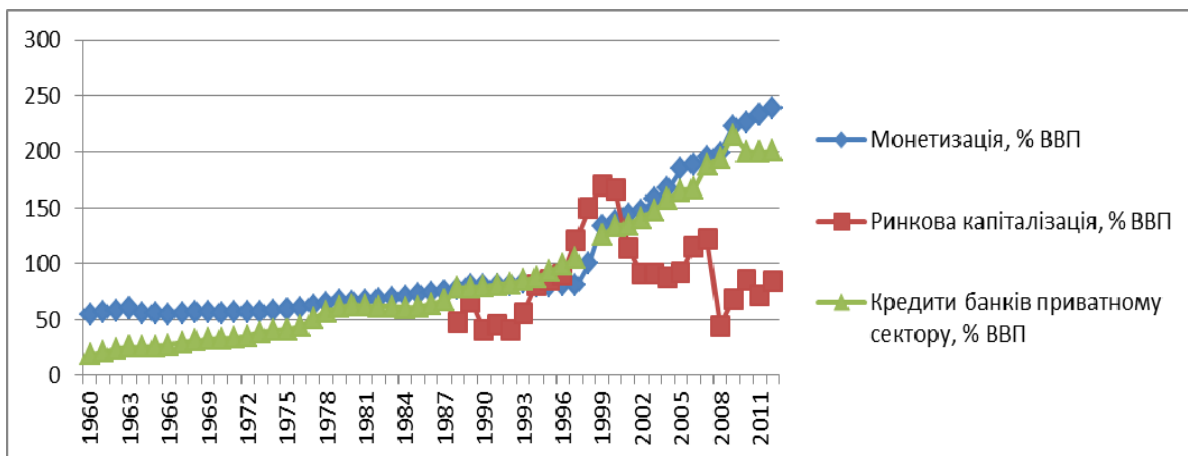


Рис. 4. Окремі показники фінансового розвитку Нідерландів у 1960–2012 рр.

Джерело: побудовано на основі даних Світового банку WDI.

Швейцарія

(країна високого фінансового розвитку і помірних у цьому контексті показників монетизації)

1. У контексті співвідношення монетизації, кредитів приватному сектору та капіталізації в фінансовому розвитку Швейцарії виділяються такі фази (рис. 5):

- 60-ті роки – 1981 р. – фаза поступового відносно усталеного фінансового розвитку, коли наявні обсяги грошової маси M2 не перевищували ВВП (монетизація була менше 100%);
- 1982–1993 р. – період, коли зростає монетизація, рівень кредитування перевищує монетизацію, а рівень капіталізації поступово досягає та перевищує ВВП;
- 1994–1996 рр. – роки активного зростання капіталізації, яка водночас не перевищувала кредитування приватного сектора;
- 1997–2010 рр. – найбільш динамічний

етап розвитку фінансового простору, на якому відбувався перерозподіл фінансових ресурсів у бік фондової складової;

- 2011–2012 рр. – роки, коли показник кредитування приватного сектора у ВВП знов перевищив показник капіталізації у ВВП.

2. Розрахунки показують, що за період 1988–2012 р. спостерігається низька кореляція між показниками монетизації та капіталізації у ВВП (коефіцієнт кореляції 0,48), в той час як за той же період кореляція між монетизацією та рівнем кредитування приватного сектора у ВВП значно вища (коефіцієнт кореляції 0,74), що показує більш низький рівень впливу грошово-кредитної політики на фондовий простір, ніж на банківський.

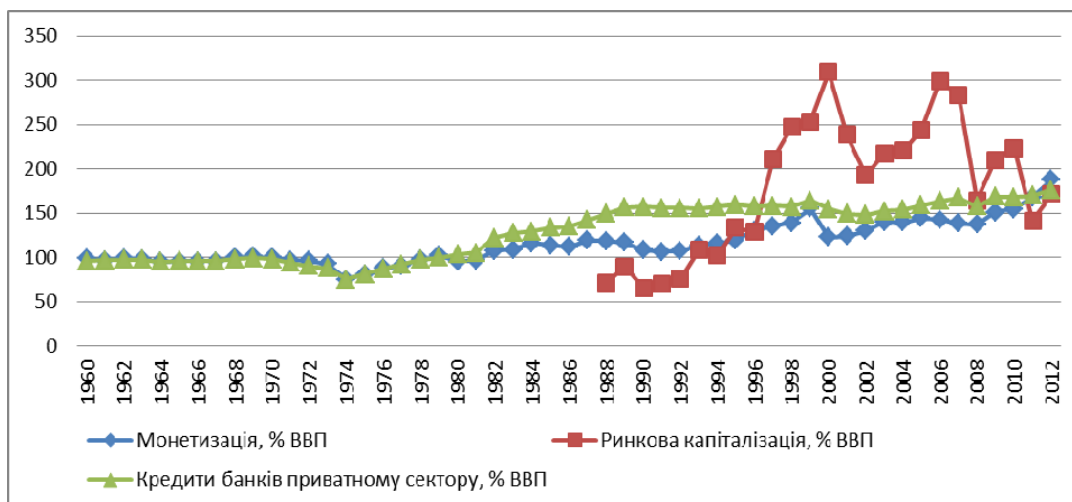


Рис. 5. Окремі показники фінансового розвитку Швейцарії в 1960–2012 рр.

Джерело: побудовано автором на основі даних Світового банку WDI.

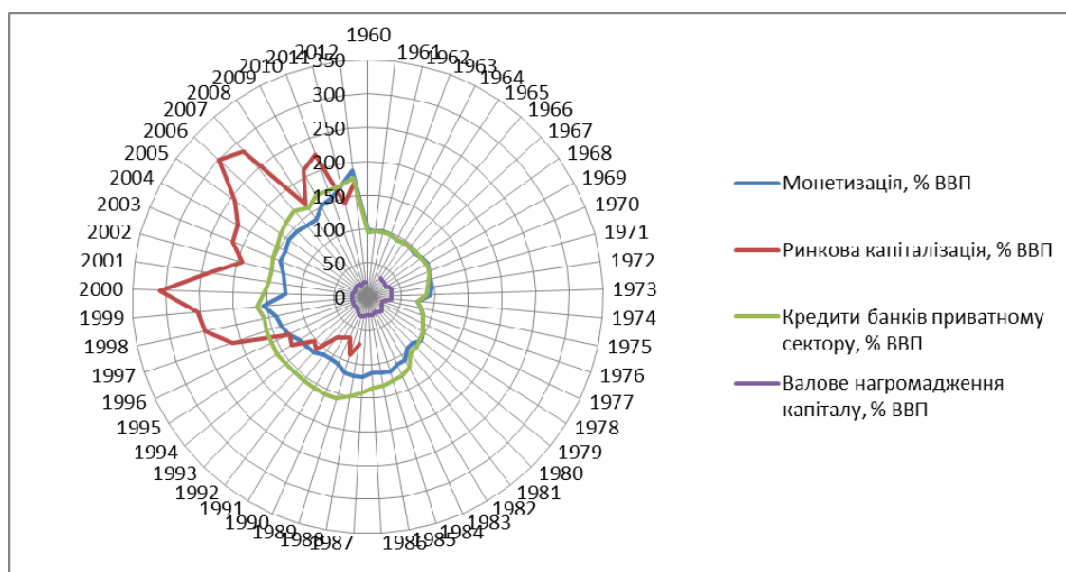


Рис. 6. Співвідношення фінансового сектора та реальних економічних процесів в Швейцарії за період 1960–2012 рр.

Джерело: побудовано на основі даних Світового банку WDI.

3. Після 2000 року показник валового нагромадження капіталу у ВВП приблизно стабільний і коливається на рівні 20–23%, втім за весь період спостережень тривало його поступове зменшення (він упав з 36,3% у 1965 р.) (рис. 6).

4. Оцінка комплементарного зв'язку між фінансовим та реальним секторами економіки,

здійснена на основі розрахунку коефіцієнту кореляції між показниками монетизації (M2/ВВП) та валового нагромадження капіталу в ВВП (ВНК/ВВП), показує низьку кореляцію (0,115) до 1981 року (коли наявні обсяги грошової маси M2 не перевищували ВВП) і високий обернений зв'язок між показниками за період 1982–2012 (коефіцієнт кореляції -0,72).

Фінляндія

(країна середнього рівня монетизації)

1. Співвідношення монетизації, кредитів приватному сектору та капіталізації є базою для виділення у фінансовому розвитку Фінляндії таких фаз (рис.7):

- 60-ті роки – 1972 р. – фаза поступового відносно усталеного фінансового розвитку, коли наявні обсяги грошової маси M2 не перевищували ВВП (монетизація була менше 100%), а показники кредитування приватного сектора банками в ВВП не перевищували показників монетизації;
- 1973 р. – 1997 рр. – період, коли коливальні, переважно збільшувальні тренди руху монетизації супроводжувалися збільшенням кредитування приватного сектора, причому показник кредитування у ВВП перевищував показник M2 у ВВП, водночас обсяги грошової маси, обсяги виданих кредитів, рівень капіталізації не перевищували ВВП;
- 1998 – 2000 рр. – роки активного зростання капіталізації, яка в цей період становить

119 % ВВП, 268 % ВВП, 241 % ВВП відповідно; водночас показники M2 та кредитування лишаються досить помірними і не перевищують ВВП;

- 2001–2008 рр. – етап розвитку фінансового простору, на якому відбувалося поступове зростання монетизації і досягнення M2 100% ВВП, водночас показники капіталізації поступово зменшуються з 152% ВВП до 56% ВВП, а показники кредитування зростають з 55% до 85% ВВП;
- 2009–2012 рр. – роки, коли відбувається зростання монетизації і практично паритетне зростання всіх фінансових секторів.

2. Розрахунки показують, що за період 1988–2012 р. спостерігається низька кореляція між показниками монетизації та капіталізації в ВВП (коефіцієнт кореляції 0,09), в той час як за той же період кореляція між монетизацією та рівнем кредитування приватного сектора у ВВП значно вища (коефіцієнт кореляції

0,60), що показує більш низький рівень впливу грошово-кредитної політики на фондовий простір, ніж на банківський.

3. Для Фінляндії характерні досить помірні показники валового нагромадження капіталу, які свого максимуму досягли в 1974 році – 35,72% ВВП, до 1993 року спостерігалися певні коливальні, загалом зменшувальні тенденції (16,31% ВВП в 1993 р.), протягом 2000-х років показники коливаються в межах 19–22% ВВП, в 2012 році – 19,79%. (рис.12).

4. Оцінка комплементарного зв'язку між фінансовим та реальним секторами економіки,

здійснена на основі розрахунку коефіцієнту кореляції між показниками монетизації ($M2/VВП$) та валового нагромадження капіталу в ВВП ($ВНК/ВВП$), показує обернену кореляцію (-0,61) до 2007 року (коли наявні обсяги грошової маси $M2$ не перевищували ВВП) і нижчу кореляцію між показниками після 2008 року, коли показник $M2$ перевищив ВВП (коефіцієнт кореляції -0,44), при цьому протягом всього періоду спостережень за 1963-2012 проявляється обернений зв'язок між показниками (коефіцієнт кореляції -0,6).

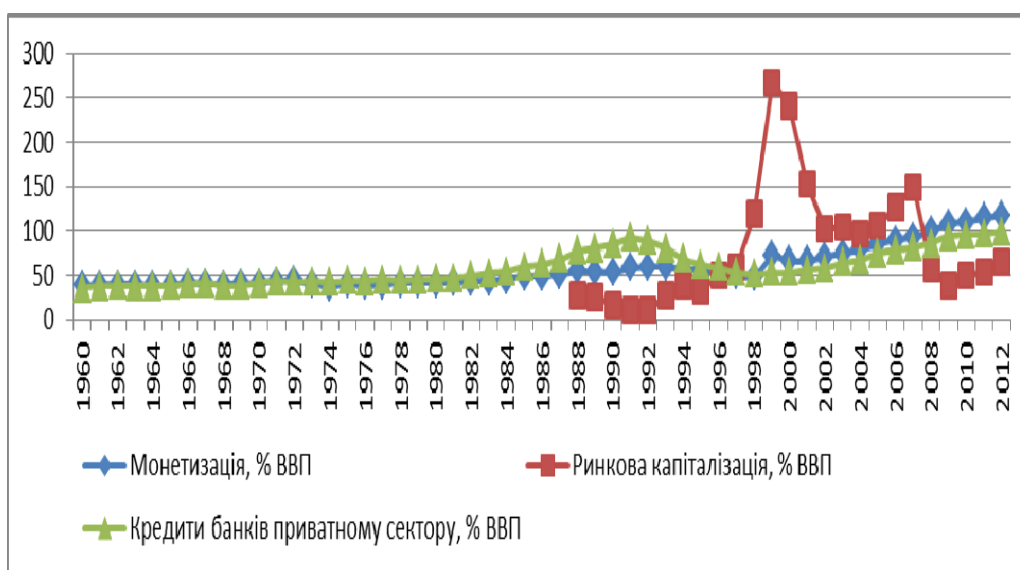


Рис. 11 Окремі показники фінансового розвитку Фінляндії в 1960-2012 рр.

Джерело: побудовано автором на основі даних Світового банку WDI.

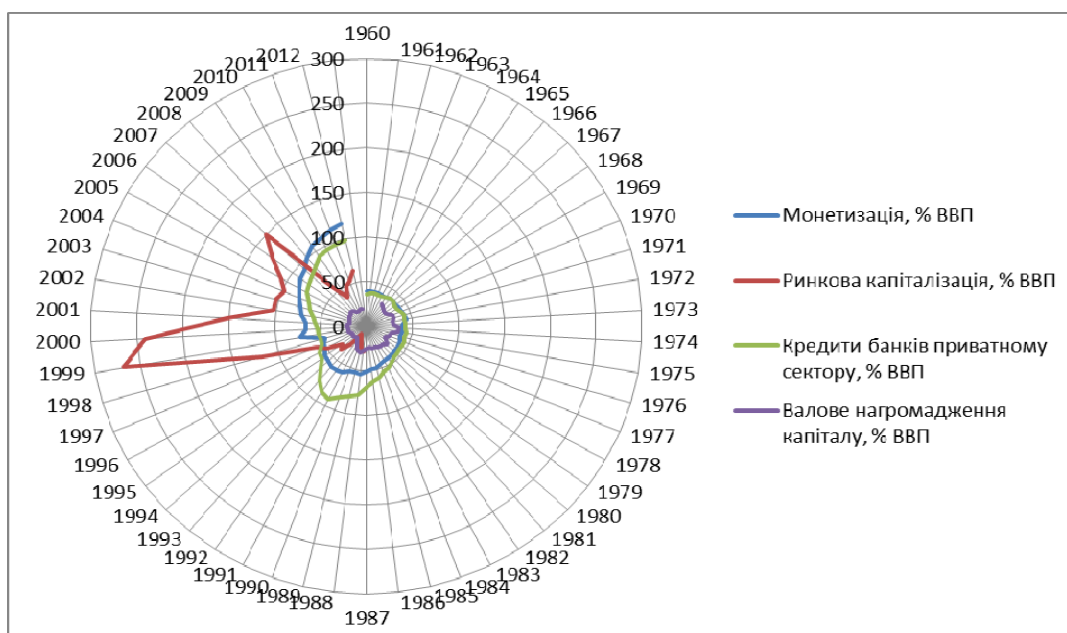


Рис.12 Співвідношення фінансового сектора та реальних економічних процесів в Фінляндії за період 1963-2012 рр.

Джерело: побудовано на основі даних Світового банку WDI.

Швеція

(країна невисокого рівня монетизації)

1. У фінансовому розвитку Швеції є певна особливість, що характеризує цю високорозвинену конкурентоспроможну країну, – невисокий, порівняно з іншими високорозвиненими європейськими країнами, рівень монетизації, за весь період досліджень грошова маса М2 ніколи не перевищувала ВВП країни, свої максимальних значень 99,79% вона досягла в 2009 році, після чого тривають коливальні тенденції, і в 2012 році її показник становив 85,23% ВВП.

При цьому у фінансовому розвитку чітко виділяються такі фази:

- 60-ті роки – 1987 рр. – період, коли на тлі коливальних тенденцій монетизації, що була на рівні 47-56 % ВВП, показник кредитування банками приватного сектора у ВВП не перевищував її рівня;
- 1988 – 1992 рр. – кредити перевищують монетизацію, при цьому капіталізація перебуває на низхідній стадії;
- 1993 – 2000 – період активного зростання капіталізації на тлі падіння кредитування у ВВП;
- 2000-2012 – зростання кредитування на тлі різких коливань капіталізації.

2. Розрахунки показують, що за період 1988–2012 р. спостерігається невисока кореляція між показниками монетизації та капіталізації в ВВП (коефіцієнт кореляції 0,35), в той час як за той же період кореляція між монетизацією та рівнем кредитування приватного сектора в ВВП значно вища (коефіцієнт кореляції 0,96), що показує більш низький рівень впливу грошово-кредитної політики на фондовий простір, ніж на банківський.

3. Для Швеції, як і для Фінляндії, характерні досить помірні показники валового нагромадження капіталу, які свого максимуму досягли в 1965 році – 28,21 % ВВП, після чого спостерігалися певні коливальні, загалом зменшувальні тенденції, протягом 2000-х років показники коливаються в межах 16–20% ВВП, в 2012 році – 18,86 %. (рис.14).

4. Оцінка комплементарного зв'язку між фінансовим та реальним секторами економіки, здійснена на основі розрахунку коефіцієнту кореляції між показниками монетизації (М2/ВВП) та валового нагромадження капіталу у ВВП (ВНК/ВВП) показує низьку обернену кореляцію (-0,12) протягом усього періоду спостережень за 1963–2012.

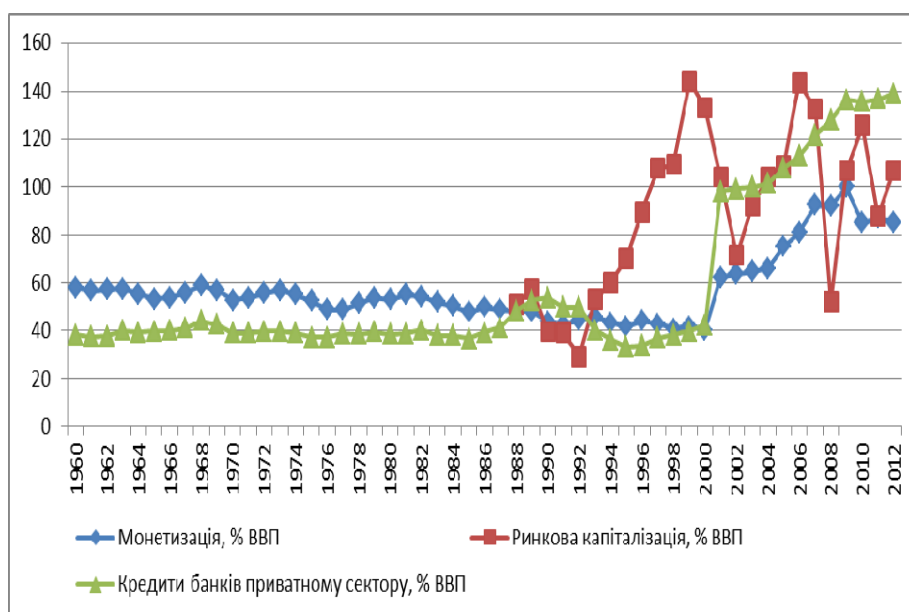


Рис. 13. Окремі показники фінансового розвитку Швеції в 1960-2012 рр.

Джерело: побудовано автором на основі даних Світового банку WDI.

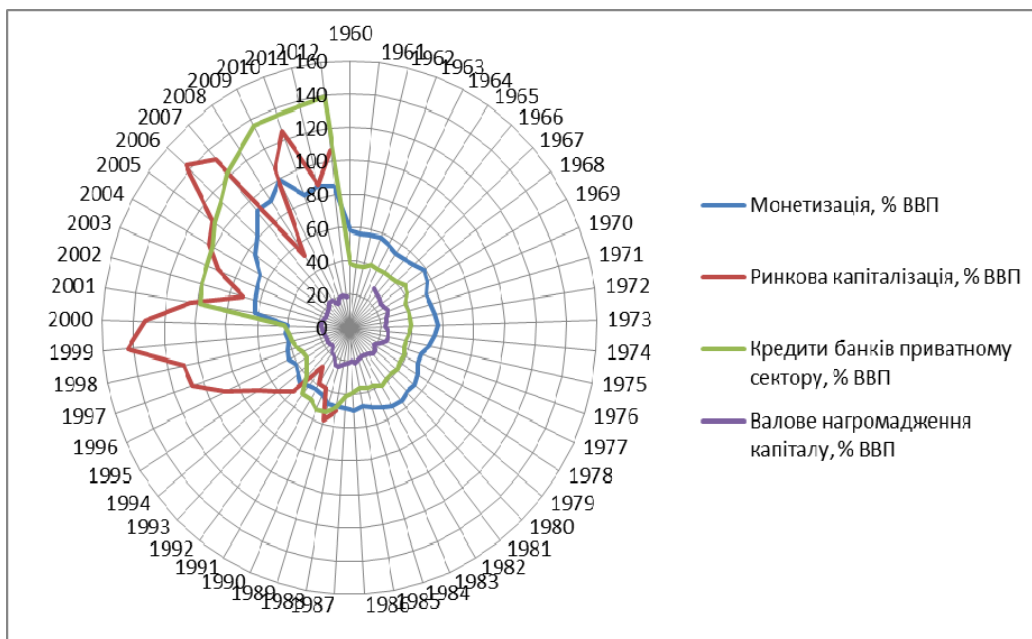


Рис. 14 Співвідношення фінансового сектора та реальних економічних процесів в Швеції за період 1960-2012 рр.

Джерело: побудовано на основі даних Світового банку WDI.

Аналіз монетарних процесів у європейському фінансово-економічному просторі, зроблений на основі виділення монетизаційних груп країн та послідувочої характеристики фінансового розвитку країн-патернів, дозволяє зробити такі висновки:

1. Європейський фінансово-інституційний простір пройшов етап активної монетизації в фінансово-кредитних цілях в кінці 80-х – 90-ті роки, коли в більшості країн показник M2/ВВП перевищив 100%. Втім серед країн ЄС, що стояли в авангарді інтеграційних процесів, є країни, які при високому рівні економічного розвитку зберігають досить помірні показники монетизації (Швеція, Данія).

2. В контексті монетизації європейський простір є достатньо сегментованим, адже є країни з надто високим рівнем монетизації (Люксембург та Нідерланди), і є країни, чії показники монетизації не перевищують 50%. Втім, це не заважає їм досягати усталеного розвитку та стабільних темпів економічного зростання (Польща).

3. Важливим моментом є також відсутність тенденції до вирівнювання монетизації в єдиному монетарному просторі Єврозони по мірі його розширення, що свідчить про домінантний вплив ендегенних факторів розвитку на грошово-кредитний простір країн.

4. У період активного розгортання кризових тенденцій монетарне середовище різних країн поводити себе по-різному: для більшості

з них 2009 рік став роком максимальної монетизації (коли центральні банки активно підтримували фінансово-економічне середовище впливаннями ліквідності), втім для таких країн, як Фінляндія та Італія збільшення монетизації було продовженням загального тренду, який розвивався в країнах з 2004 року. Кіпр відреагував на кризу збільшенням монетизації в 2010 році, Франція та Португалія – в 2011, Мальта – в 2012 році. Втім, досвід Кіпру доводить, що навіть високі та зростаючі в період кризи обсяги грошового маси M2 не допомагають стабілізувати економічну ситуацію в країні в умовах загально інституційної та боргової дестабілізації.

5. У монетарному розвитку більшості європейських країн активне зростання фондової складової практично завжди сполучалося із активним розвитком кредитних процесів (коли показник кредитів приватному сектору в ВВП перевищував M2 в ВВП), утім динаміка зростання, як і кризова динаміка, у фондової складової значно сильніша. В найбільш конкурентоспроможних країнах – Швеції та Фінляндії рівень кредитування приватного сектора в ВВП стабільно зростає з 2000 року (навіть у період активного розгортання кризових процесів).

6. Для країн високого рівня монетизації в довгостроковому періоді характерний обернений зв'язок між показниками монетизації та валового нагромадження в ВВП, коефіціє-

ент кореляції: Нідерланди – -0,85, Швейцарія – -0,72. Це означає, що у міру зростання грошової маси в обороті на тлі зменшення капітальних витрат емітована центральними банками ліквідність менше слугує реальним економічним процесам, а більше – фінансовим цілям. Для країн, чий рівень монетизації дещо вищий за 100% ВВП, коефіцієнт кореляції перебуває на рівні -0,6 (Фінляндія), для країн невисокої монетизації – мен-

ше 100 % (Швеція), – кореляція вкрай низька (-0,12). Отже, в контексті розвитку процесів фінансизації, європейський простір є також сегментованим, адже країни високого рівня монетизації є країнами активного розвитку фінансизаційних тенденцій, у той час як країни з рівнем монетизації до 100% ВВП більш орієнтовані на розвиток реальних економічних процесів.

ПРІОРИТЕТИ ТА ІНСТРУМЕНТИ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В СУЧАСНИХ УМОВАХ

Під час кризи задля відновлення роботи фінансової системи центральні банки провідних економік, що зазнали найбільших втрат, застосовували так звані нетрадиційні механізми й інструменти грошово-кредитної політики. Серед них – перехід центральних банків США, Великої Британії та Японії від регулювання відсоткової ставки до регулювання ліквідності банківської системи (quantitative easing) або окремих фінансових ринків (credit easing); розширення переліку прийнятних застав за операціями центрального банку; відмова від операцій РЕПО на користь операцій аутрайт з державними цінними паперами та іншими активами (іншими словами, викуп їх центральними банками); збільшення строковості кредитів центральних банків; кредитування небанківських фінансових посередників; надання сигналів і маяків щодо майбутньої монетарної політики і/чи логіки її проведення (forward guidance).

Нетрадиційність заходів і характеру політики у цей період настільки ж природна, як і дії під час лікування хворого організму, що випадають із традиційного способу життя. Зокрема, антикризові заходи Європейського центрального банку його колишній президент Ж.-К.Тріше називав швидше діяльністю з відновлення ліквідності фінансової системи й трансмісійного механізму грошово-кредитної політики, ніж грошово-кредитною політикою як такою⁶⁰. Але, відбивши небезпеку фінансового колапсу, центральні банки провідних економік переорієнтувалися на стимулювання сукупного попиту та подолання провалів кредитного ринку (таких як брак кредитування інвестицій реального сектора, малого бізнесу, інфраструктурних проектів).

З одного боку, до цього їх спонукає глибина спаду, який пережили провідні економіки. Нобелівський лауреат з економіки П.Кругман у книзі “Вихід з кризи є!” доводить, що стимулююча монетарна й фіскальна політика не несе загрози в сучасних умовах, коли має місце по-

єднання пастки ліквідності і тягара надмірного боргу. За його словами, така ситуація “перенесла нас у світ парадоксів, в якому скромність – це зло, розсудливість – дурість, а більшість заходів, які обстоюють “серйозні люди”, насправді погіршують ситуацію”. Вчений апелює до таких парадоксів: “парадоксу ощадливості” – в депресивній економіці прагнення до ощадливості (і, значить, зменшення споживання) приводить до падіння доходів і виробництва; “парадоксу делевериджу” – колективна спроба людей і компаній виплатити всі борги одразу призводить до падіння цін активів і лише поглиблює проблему боргу; “парадоксу гнучкості” – збільшення гнучкості ринку праці, тобто зниження зарплат в умовах падіння попиту на працю може збільшити шанси на працевлаштування окремого працівника, але в масштабах усієї економіки приводить лише до зниження доходів і поглиблення спаду⁶¹.

Експерти МВФ у звіті “Перспективи світової економіки” за квітень 2013 року⁶² пішли ще далі, заявляючи, що на сучасному етапі зазнають змін деякі фундаментальні закономірності, які визначають вибір цілі монетарної політики. Вони показують, що протягом останніх десятиліть зв'язок між інфляцією і безробіттям значно ослаб: по-перше, завдяки краще закореним інфляційним очікуванням, коли очікувана інфляція мало корелює з фактичною і наближається до оголошеного цільового орієнтиру, а по-друге, через ослаблення зв'язку між інфляцією і обсягом виробництва для кожного рівня очікуваної інфляції, тобто більш полого криву Філіпса. З цього вони роблять такі висновки для політики:

– “доки інфляційні очікування перебувають під контролем, страх перед зростанням інфляції не повинен перешкоджати монетар-

⁶⁰ Crazy aunt on the loose. For central bankers in the rich world, unconventional is the new conventional // The Economist. – 2012. – January 7 (<http://www.economist.com/node/21542416>).

⁶¹ Кругман П. Выход из кризиса есть! / пер. с англ. Ю. Гольдберга. – М. : Азбука Бизнес, Азбука Аттикус, 2013. – С. 86–87; Кричевська Т. Можливості підвищення ефективності грошово-кредитного стимулювання економіки (досвід Бразильського банку розвитку) // Економіка України. – 2014. – № 3. – С. 21.

⁶² The Dog That didn't Bark: Has Inflation Been Muzzled or was It just Sleeping? // World Economic Outlook. – April. 2013 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/pdf/c3.pdf>).

ним органам проводити активну стимулюючу політику”⁶³;

– “низька інфляція не є приводом для заспокоєння, вона може поєднуватися із значними економічними й фінансовими дисбалансами”⁶⁴;

– “досить продуктивним може стати поєднання інфляційного цільового орієнтиру з експліцитним мандатом центрального банку на стабілізацію виробництва”⁶⁵.

Відомий американський економіст Р.Раджан, що у 2013 р. очолив Резервний банк Індії, називає кілька можливих мотивів переходу центральних банків до монетарного стимулювання економіки: 1) кредит суспільної довіри, який отримали центральні банки, зумівши запобігти колапсу фінансової системи; 2) надмірна впевненість центральних банків у своїх можливостях; 3) мотив збалансування інтересів банків, на порятунок яких було витрачено мільярди, і решти суспільства; 4) безповоротне втягування центральних банків у політику; 5) “проста порядність: як установи зі значними повноваженнями і відповідальністю у світі, що зазнав таких потрясінь, центральні банки вирішили зробити все, що в їхніх силах”⁶⁶.

Характер грошово-кредитної політики у світі змінюється не лише внаслідок пережитої кризи, а й через дію більш довгострокових чинників, таких як гетерогенна природа й сегментованість кредитного ринку, що збільшує ефективність регуляторних заходів порівняно з традиційними інструментами грошово-кредитної політики, та посилення нелінійності взаємозв’язку між монетарними і реальними змінними в умовах глобалізації та інформатизації, що зменшує ефективність механістичних інструментів грошово-кредитної політики⁶⁷.

На сучасному етапі можливі такі моделі представлення грошово-кредитною політикою інтересів суспільства:

1. *Забезпечення стабільності купівельної спроможності грошової одиниці.* Цій моделі відповідають три монетарних режими: інфляційне таргетування, монетарне таргетування (забезпечення внутрішньої купівельної спроможності грошової одиниці) й таргетування обмінного курсу (забезпечення зовнішньої купівельної спроможності грошової одиниці). У близькій до ідеальної ринковій економіці з гнучкими цінами та зарплатами й високим рівнем мобільності факторів виробництва підвищення рівня інфляції є ознакою перегріву економіки, і навпаки зниження – загрози спаду. З цієї точки зору політика підтримки стабільно низького рівня інфляції стає ефективним антициклічним інструментом.

2. *Підпорядкування грошово-кредитної політики цілям фіскальної політики, підтримка бюджетного стимулювання економіки, певного проекту, що держава реалізує для суспільства за допомогою фіскальної політики.* Воно може здійснюватися як шляхом монетизації бюджетних дефіцитів, так і у непрямий спосіб, за допомогою регуляторних заходів, що спрямовують ресурси фінансової системи у державний сектор. Політика монетизації бюджетних дефіцитів проводилася у 1930–1940-х рр. в рамках кейнсіанської політики стимулювання сукупного попиту, а також тією чи іншою мірою протягом 1950-х–1970-х рр., коли центральні банки підтримували політику соціальної держави. Монетизація бюджетних дефіцитів давала змогу компенсувати зниження державних доходів в умовах сповільнення економічного зростання, помірної інфляції полегшувала обслуговування державного боргу, а для протидії розкручуванню спіралі зарплати–ціни використовувалася політика урядового контролю над цінами і доходами. Не менш масштабно використовувалося і непряме підпорядкування грошово-кредитної політики фіскальним потребам держави. Політика, спрямована на використання державою (як правило, за ставками, нижчими від ринкових) коштів, які в протилежному випадку надходили б іншим позичальникам дістала назву “фінансових репресій”. Фінансування за допомогою грошово-кредитної політики бюджетних дефіцитів на сучасному етапі, на думку деяких сучасних дослідників, може бути виправдано процесами делевериджу у приватному секторі. Під час делевериджу суб’єкти економіки починають тривалий процес очищення своїх балансів від боргів.

⁶³ Rajan R. A step in the dark: unconventional monetary policy after the crisis. Andrew Crockett Memorial Lecture by Raghuram Rajan. – 23 June 2013

(<http://www.bis.org/events/agm2013/sp130623.htm>). – Р. 14.

⁶⁴ Там само. – Р. 14.

⁶⁵ Там само. – Р. 16.

⁶⁶ Там само.

⁶⁷ Гриценко А.А., Кричевская Т.А. Формирование информационно-институционально-поведенческого подхода к пониманию денежно-кредитной политики / А.А. Гриценко, Т.А. Кричевская // Новые вызовы для денежно-кредитной политики в современных условиях. – Кн. 2 : Взгляд из Украины / под ред. акад. НАНУ В.М.Гейца, чл.-корр. НАНУ А.А.Гриценко ; НАН Украины, Ин-т экон. и прогнозир. – К., 2012. – С. 41–64.

Центральний банк знижує ставки до нуля, але навіть це не допомагає відновити попит на кредит. Втрачаючи свого звичайного партнера для реагування на стимули, монетарна політика стає неефективною. Економіка потрапляє до ліквідної пастки. Ефекту витіснення не спостерігається: поки приватний сектор виплачує свої борги, уряд стає позичальником і споживачем останньої надії⁶⁸.

3. *Проведення гнучкої монетарної політики, яка набуває самостійної стимулюючої ролі, сприяє розвитку фінансового ринку відповідно до суспільних потреб і допомагає втілювати певний суспільний проект.* ФРС з грудня 2012 до березня 2014 р. і Банк Англії з серпня 2013 до лютого 2014 р. оголошували свого роду цільові орієнтири з безробіття для грошово-кредитної політики (якщо у США це загалом відповідає подвійному мандату ФРС, то для Банку Англії – це серйозне коригування монетарної стратегії, нехай і тимчасове); центральні банки розробляють програми стимулювання кредитування реального сектора й малого бізнесу (програма Банку Англії Funding for Lending, програма Targeted Longer-Term Refinancing Operations у єврозоні); намагаються досягти стимулюючого ефекту, беручи зобов'язання щодо збереження стимулюючого характеру грошово-кредитної політики (ФРС, Банк Англії, ЄЦБ); оголошують ціль і проводять шоківу політику підвищення інфляційних очікувань, щоб подолати дефляційну пастку (Банк Японії); борються з проблемою множинної рівноваги⁶⁹ (коли економіка може швидко перейти з одного стану рівноваги в інший залежно від рівня довіри інвесторів) і намагаються зберегти довіру до власної валюти як економічного проекту загалом (Європейський центральний банк, який зобов'язався зробити все для збереження євро).

Отже, можна констатувати, що з 2008 року монетарна політика центральних банків провідних економік світу набула нових цілей і сфер відповідальності. Вони у формальному, але неактивному (як ціль фінансової стабільності) та імпліцитному (як підтримка широкої економічної політики уряду, адже в базовій цільовій функції інфляційного таргетування, окрім відхилення інфляції від цілі, є й розрив ВВП або рі-

вень безробіття) були присутні й раніше. Але в активному стані з відомих причин була лише ціль стабільності грошової одиниці, здебільшого внутрішнього рівня цін. Відповідно, і довіра до центрального банку залежала від ефективності виконання цієї цілі. Криза, що розпочалася з фінансового сектора, актуалізувала ціль фінансової стабільності. Коли центральним банкам вдалося стабілізувати фінансові ринки, вони взяли на себе ще одну місію – забезпечити вихід з рецесії. Інструментом “останньої надії” стала політика quantitative easing (QE) – викупу центральними банками активів у великих масштабах. Тепер уже довіра ринків і суспільства до цих центральних банків і політики уряду в економічній сфері в цілому залежить від виконання усіх цих трьох цілей, якими б не були законодавчі мандати центральних банків.

Спробуємо оцінити, чого вдалося і чого не вдалося досягти за допомогою політики кількісного пом'якшення (QE) розвиненим ринковим економікам, а також чи можливе застосування цієї політики за сучасних умов в Україні.

Політику QE в її класичній формі було розроблено для використання в розвинених ринкових економіках. Теорія трансмісійного механізму QE передбачає наявність дуже зрілого ринкового середовища. В теорії стимулюючого впливу на сукупний попит політика QE мала досягти через такі канали:

1) *надання сигналів про майбутню відсоткову політику центробанку*: якщо на момент запровадження QE існує загроза дефляції в середньостроковій перспективі, тобто дефляція чи помітно нижча від цільового рівня інфляція вже відображена в очікуваннях ринкових агентів, то готовність центрального банку до рішучих дій може сприяти зниженню реальних відсоткових ставок. Це досягається двома шляхами: а) завдяки зниженню номінальних довгострокових ставок, якщо оголошення програми купівлі активів розцінюватиметься як намір монетарної влади утримувати низькі відсоткові ставки за своїми операціями протягом тривалого часу; б) завдяки зниженню реальних відсоткових ставок, якщо зростає впевненість ринку в тому, що центральний банк не допустить дефляції і виведе інфляцію на цільовий рівень, – тоді інфляційні очікування зростають, а реальні відсоткові ставки падають;

2) *вузький канал збалансування портфеля* (narrow portfolio balance channel) – впливає на ціни і доходність тих активів, з якими працює

⁶⁸ McCulley P., Pozsar Z. Helicopter Money: Or How I Stopped Worrying and Love Fiscal-Monetary Cooperation. – Global Interdependence Center Global Society of Fellows, 2013. – 37 p.

⁶⁹ Blanchard O. Rethinking Macroeconomic Policy. Posted on April 29, 2013 by IMFdirect (<http://blog-imfdirect.imf.org/2013/04/29/rethinking-macroeconomic-policy/>).

центрального банку. Різновидом QE є політика credit easing, яка має на меті відновити роботу тих сегментів кредитного ринку, які зазнали колапсу (купівля ФРС іпотечних облігацій, Європейським центральним банком – облігацій з покриттям та суверенних цінних паперів проблемних членів єврозони):

3) *широкий канал збалансування портфеля* (broad portfolio balance channel). Якщо ремонт проблемних сегментів не допомагає відновити роботу фінансового ринку в цілому, якщо решта реальних відсоткових ставок залишаються високими через високі премії за ризик, за ліквідність, за строковість або через дефляційні очікування, центральний банк викупує довгострокові державні цінні папери. Розмір цього ринку більший, тому більший ефект. Таким чином намагаються добитися зниження довгострокових ставок безпосередньо через премію за строковість, а не через вплив на короткострокові ставки. Розраховують, що впадуть ставки і за субститутами державних цінних паперів, субститутами субститутів тощо.

4) *канал впевненості* (confidence channel) – вплив QE безпосередньо на сукупний попит. Центральний банк (ЦБ) міняє цільову функцію, повідомляє, що продовжуватиме QE, доки не буде досягнуто певних реальних показників, зокрема рівня зайнятості (так було під час QE3 в США і у Великій Британії). Це сигналізує про готовність ЦБ діяти, покращує споживчі й ділові настрої, а якщо є загроза дефляції, то підвищує інфляційні очікування й, таким чином, знижує реальні відсоткові ставки, збільшує попит на запозичення.

Отже, відповідно до цієї теорії, ефективність політики QE потребує таких передумов: 1) широкого, глибокого і гнучкого фінансового ринку; 2) наявності потужного середнього класу, щоб уникнути перетікання грошей QE відразу на споживчий ринок і провокування інфляції; 3) розвинутої внутрішньої промисловості, щоб гроші QE не перетікали на зовнішні ринки і не дестабілізували валютний ринок; 4) центральний банк і уряд в цілому повинні мати тривалий досвід ефективного діалогу і обміну інформацією з ринками і широкою громадськістю.

Як же спрацювали названі вище чотири групи каналів у країнах, що практикували QE? Численні дослідження приводять до схожих висновків.

QE в розвинених ринкових економіках *досягли успіху* у: 1) відновленні роботи ринків тих цінних паперів, які викупував центра-

льний банк (як забезпечені іпотекою цінні папери у США чи покриті облігації і державні облігації в єврозоні); 2) у стримуванні дефляційних очікувань (у США, Японії, Великій Британії і, як очікується, у єврозоні), тобто суспільство і ринки оцінювали QE як інфляційний інструмент; 3) у зниженні вартості запозичень успішного бізнесу (тобто там, де ефективні канали інвестицій уже були, вони стали ще дешевшими); 4) у стимулюванні сукупного попиту через дію каналу впевненості чи довіри (гарантуючи громадськості, що центральний банк готовий зробити усе, щоб допомогти економіці).

QE *не досягла успіху* у відновленні банківського кредитування реального сектора. Лише у США в кінці 2013 р. кредитування бізнесу вийшло на докризовий рівень, коли економіка вийшла на стійку траєкторію зростання, і це збіглося з початком згортання програми QE. Ні в Японії, ні у Великій Британії, ні в єврозоні цього не відбулося. Очікувалося, що в зрілій ринковій економіці з широким, глибоким і гнучким фінансовим ринком гроші QE “просочаться” по всій економіці, але цього не сталося. Широкий канал збалансування активів – тобто ланцюговий вплив на ціни різних активів шляхом викупу певних їх видів центральним банком – також не спрацював. Продавці активів часто воліли “сидіти на ліквідності”, притримуючи готівку, отриману за активи, про що свідчить статистика надлишкових резервів банків. І причина, як гадається, не лише в адаптації банків до нових стандартів нагляду – просто навіть ринкова економіка не виявилась настільки чудодійно гнучкою, щоб просто завдяки вливанням грошей створити нові канали для їх освоєння.

І в результаті саме такої дієвості каналів QE ми маємо, здавалося б, парадоксальні процеси: надання Європейським центральним банком наддешевого кредиту у розмірі одного трильйона євро на два роки не допомогло вийти навіть з негативної динаміки кредитування, а самого лише оголошення програми необмеженої купівлі цінних паперів європейським центральним банком (програми ОМТ) у 2012 р., без її реалізації, і заяви Президента ЄЦБ, що “ми готові на все”, виявилось достатньо, щоб стабілізувати ринок суверенних цінних паперів. І саме через це очікуваний потужний раунд QE в єврозоні включатиме не лише довгострокові кредити, прив’язані до динаміки кредитування банками реального сектора, але

й масштабну програму викупу різних цінних паперів, забезпечених активами.

Кредитний канал класичного QE не працює, і це на власному гіркому досвіді давно зрозуміли економіки з ринками, що формуються. Вони намагаються будувати канали для QE, зокрема, створюючи інститути розвитку, що можуть ефективно транслювати експансійні заходи уряду й центрального банку в економіку.

Підтримка національних інститутів розвитку центральним банком робить дієвим кредитний канал QE. Ці інститути можуть забезпечити досягнення *позитивних макроекономічних ефектів від мікроекономічних рішень бізнесу* (наприклад, вплив рішень про придбання машин, обладнання й сировини на платіжний баланс та впливи цих рішень на економічну безпеку в контексті геополітичних загроз), а також *допомогти розвитку національного фінансового ринку*.

Монетарна політика в Україні теж не була просто політикою стабільності грошової одиниці. Уже постфактум проявляється її роль у реалізації певних моделей економічного зростання. Завжди мала місце певна форма монетарного стимулювання. Монетарне стимулювання економіки України з 1999 р. здійснювалося спочатку шляхом курсової підтримки експортоорієнтованих галузей промисловості, потім – за рахунок толерантної політики щодо валютного кредитування населення; у 2012–2013 рр. (коли ефективність курсових механізмів стимулювання знизилась, а у випадку з кредитуванням населення їх стало неможливо використовувати) відбувалося стимулювання споживання, але вже через посилення кредитування уряду. Сума ОВДП у портфелі НБУ зросла з 17 млрд грн у 2008 р. до 266,4 млрд грн у кінці вересня 2014 р., або майже в 15,7 раза. Якщо в кризовому 2009 році абсолютний приріст цієї величини становив 41,6 млрд грн, то в 2013 р. – 41,5 млрд грн, а за 9 місяців 2014 р. – 119,3 млрд грн. Приріст державних облігацій у портфелях вітчизняних банків у 2013 р. становив 10,3 млрд грн, а за 9 місяців 2014 р. – 9,1 млрд грн. Частка НБУ серед держателів державних цінних паперів зросла з 53,5% у 2011 до 69,1% у серпні 2014 р. Куди ж спрямовувалися емітовані через ринок державного боргу гроші? У 2009 р. відбувся провал в інвестиціях. У 2007 р. частка валового нагромадження основного капіталу становила 27,5%, у 2008 р. – 26,4%, а вже в 2009 р. вона падає до 18,3%. Цей провал державі не вдасться

заповнити. На тлі підготовки до Євро-2012 частка валового нагромадження основного капіталу у ВВП незначно зросла до 18,6% у 2011 і 19,5% у 2012 р., але у 2013 р. знову впала до рівня 2009 р. – 18,1% ВВП. *Частка же кінцевих споживчих витрат домашніх господарств у ВВП продовжувала зростати: з 61,4% у 2008 до 63,7% у 2009 р.; 66,5% у 2011, 68,2% у 2012 до 73,1% у 2013 р.* Особливо стрімким було зростання частки споживання у 2013 р. – на 4,9 в.п.

Отже, як зробити політику QE ефективною в Україні, де маємо високу інфляцію й інфляційні очікування, обмеження, встановлені Меморандумом про співпрацю з МВФ, нагальну потребу у післявоєнній відбудові і модернізації промисловості і ризику платіжного балансу?

По-перше, спрямовувати гроші QE через національні і міжнародні інституції розвитку й проектні компанії.

По-друге, об'єктом програми QE можуть бути або економічно обгрунтовані проекти з передбачуваним графіком окупності, або проекти, які полегшують ведення бізнесу в Україні, такі як пов'язані з розвитком інфраструктури, (справді, інвестори можуть бути зацікавлені не лише в простому отриманні прибутку, але й в більш широких вигодах, які вони отримують від розвитку інфраструктури перспективного українського ринку).

По-третє, не перекладати валютні ризики на підприємства, які не є експертами з хеджування, слід залучати міжнародні фінансові інституції до фінансування проектів модернізації промисловості й інфраструктури, і перш за все шляхом стимулювання випуску ними гривневих облігацій. Влітку 2013 р. це стало можливим завдяки внесенню відповідних змін до законодавства.

Четверте, інструментарій QE Національного банку в цьому разі може включати купівлю цих облігацій на вторинному ринку та рефінансування банків під заставу цих цінних паперів.

П'яте, позитивних ефектів довіри від оголошення QE, що є такими потужними в розвинених економіках, в Україні може бути досягнуто від оголошення НБУ готовності підтримати чітко сформульовану програму післявоєнної відбудови і промислової модернізації у поєднанні з виваженим підходом до загрози інфляції.

Вище ми зазначали, що ринки й громадськість сьогодні оцінюють діяльність центральних банків, що активно включилися у подолан-

ня фінансової кризи і депресії, за ширшими, ніж раніше, критеріями. Спробуємо і ми оцінити ці критерії довіри до Національного банку, що де-факто діють на сучасному етапі (в порядку спадання вагомості):

1) *динаміка обмінного курсу* – увага ринків і суспільства прикута в першу чергу до неї (і тут суспільство та ринки діють цілком раціонально: курсовий канал є поки що найпотужнішим у монетарній трансмісії);

2) *стійкість банківської системи і спроможність Національного банку забезпечити її очищення і оздоровлення*;

3) як би дивно це не виглядало з точки зору традиційних підходів – *ефективність Національного банку у наближенні підвідомчих йому операцій, таких, як валютні, операції рефінансування, операції оздоровлення або виведення з ринку проблемних банківських установ, до цивілізованих стандартів здорової конкуренції*. Посилення уваги до цього зумовлена не лише гостротою банківської кризи (адже кризи траплялися і раніше), але й з *інтенсифікацією гро-*

мадських рухів. Сьогодні ми маємо не лише об'єднання багатостраждальних ошуканих вкладників, але й громадські рухи, що мають на меті не відстоювання особистих інтересів і порушених прав, а реформування у різних секторах економіки й суспільного життя;

4) *цивілізована політика комунікації НБУ, що має полягати не лише в оприлюдненні й обґрунтуванні різноманітних дій ad hoc, а комунікація, що відображає логіку монетарної політики і банківського та валютного регулювання з точки зору чітко окреслених цілей Національного банку*;

5) *використання Національним банком усіх можливостей для підтримки політики уряду в умовах воєнної економіки, післявоєнної відбудови, модернізації і переорієнтації в умовах актуалізації геополітичних загроз*;

6) *спроможність забезпечити такий рівень інфляції, який би мінімізував її вплив на конкурентоспроможність економіки (на РЕОК) і не набув здатності до самовідтворення у зростаючих масштабах*.

ПЛОТНОСТЬ ЭКОНОМИЧЕСКОГО ПРОСТРАНСТВА-ВРЕМЕНИ В СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКИХ ЦИКЛАХ ОБЩЕСТВЕННОГО ВОСПРОИЗВОДСТВА

Со времен перехода к воспроизводящему типу хозяйствования определенная часть времени социального бытия человека затрачивается на осуществление его индивидуальной функции в процессе общественного воспроизводства. В условиях натурального хозяйства общественный результат хозяйственной деятельности сводился к сумме продуктов труда. В условиях товарного хозяйства общественный результат хозяйственной деятельности выражается в совокупной стоимости всех созданных экономических благ, представленных в системе производственных отношений в форме товаров. Существуют различные подходы к определению сущности стоимости, в данной статье стоимость рассматривается с позиций социально – временной теории стоимости, являющейся современной формой трудовой теории стоимости. Процесс общественного воспроизводства в условиях капитализма нацелен на производство и капитализацию прибавочной стоимости и подвержен циклическим колебаниям. Периодические глубокие социально-экономические кризисы привлекают внимание ученых и общественности к проблеме цикличности общественного воспроизводства, однако в целом сущность социально-экономических циклов остается на данный момент исследованной не в полной мере.

В середине XIX в. возникли научные дискуссии касательно среднесрочных циклов, выявленных К. Жюгляром, исследованных К. Марксом. Проблема долгосрочных колебаний экономики поднималась в трудах Х. Кларка, В. Джевонса, К. Маркса и получила свое дальнейшее развитие в начале XX в. в трудах А.И. Гельфанда, Я. Ван Гельдерена, С. Де Вольфа, Н. Кондратьева. В дальнейшем Й. Шумпетер, С. Кузнец часто обращались в своих трудах к наследию Н. Кондратьева. Большие циклы Н. Кондратьева до сих пор являются предметом дискуссий, однако реальная экономическая динамика предоставляет веские аргументы в пользу их объективного существования.

В исследовании проблемы социально-экономических циклов важным является как

понимание сущности явления, так и его внешних проявлений, оценить которые позволяет изучение эмпирических данных и исторических фактов. В данной статье предлагается исследовать изменение плотности экономического пространства – времени как одного из результирующих показателей общественного воспроизводства в ходе современных социально-экономических циклов общественного воспроизводства.

Исходным экономическим отношением в современной экономике является производство стоимости. А.Гриценко определяет стоимость с позиций логико-исторического подхода. Поэтому понимание процесса развития стоимости предстает как плавная трансформация от осознания основания выбора блага, то есть выбора между свободным временем и общественно необходимым временем труда, к пониманию овеществления и пространственной локализации в товарах этого времени, затем в своем движении в качестве особой формы единства экономического пространства и времени обособившегося от материально-вещественных благ и затрат труда и ставшего в виде денег эквивалентом времени воспроизводства блага⁷⁰. Источником стоимости, по мнению Ю. Осипова, является вся воспроизводящаяся экономическая система⁷¹.

Стоимость находится в постоянном движении, изменяя форму в зависимости от стадии общественного воспроизводства, изменяя пространственную локализацию; переходя из сферы реальной экономики в сферу виртуальной. Концентрация стоимости изменяется в пространстве и во времени в каждый момент. По мнению А. Гриценко, концентрация стоимости есть концентрация экономического пространства-времени, его уплотнение, неизбежно сопровождаемое деформациями и усилением тяготения. Если сопоставить ВВП, созданный в час в разных странах мира, то становится понятно, что для производства и потребления

⁷⁰ Гриценко А.А. Развитие форм обмена, стоимости и денег / А.А. Гриценко. – К. : Основа, 2005. – 187 с.

⁷¹ Осипов Ю. Теория хозяйства. – Т.2. – М. : Издательство МГУ, 1997. – С. 731.

эквивалентного количества благ и услуг, в одних странах и регионах нужно прожить и поработать в несколько раз больше физического времени, чем в других. Экономическое время в слаборазвитых странах течет медленнее⁷².

Основное экономическое отношение капитализма – производство прибавочной стоимости порождает массу процессирующих противоречий, обуславливающих конъюнктурные колебания экономики в краткосрочном, среднесрочном и долгосрочном периодах. В работе К. Маркса “Теории прибавочной стоимости” речь идет о различных путях преодоления противоречий капиталистического воспроизводства: краткосрочных с относительно слабыми рецессиями, циклических, с их более глубокими кризисными явлениями и, наконец, длительных процессах, разрешающих клубок противоречий, накопившихся в течение нескольких циклов средней продолжительности. К. Маркс подготовил основу для выделения в динамике капиталистического развития колебаний, отличных от среднесрочного экономического цикла, и указал на возможную их материальную основу⁷³. Сначала внимание исследователей привлекали долгосрочные колебания экономических показателей, характеризующих преимущественно сферу обращения. Со временем Н. Кондратьев развил теорию, в которой обозначены основные контуры внутреннего механизма, обуславливающего особый циклический характер капиталистического способа производства, и выявлены основные закономерности развития больших циклов экономической конъюнктуры. При этом Н. Кондратьев уделял особое внимание исследованию эмпирических данных и выявил циклические закономерности в долгосрочной ценовой динамике и динамике производственных показателей. Во второй половине XX в. кондратьевские циклы в мировой динамике цен перестали четко прослеживаться. Доказательства их наличия в производственной динамике были подвергнуты критике. Однако немало исследований эмпирических данных, осуществляемых со второй половины XX в., подтверждают наличие кондратьевских циклов. К таковым относятся исследования Э. Манделла, Д.М. Гордона, Т. Кушинского, Х.-Д. Хауштайна, Э. Нойвирта, С.В. Циреля. По мнению Л.Е. Гринина и А.В. Ко-

ротаева, кондратьевские волны в послевоенной мировой экономической динамике, в частности в динамике годовых темпов роста мирового ВВП, видны даже без применения каких-либо статистических методик⁷⁴. Общий повышательный темп экономической жизни на повышательной волне большого цикла экономической конъюнктуры сменяется упадком и замедлением на понижательной. Следует предположить, что и динамика плотности экономического пространства – времени соответствует экономической конъюнктуре. Плотность экономического пространства-времени может быть определена как ВВП/годовой фонд отработанного времени, то есть в частном случае может быть представлена как показатель производительности труда на макроуровне. Для оценки производительности труда на макроуровне применяют чаще всего такие показатели: ВВП на душу населения, ВВП на отработанный час, ВВП на одного работающего.

Плотность экономического пространства – времени, определяемая как ВВП, созданный в час, выражает стоимость времени. Так как стоимость – локализованное в пространстве время, то стоимость времени является безразмерным коэффициентом перевода экономического времени в экономическое пространство в пределах рассматриваемой страны⁷⁵. Динамика плотности экономического пространства-времени характеризует изменение эффективности экономической системы в целом и использования общественно необходимого рабочего времени в частности. Сопоставление динамики плотности экономического пространства – времени в разных странах позволяет оценить скорость течения экономического времени, то есть оценить тенденции экономической динамики в этих странах.

Окончательно рубеж между повышательной и понижательной волнами V большого цикла экономической конъюнктуры был перейден в 2008 году, когда началась острая фаза мирового экономического кризиса, предвестниками которого были ипотечный кризис в США и спекулятивный нефтяной пузырь. Имеющиеся статистические данные позволяют анализировать динамику плотности экономи-

⁷² Гриценко А. Социально-временная концепция стоимости / А. Гриценко // Вопросы политической экономии. – № 2(3). – 2012. – С. 90–106 (<http://vopoliteco.ucoz.com/mgz/wpe2012-02.pdf>).

⁷³ Меньшиков С. М., Клименко Л. А. Длинные волны в экономике. Когда общество меняет кожу. – М. : Междунар. отношения, 1989. – 272 с.

⁷⁴ Гринин Л. Е. Глобальный кризис в ретроспективе. Краткая история подъемов и кризисов: от Ликурга до Алана Гринспена / Л. Е. Гринин, А. В. Коротаев ; отв. ред. С.Ю. Малков. – Изд. 2-е. – М. : Книжный дом «ЛИБРОКОМ», 2012. – 336 с.

⁷⁵ Гриценко А. Социально-временная концепция стоимости / А. Гриценко // Вопросы политической экономии. – № 2(3). – 2012. – С. 90–106 (<http://vopoliteco.ucoz.com/mgz/wpe2012-02.pdf>).

ческого пространства-времени в период между экономическим кризисом 2001–2002 гг., затронувшим преимущественно США, и глобальным кризисом 2008 г., продолжающимся и поныне. То есть, рассматривается изменение плотности экономического пространства – времени в годы, предшествующие переходу к понижательной волне большого цикла конъюнктуры, и в период, соответствующий началу развития понижательной волны (табл.1).

Общая динамика плотности экономического пространства-времени свидетельствует о необратимости процессов наращивания производства стоимости при капиталистическом способе производства в условиях отсутствия пертурбационных процессов (техногенные, природные катаклизмы, военно-политические конфликты) как на повышательной, так и на понижательной волне большого цикла Н. Кондратьева. Среди исследованных стран североамериканского континента лидером по анализируемому показателю являются США. Наиболее широко рассмотрены по данному показателю страны Евразии, поэтому среди них определим десятку лидеров: Норвегия, Люксембург, Нидерланды, Бельгия, Франция, Германия, Дания, Швейцария, Швеция, Австрия. Австралия также демонстрирует довольно высокие показатели производительности труда на макроуровне. Основными факторами, влияющими на плотность экономического пространства-времени, являются количество населения, занятого в общественном воспроизводстве, уровень развития производительных сил. Влияние уровня развития производительных сил общества на производительность труда в масштабах национальной экономики требует отдельного исследования. Важной компонентой его оценки является уровень инновационного развития экономики.

С 2007 г. по методике международной бизнес-школы INSEAD рассчитывается глобальный индекс инноваций, состоящий из 80 переменных, характеризующих инновационное развитие стран мира по следующим направлениям: институты, человеческий капитал и исследования, инфраструктура, развитие внутреннего рынка, развитие бизнеса, развитие технологий и экономики знаний, результаты креативной деятельности⁷⁶. Рассмотрим позиции стран – лидеров по показателю плотности экономического пространства – времени в рейтинге стран мира по индексу инноваций.

Лидирующие по показателю плотности экономического пространства-времени страны демонстрируют также высокие показатели инновационного развития (табл.2), учитывая то, что в рейтинге представлено 107 стран в 2007 г., 130 – в 2008/2009 гг., 132 – в 2009/2010 гг., 125 – в 2011 г..

Норвегия и Люксембург демонстрируют наиболее высокие показатели плотности экономического пространства-времени. Экономика этих стран характеризуется незначительным количеством занятых (рис.1), довольно высоким и относительно стабильным уровнем инновационного развития (табл.2). При этом существуют особенности экономического курса Норвегии и Люксембурга, позволяющие использовать экономический потенциал более успешно, нежели это происходит в других рассматриваемых странах. В экономике Норвегии важную роль играет нефтегазовый комплекс, обеспечивающий не менее 20 % ВВП. Еще в начале XX в. Норвегия находилась на периферии европейской экономики. После открытия в 1969 г. первого нефтяного месторождения “Экофиск” ситуация кардинально изменилась. Норвегия стала одним из лидеров по ВВП на душу населения.

Особенностью норвежской экономической модели стала значительная роль государства в обеспечении рационального использования национальных энергоресурсов в интересах всего общества. Государство контролирует топливные ресурсы страны, используя государственные компании по добыче и разведке нефти и газа, налоги, сборы, лицензионную систему, практику выделения государственной доли в каждом месторождении, законодательно определяет направления и формы регулирования ТЭК⁷⁷. Трехуровневая система государственного управления нефтегазовым комплексом Норвегии; стабильность общей правовой системы и гибкость системы государственного регулирования нефтегазового комплекса; политическая стабильность, активная промышленная политика государства в экономике обеспечили приток иностранных инвестиций, привлечение мировых лидеров нефтегазовой отрасли, ограничение чрезмерного влияния ТНК. С помощью доходов от нефти и газа в Норвегии была построена успешная диверсифицированная экономика⁷⁸.

⁷⁷ Попов А. А. Государственное регулирование нефтегазовой отрасли в Норвегии / А. А. Попов (<http://www.m-economy.ru/art.php?nArtId=979#ftn1>).

⁷⁸ Воробьева Т.А. Роль государства в обеспечении рационального освоения национальных природных энергоресурсов: опыт

⁷⁶ Глобальный индекс инноваций – информация об исследовании (<http://gtmarket.ru/ratings/global-innovation-index/info>).

Норвегии (<http://cyberleninka.ru/article/n/rol-gosudarstva-v-obespechenii-ratsionalnogo-osvoeniya-natsionalnyh-prirodnih-energoresursov-opyt-norvegii>).

Таблица 1

Динамика плотности экономического пространства-времени

Страны по континентам	Плотность экономического пространства-времени										
	Годы										
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Северная Америка											
США	40,84	42,48	44,33	46,66	48,9	52,85	54,67	56,02	57,79	59,92	61,56
Канада	34,29	34,87	36,2	37,38	40,08	42,95	44,05	44,86	45,41	46,72	48,12
Мексика	11,72	11,96	12,52	12,99	14,02	15,37	16,05	16,67	16,72	16,89	18,24
Евразия											
<i>страны ЕС:</i>											
Австрия	33,47	35,97	37,21	39,84	40,55	43,77	44,24	45,79	47,6	49,43	51,29
Бельгия	45,34	47,79	48,54	50,23	50,4	53,72	54,95	56,49	57,75	59,82	61,93
Великобритания	34,89	36,93	38,19	40,01	41,07	44,65	45,31	45,98	45,6	45	46,46
Венгрия	17,92	19,31	20,12	21,28	22,06	23,66	24,47	26,68	27,56	28,52	29,67
Германия	41,62	43,57	45,82	47,95	49,72	52,25	54,08	55,61	55,36	57,5	59,99
Греция	24,04	25,72	26,89	28,31	28,09	30,51	31,69	35,06	34,44	33,33	33,17
Дания	36,22	37,81	38,09	39,87	40,97	43,66	46,3	48,28	49,06	53,7	55,13
Испания	32,75	34,47	34,97	36,2	37,14	40,59	42,8	44,83	46,96	47,18	48,61
Италия	38,78	38,17	38,7	39	40,19	42,98	45,07	47,32	48	49,08	50,54
Люксембург	51,3	54,12	56,93	62,08	64,83	72,57	79,01	74,84	68,89	72,27	77,75
Нидерланды	42,82	44,59	44,99	47,49	50,47	53,92	56,52	58,75	57,24	59,55	62,28
Польша	14,95	16,23	16,97	18,22	18,77	19,99	21,3	22,18	23,53	26,1	27,97
Португалия	19,97	20,76	21,69	21,96	23,93	26,45	28,31	28,78	30,3	31,57	32,95
Словакия	16,79	18,57	19,81	20,83	22,2	24,3	26,65	28,76	29,28	30,85	32,19
Словения	23,58	24,53	25,48	27,38	29,72	32,44	34	35,09	33,59	34,32	37,01
Финляндия	33,38	34,71	35,19	37,97	38,69	41,45	44,55	46,92	46,21	47,45	49,67
Франция	42,44	45,37	45,14	45,97	48,5	51,98	53,85	55,38	56,99	58,16	60,46
Чехия	19,06	19,66	21,38	22,92	23,95	27,39	29,73	29,96	30,95	30,71	31,64
Швеция	35,02	36,94	38,99	41,45	41,78	45,89	48,02	49,47	48,78	50,46	52,50
Эстония				16,7	18,2	19,9	22	22,8	24,4	25,4	26,3
<i>страны, не входящие в состав ЕС</i>											
Корея	15,96	17,14	17,97	19,29	20,41	21,63	23,46	24,67	24,69	26,75	28,52
Норвегия	51,44	52,03	55,06	60,06	67,15	74,91	75,35	81,1	75,64	79,53	84,81
Российская федера- ция	8,332	8,831	10,11	11	12,51	15,51	16,85	20,31	20,22	21,2	22,98
Турция	13,42	13,79	14,31	18,29	20,11	22,56	24,6	26,52	26,19	27,54	29,25
Швейцария	33,9	35,69	35,72	36,57	37,94	43,12	46,55	49,68	49,6	50,53	52,64
Япония	28,71	30,03	30,89	32,8	34,33	35,66	37,17	37,79	37,71	39,61	40,36
Австралия	34,8	36,25	37,62	38,97	40,2	43,74	45,45	45,38	48,43	49,23	50,73
Новая Зеландия	25,13	25,63	26,17	26,65	27,12	29,84	31,65	32,37	34,41	34,42	35,46

Источник: рассчитано на основе данных: Gross domestic product in US dollars (http://www.oecd-ilibrary.org/economics/gross-domestic-product-in-us-dollars_2074384x-table3); Average annual hours actually worked per worker (<http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=ANHRS>); Annual labour force statistics (<http://stats.oecd.org/>); United Nations Economic Commission for Europe (http://w3.unece.org/pxweb/dialog/varval.asp?ma=10_MELFOverviewY_r&path=../database/STATRU/20-ME/3-MELF/&lang=14&ti=%CD%E0%F1%E5%EB%E5%ED%E8%E5+%E8+%E7%E0%ED%FF%F2%EE%F1%F2%FC++%D1%F2%F0%E0%ED%E0%2C+%CF%E5%F0%E5%EC%E5%ED%E0%FF+%E8+%C3%EE%E4%).

Таблица 2

Позиции стран-лидеров по показателю плотности экономического пространства-времени в рейтинге глобального индекса инноваций

Страны	Позиция в рейтинге стран мира по глобальному индексу инноваций			
	Годы			
	2007	2008/2009	2009/2010	2011
США	1	1	11	7
Норвегия	25	14	10	18
Люксембург	16	17	15	17
Нидерланды	9	10	8	9
Бельгия	15	18	17	24
Франция	5	19	22	22
Германия	2	2	16	12
Дания	11	8	5	6
Швейцария	6	7	4	1
Швеция	12	3	2	2
Австрия	22	15	21	19
Австралия	17	22	18	21

Источник: Составлено на основе данных: The world's top innovators (<https://www.globalinnovationindex.org/userfiles/file/gii-2007-report.pdf>); Global Innovation Index 2008-2009 (<https://www.globalinnovationindex.org/userfiles/file/gii-2008-2009-report.pdf>); Global Innovation Index 2009-2010 (<https://www.globalinnovationindex.org/userfiles/file/gii-2009-2010-report.pdf>); The Global Innovation Index 2011 (<http://www.slideshare.net/ceobroadband/global-innovation-index-2011>).

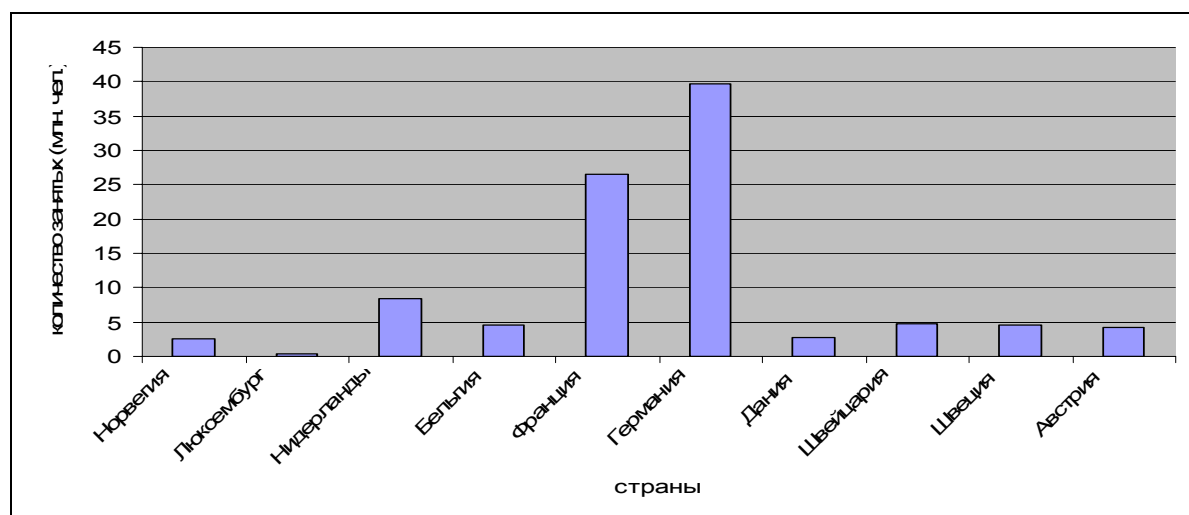


Рис. 1. Количество занятых в экономике европейских стран – лидеров по показателю плотности экономического пространства-времени в 2011 г.

Источник: построено на основе данных: Annual labour force statistics (<http://stats.oecd.org/http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=48177#>).

Учитывая высокий вклад нефтегазовой отрасли в ВВП Норвегии при существующей в этой стране системе перераспределения доходов от экспорта нефти и газы на нужды всей национальной экономики, именно рост цен на нефть и газ на повышательной волне V большого цикла Кондратьева (с начала 1980-х гг. по начало 2000-х гг.), возобновившийся после непродолжительного обвала в сентябре 2008 г. – начале 2009 г. и на понижающей волне большого цикла, способствовал повышению плотности экономического пространства-времени в Норвегии. С начала 2000-х гг. и до осени 2008 гг. цены на нефть росли рекордными темпами,

после резкого обвала цен в сентябре 2008 – начале 2009 гг. динамика цен вновь приобрела повышательный характер (рис. 2). Подобная динамика характерна и для цен на газ в период перехода от повышательной к понижающей волне V большого цикла Н. Кондратьева: наиболее высокие темпы роста цен на нефть и нефтепродукты отмечались в 2005 и 2008 гг., на природный газ – в 2005, 2006 и 2008 гг.⁷⁹.

⁷⁹ Кабанова Т.А. Мировые товарные рынки: состояние, динамика, перспектива / Т.А. Кабанова, Т.Ф. Бурова (<http://www.cbr.ru/publ/MoneyAndCredit/kabanova.pdf>).

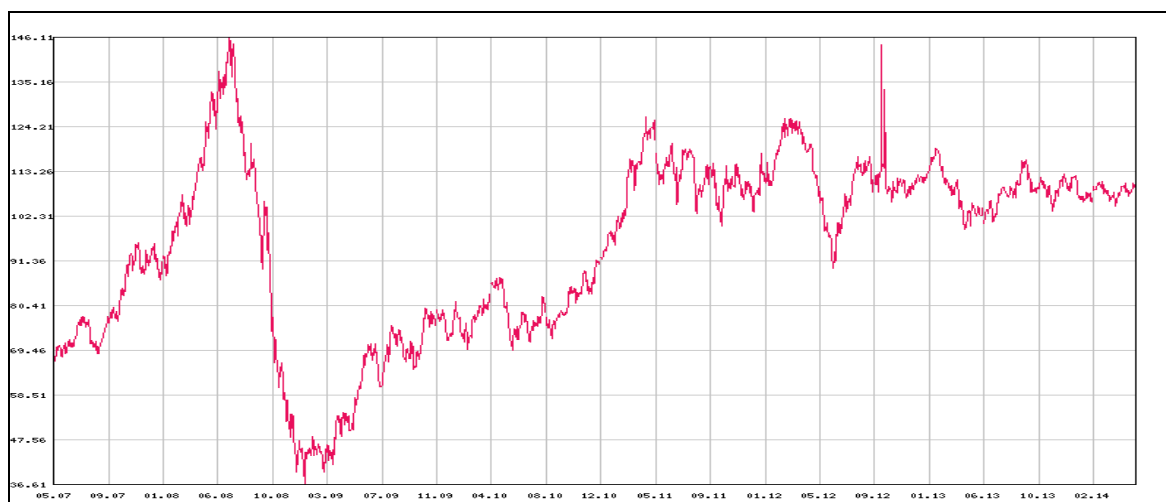


Рис. 2. Динамика цен на нефть

Источник: Кабанова Т.А., Бурова Т.Ф. Мировые товарные рынки: состояние, динамика, перспектива (<http://www.cbr.ru/publ/MoneyAndCredit/kabanova.pdf>).

Экономика Люксембурга является достаточно диверсифицированной. Совокупность таких факторов как высокий уровень развития сферы финансовых услуг, высокоэффективная промышленность, успешная инвестиционная политика, функционирование в режиме налоговой гавани, малое количество населения обеспечивают более высокую плотность экономического пространства – времени в этой стране, нежели в других изучаемых нами странах. Воспроизводящаяся экономическая система в условиях капиталистического способа производства нацелена на постоянное увеличение объемов производства стоимости, поэтому оценка экономической конъюнктуры по стоимостным показателям предполагает определение темпов развития этого процесса. Рассмотрим цепные темпы прироста плотности экономического пространства-времени в период перехода от повышательной волны V большого цикла Н. Кондратьева к понижательной волне (табл. 3).

В предшествующие началу глобального социально-экономического кризиса 2006-2007 гг. цепной темп прироста плотности экономического пространства-времени значительно возрастает во всех анализируемых странах. При этом он становится наибольшим за рассматриваемый период для большинства стран, за исключением Венгрии, Греции, Дании, Канады, Польши, Словакии, Финляндии, Кореи, Японии. В отдельных странах понижательная тенденция темпов прироста плотности экономического пространства-времени проявилась не в 2008 г., а в 2009 г.: в Бельгии, Великобритании, Венгрии, Греции, Италии, Норвегии, Российской Федерации. В 2009 г., следующем за первым годом острой стадии кризиса, в 13 – ти из 31 – й рассмотренной страны цепной темп прироста анализируемого показателя стал отрицательным, а значительно

уменьшился в сравнении с предкризисным 2006-м годом во всех странах.

По мнению Л. Гринина и А. Коротаева, современный кризис развивается по типу циклических кризисов жюглярской модели. Жюглярский тип цикличности кратко представлен такой схемой: мощный, неконтролируемый рост, ведущий к перегреву и росту цен на сырье и ресурсы, переходящему в спекулятивный рост; появление секторов, в которых спекуляции достигают пика; обвал в каком-то месте; крайний дефицит ликвидных денежных ресурсов и нормального кредита; биржевой и прочих обвал; огромный спад в экономике с банкротствами, безработицей, падением внешней торговли еще сильнее, чем производства⁸⁰. Рассмотрим отдельно динамику темпов прироста плотности экономического пространства-времени для стран, лидирующих по этому показателю, каждого из рассмотренных континентов и выясним, обнаруживает ли она признаки жюглярского типа цикличности (рис. 3).

В период между двумя циклическими экономическими кризисами (2001–2002 гг. и 2008–2009 г.) рассматриваемые страны (США, Норвегия, Люксембург, Нидерланды, Австралия) демонстрируют значительные темпы прироста результирующего показателя общественного воспроизводства. Данная тенденция прерывается в 2008-2009 гг. В США уже с 2007 г. замедляются темпы прироста плотности экономического пространства-времени. Наиболее глубоким было падение рассматриваемого показателя в Люксембурге и Норвегии в 2009 г.

⁸⁰ Гринин Л. Е. Глобальный кризис в ретроспективе. Краткая история подъемов и кризисов: от Ликурга до Алана Гринспена / Л. Е. Гринин, А. В. Коротаев ; отв. ред. С.Ю. Малков. – Изд. 2-е. – М. : Книжный дом «ЛИБРОКОМ», 2012. – 336 с.

В Норвегии размах колебаний анализируемого показателя наибольший среди рассматриваемых

стран, его глубокое падение в 2009 г. совпадает с периодом низких цен на нефть.

Таблица 3

Темп изменения плотности экономического пространства-времени

Страны по континентам	Цепной темп прироста плотности экономического пространства-времени (%)									
	Годы									
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Северная Америка										
США	4,024	4,34	5,26	4,81	8,07	3,46	2,46	3,17	3,69	2,73
Канада	1,689	3,84	3,23	7,25	7,16	2,54	1,85	1,22	2,88	3
Мексика	2,072	4,67	3,71	7,93	9,63	4,45	3,88	0,27	1,05	7,98
Евразия										
страны ЕС:										
Австрия	7,462	3,47	7,06	1,78	7,95	1,07	3,51	3,94	3,85	3,77
Бельгия	5,397	1,57	3,49	0,33	6,59	2,28	2,81	2,22	3,59	3,52
Великобритания	5,829	3,41	4,77	2,64	8,74	1,46	1,49	-0,82	-1,3	3,25
Венгрия	7,744	4,2	5,75	3,66	7,27	3,42	9,02	3,3	3,48	4,03
Германия	4,685	5,16	4,65	3,69	5,1	3,49	2,84	-0,46	3,86	4,33
Греция	6,977	4,55	5,27	-0,79	8,62	3,87	10,6	-1,78	-3,2	-0,46
Дания	4,397	0,74	4,68	2,76	6,56	6,05	4,28	1,61	9,45	2,67
Испания	5,279	1,45	3,5	2,6	9,29	5,44	4,76	4,73	0,48	3,04
Италия	-1,57	1,38	0,79	3,05	6,95	4,86	4,98	1,45	2,24	2,97
Люксембург	5,506	5,2	9,03	4,43	11,9	8,87	-5,3	-7,95	4,9	7,58
Нидерланды	4,125	0,9	5,56	6,29	6,82	4,83	3,93	-2,56	4,03	4,59
Польша	8,525	4,55	7,38	3,03	6,49	6,58	4,12	6,11	10,9	7,18
Португалия	3,965	4,47	1,25	8,93	10,5	7,04	1,65	5,3	4,2	4,36
Словакия	10,59	6,67	5,13	6,61	9,43	9,67	7,93	1,81	5,37	4,33
Словения	3,989	3,9	7,46	8,55	9,13	4,8	3,21	-4,26	2,17	7,85
Финляндия	3,975	1,39	7,89	1,9	7,15	7,47	5,33	-1,51	2,68	4,67
Франция	6,921	-0,5	1,83	5,51	7,19	3,59	2,83	2,91	2,07	3,95
Чехия	3,175	8,7	7,24	4,47	14,4	8,55	0,77	3,28	-0,8	3,03
Швеция	5,48	5,53	6,31	0,81	9,84	4,63	3,03	-1,39	3,43	4,05
Эстония				8,86	9,54	10,6	3,62	6,89	4,36	3,22
Страны, не входящие в состав ЕС:										
Корея	7,361	4,84	7,4	5,78	5,99	8,44	5,17	0,08	8,34	6,64
Норвегия	1,154	5,82	9,08	11,8	11,5	0,59	7,63	-6,73	5,14	6,63
Турция	2,707	3,8	27,8	9,92	12,2	9	7,8	-1,23	5,18	6,2
Швейцария	5,29	0,07	2,38	3,74	13,65	7,96	6,72	-0,14	1,87	4,18
Япония	4,566	2,89	6,19	4,65	3,89	4,23	1,67	-0,22	5,02	1,91
Австралия	4,152	3,8	3,59	3,15	8,81	3,89	-0,1	6,73	1,64	3,06
Новая Зеландия	2,004	2,12	1,83	1,74	10	6,04	2,28	6,3	0,03	3,02

Источник: рассчитано на основе данных: Economics: Gross domestic product in US dollars (http://www.oecd-ilibrary.org/economics/gross-domestic-product-in-us-dollars_2074384x-table3); Average annual hours actually worked per worker (<http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=ANHRS>); Annual labour force statistics (<http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=48177#>); United Nations Economic Commission for Europe (http://w3.unecce.org/pxweb/dialog/varval.asp?ma=10_MELFOverviewY_r&path=../database/STATRU/20-ME/3-MELF/&lang=14&ti=%CD%E0%F1%E5%EB%E5%ED%E8%E5+%E8+%E7%E0%ED%FF%F2%EE%F1%F2%FC++%D1%F2%F0%E0%ED%E0%2C+%CF%E5%F0%E5%EC%E5%ED%ED%E0%FF+%E8+%C3%EE%E4?)).

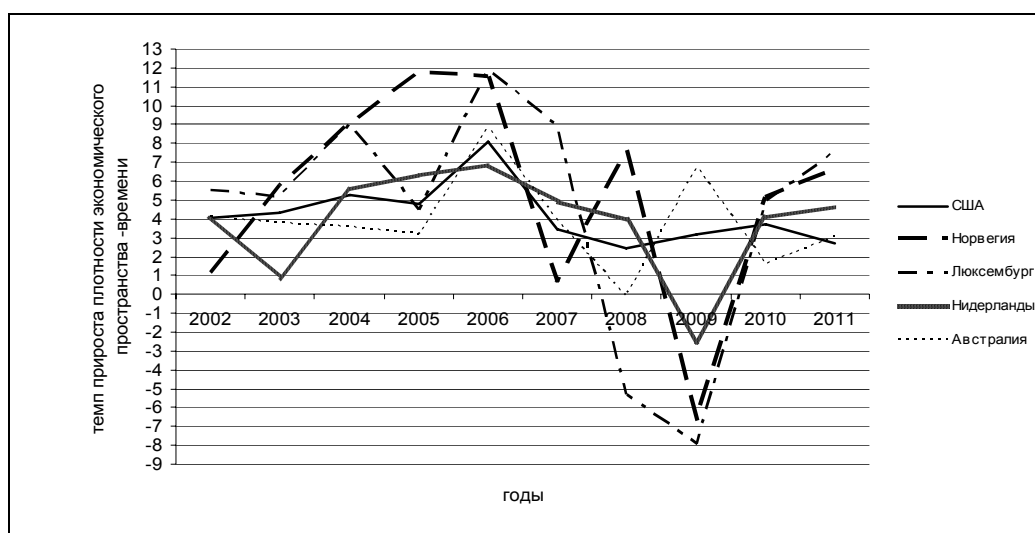


Рис. 3. Динамика темпов прироста плотности экономического – пространства времени в отдельных странах

Источник: построено на основе данных: Gross domestic product in US dollars (http://www.oecd-ilibrary.org/economics/gross-domestic-product-in-us-dollars_2074384x-table3); Average annual hours actually worked per worker (<http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=ANHRS>); Annual labour force statistics (<http://stats.oecd.org/>, (<http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=48177#>); United Nations Economic Commission for Europe (http://w3.unece.org/pxweb/dialog/varval.asp?ma=10_MELFOverviewY_r&path=../database/STATRU/20ME/3MELF/&lang=14&ti=%-CD%E0%F1%E5%EB%E5%ED%E8%E5+%E8+%E7%E0%ED%FF%F2%EE%F1%F2%FC+-%D1%F2%F0%E0%ED%E0%2C+%CF%E5%F0%E5%EC%E5%ED%ED%E0%FF+%E8+%C3%EE%E4?)).

В целом динамика анализируемого показателя (рис. 3) свидетельствует о наличии перегрева экономики в предкризисные годы и довольно глубоком ее падении во время кризиса 2008-2009 гг.. Такие резкие колебания, а также наличие рыночных пузырей, в частности нефтяного “пузыря”, исключительная важность финансовой составляющей экономического цикла свидетельствуют о наличии признаков жюгляровского типа цикличности в современной мировой экономике. Роль

финансового сектора в развитии глобального экономического кризиса 2008-2009 гг. нами отдельно не рассматривалась. В странах, лидирующих по плотности экономического – пространства времени, финансовый сектор оказывает значительное влияние на экономическое развитие. Этот тезис касается прежде всего экономики США, однако данные о вкладе финансового сектора в формирование валовой добавленной стоимости в европейских странах также его подтверждают (табл.4).

Таблица 4

Удельный вес финансового сектора в валовой добавленной стоимости стран, лидирующих по плотности экономического пространства-времени

Страны	Удельный вес валовой добавленной стоимости, создаваемой в сфере финансовой и страховой деятельности, в общей добавленной стоимости национальной экономики				
	Годы				
	2007	2008	2009	2010	2011
Люксембург	27,19032	28,58928	28,40472	28,47893	27,4395
Нидерланды	6,901891	7,20086	7,36744	7,433411	7,222759
Норвегия	4,491991	4,469078	4,535794	4,50832	4,447397

Источник: на основе данных: National accounts (including GDP) (http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/national_accounts/data/database).

Таблица 5

Динамика финансовой глубины мировой экономики

Показатель – в целом по миру, %	Годы					
	1980	1990	2000	2002	2007	2008
Банковские депозиты/ВВП	46	83	106	114	101	100
Ценные бумаги/ВВП	57	127	243	175	250	192
Итого глобальные финансовые активы/ВВП	103	210	349	289	351	292
Биржевые деривативы/ВВП	-	-	44	72	146	95
Внебиржевые деривативы/ВВП	-	-	297	427	1078	899

Источник: Миркин Я. М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски / Я. М. Миркин. – М. : GELEOS Publishing House; Кэпитал Трейд Компани, 2011. – 480 с.

Сфера финансовых услуг оказывает все большее влияние на глобальную социально – экономическую динамику. Бурное развитие сферы финансовых услуг проявляется в росте финансовой глубины мировой экономики (табл. 5).

В экономическом цикле жюглярковского типа стадия подъема сопровождается ускоренным развитием финансовых технологий. Исходя из данных табл. 5, в предкризисном 2007 г. финансовая глубина экономики в наибольшей мере возросла в сравнении с 2000 г. по показателям, характеризующим соотношение биржевых деривативов и ВВП, а также соотношение внебиржевых деривативов и ВВП.

В период с начала 1980-х гг. по начало 2000-х годов, соответствующий повышательной волне V большого цикла Н. Кондратьева, укладывается не более 3-х циклов Жюгляра продолжительностью 7-11 лет. В упомянутый период произошло три масштабных социально-экономических кризиса: кризис 1979-1982 гг., затронувший в большей степени США, европейские страны, Японию, Канаду; кризис 2001-2002 гг., затронувший, в первую очередь США, но в силу особой роли этой страны в геоэкономике, сказавшийся на мировой экономике; глобальный кризис 2008 – 2009 гг., ставший поворотной точкой перехода к понижательной волне V большого цикла Н. Кондратьева.

Динамика темпов прироста плотности экономического пространства-времени – результирующего

показателя для национальных самовоспроизводящихся экономических систем свидетельствует о перегреве мировой экономики в предкризисные годы, особенно в 2006 г., то есть за два года до разворачивания мирового социально-экономического кризиса, ставшего поворотной точкой в развитии V большого цикла Н. Кондратьева. Подъем экономики, происходивший с 2002 г. по 2008 г., характеризуется ростом цен на мировых сырьевых рынках, ростом цен на недвижимость, увеличением масштабов рискованных финансовых операций, что является характерным для цикла Жюгляра. В 2008-2009 гг. темпы прироста рассматриваемого показателя резко снижаются в сравнении с предкризисным 2006 г. в преимущественном большинстве исследованных стран. Острая фаза глобального социально-экономического кризиса, приходящаяся на 2008-2009 гг., развивалась по сценарию жюглярковского типа цикличности. Об этом свидетельствуют темпы прироста плотности экономического пространства-времени в странах – лидерах по этому показателю, демонстрирующие на протяжении 2002-2011 гг. колебания со значительной амплитудой (рис. 2).

Таким образом, показатель плотности экономического пространства – времени характеризует эффективность национальных самовоспроизводящихся экономических систем, нацеленных на воспроизводство стоимости, а его колебания соответствуют циклической динамике капиталистической экономики.

ТРАНСФОРМАЦИЯ РЕЖИМОВ ПРУДЕНЦИАЛЬНОГО НАДЗОРА В ПРОЦЕССЕ ЭВОЛЮЦИИ РЕГУЛИРОВАНИЯ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА

В связи с ростом практического и теоретического интереса к вопросу влияния надзора и регулирования банковского сектора на развитие, стабильность и эффективность финансового рынка в последние годы, в своих работах рассматривали данную проблему большое количество как зарубежных, так и отечественных исследователей. После кризиса 2008 г. особое внимание ученых и практиков привлекает проблема оценки увеличения степени интегрирования государственного надзора и регулирования финансового рынка на рост инвестиционной привлекательности экономик различных стран и стабильность их банковских систем. Среди отечественных исследований данных проблем можно выделить таких исследователей как В.Суслов, А.Киреев, В.Мищенко, С.Науменкова, А.Карчева, В. Кротюк, А. Мороз и др., среди иностранных – Я. Миркин, А.Саватюгин, А.Абрамов, А.Радыгин, А.Хандруев, Д.Панкин, О.Вьюгин, С.Швецов, А.Буркова, К.Криничанский, Дж.Стиглиц, Дж.Тобин, М.Чихак, А.Демиргук-Кунт, Г.Марченко, А.Мелецки, А.Подпиера, Л.Левен, Ф.Валенсия, Б.Эйхенгрин, Д.Шонмахер и др.

Информационной базой для данной статьи являются работы отечественных и зарубежных исследователей в области государственного регулирования финансовых рынков, отчетность центральных банков, других регуляторов финансового рынка, международных организаций регуляторов финансовых рынков, данные Мирового банка.

Но, несмотря на актуальность проблемы оценки влияния интегрированности финансового регулирования на инвестиционную привлекательность рынка капиталов и стабильность банковского сектора, в экономической литературе до сих пор отсутствует единый подход к определению типологии пруденциального надзора за секторами финансового рынка. В полной мере не выработаны рекомендации по оценке влияния интегрированности государственного регулирования и надзо-

ра на привлекательность тех или иных локальных банковских рынков.

Таким образом, представляется **актуальной задачей** оценки комплексного влияния изменений в пруденциальном надзоре и регулировании банковского сектора и уточнения классификации практических режимов банковского надзора. Решению данных проблем и посвящена данная статья.

Целью исследования является анализ эволюции режимов пруденциального надзора как формального института государственного регулирования банковского сектора, понимаемого нами как набор координирующих и структурирующих механизмов и правил, и оценка эффективности повышения степени интеграции надзора в процессе регулирования банковской системы с целью повышения ее стабильности.

Среди институциональных принципов регулирования финансовых рынков российский исследователь К.Криничанский выделяет *общие и специальные принципы*.

К общим принципам относятся два:

1) "ориентация целей, задач и инструментов регулирования на функциональность и способность рынка позитивно воздействовать на макроэкономические параметры;

2) ориентация на динамичность экономических процессов и способность агентов, используя гибкость системы права, создавать новые и трансформировать известные институты рынка⁸¹;

также им выделяются и специальные принципы:

1) реализация модели государственно-частного партнерства бизнеса и государства в модернизации специализированной инфраструктуры рынка ценных бумаг и осуществлении контроля и надзора ее работой;

⁸¹ Криничанский К.В. Эволюция и трансформация институтов рынка ценных бумаг : автореферат дисс. на соискание ученой степени доктора экономических наук по специальности 08.00.01 – экономическая теория / К.В. Криничанский. – М., 2009.

2) реализация модели совместного участия государства и частного бизнеса в модернизации институтов корпоративных отношений;

3) реализация модели совместного участия частного бизнеса и государства в модернизации информационной инфраструктуры рынка;

4) усиление институтов саморегулирования;

5) создание и совершенствование институтов, нацеленных на поддержание доверия и стабильности в работе рынка.

Можно не во всем согласиться с такой классификацией и теоретическими приоритетами регулирования, расставленными К.Криничанским. Так как для эффективности функционирования банковского сектора как основной составляющей финансового рынка в странах с преобладанием банкоориентированной модели построения финансовой системы первостепенным является поддержание института доверия участников друг к другу и к государству как регулятору рынка, а также постепенное возрастание роли Саморегулирующих организаций (*далее – СРО*) в процессе эволюции регулирования. Элементы государственно-частного партнерства могут скорее выступать в роли улучшения операционного функционирования финансового рынка, а не быть приоритетными принципами самого регулирования и надзора.

Также иногда, кроме государственного и саморегулирования, выделяют еще общественное регулирование и рыночный надзор за рынком.

Под общественным регулированием чаще всего понимают воздействие общества на участников рынка ценных бумаг посредством механизма общественного мнения. Причиной изменения регулирующих воздействий на участников рынка как со стороны государства (путем внесения изменений в законодательство о рынке ценных бумаг и т.д.), так и со стороны СРО (пересмотр лучших практик или условий допуска на рынок) могут выступать события на рынке, вызвавшие широкий общественный резонанс. Обычно это негативные рыночные события, банковские паники, набеги на банки, оппортунистические действия одних участников рынка против других либо нарушение рыночной дисциплины в отношениях внутри банковской системы или в защите прав потребителей финансовых услуг.

Рыночное регулирование, тесно связанное с рыночным надзором за поведением субъек-

тов банковского рынка, основано на организации поддержания справедливого и эффективного рынка банковских услуг, соблюдение рыночной этики.

В нашей работе мы, в основном, сконцентрируемся на изучении, анализе и особенностях современных тенденций в государственном регулировании банковского рынка как основополагающем элементе системы регулирования и надзора, проанализировав для этого имеющиеся данные международной статистики по Украине, России и Казахстану, а также основным странам, где достаточно развиты банковские рынки, за период 1999–2013 гг.

Текущее состояние финансового, и прежде всего, фондового рынка после кризиса 2008 г. потребовало от международных финансовых организаций и национальных регуляторов существенно обновить подходы к самому предмету надзора за рынком.

Традиционно в целях регулирования все финансовые рынки делились Мировым банком на три сектора⁸²:

- банковские услуги;
- страховые услуги, в число которых в некоторых случаях включались услуги частных пенсионных фондов;
- услуги на рынке ценных бумаг.

Таким же секторальным образом организовывались регулирование и надзор: банковский, страховой, надзор на рынке ценных бумаг. Однако за последнее время появилось множество различных новых финансовых инструментов (деривативы, разные схемы коллективного инвестирования, к которым иногда относят и частные пенсионные фонды и пр.). Надзор за оказанием этих услуг практически во всех юрисдикциях отдается под контроль надзора на рынке ценных бумаг.

Таким образом, традиционное деление регуляторов на три сектора осталось, но третий сектор сейчас обозначают, как “другие финансовые услуги”, т.е. в этот сектор финансовых услуг по принципу исключения попадают все услуги, не являющиеся банковскими и страховыми.

Так, Группа 30 в своем исследовании выделяет такие 4 “политические цели регулирования”⁸³:

⁸² Global financial development Report 2013, part 2. The State as Regulator and Supervisor / The World bank. – 80 p.

⁸³ The structure of Financial Supervision Approaches and Challenges in a Global Marketplace. Group of Thirty. – Washington, DC. 2008. – P. 21.

- 1) безопасность и разумность финансовых институций;
- 2) уменьшение системного риска;
- 3) честность и эффективность рынков;
- 4) защита потребителей финансовых услуг и инвесторов.

При этом исследователи также выделяют 4 подхода к регулированию⁸⁴:

1. **Институциональный подход**, при котором правовое положение фирмы (например, банк, брокер-дилер, или страховая компания) определяет – какому регулятору будет поручено наблюдение за безопасностью и разумности ведения деятельности данного участника финансового рынка.

2. **Функциональный подход**, при котором надзор со стороны надзорных органов определяется сутью бизнеса, которым в настоящее время занимается поднадзорный участник рынка, безотносительно его правового статуса. Каждый вид бизнеса может иметь своего собственного функционального регулятора.

3. **Интегрированный подход**, при котором одним универсальным регулятором производится и надзор за безопасностью и надежностью контролируемых субъектов рынка, и регулирование рыночного поведения для всех секторов финансовых услуг.

4. **Подход Твин Пикс** как форма регулирования, при котором существует разделение регулирующих функций между двумя регуляторами: одним, который выполняет функцию надзора за безопасностью и надежностью фирм, а другой фокусируется на регулировании их рыночного бизнес-поведения.

Традиционный или институциональный подход к надзору по секторам является наиболее напряженной регулятивной моделью, учитывая последние изменения на финансовых рынках и в составе игроков, а также вследствие размывания линий финансовых продуктов по всем секторам финансового рынка. Регуляторы, использующие институциональные подходы к надзору могут преодолеть свои недостатки с помощью различных механизмов координации, но такая структура не является оптимальной, учитывая современную быструю эволюцию финансовых рынков. Из ведущих регуляторов фондового рынка такой структуры придерживались Китай, Гонконг и Мексика.

Функциональный подход к надзору остается до сегодняшнего дня довольно часто используемым, и, по мнению исследователей Группы 30 “кажется, может хорошо работать, пока координация между регулируемыми агентствами достигается и поддерживается. Однако существует общее понимание того, что это может также быть несколько суб-оптимальной структурой надзора”⁸⁵.

Из-за этого, ряд стран и юрисдикций отходят от функционального подхода в сторону режима “Твин Пикс” или интегрированной системы надзора. Используемыми функциональный подход странами являются Бразилия, Франция, Италия и Испания.

Некоторую поддержку у группы 30 получило использование интегрированного подхода к надзору. Этот подход может быть эффективным и действенным на небольших рынках, где надзор за широким спектром финансовых услуг может быть успешно проведен одним регулятором. Кроме того, такая структура надзора может быть принята на больших, сложных комплексных рынках, где она рассматривается как гибкий и усовершенствованный подход к регулированию. В то время как интегрированный подход имеет эффект устранения пробелов регулирования, происходящих при институциональной и функциональной форме, некоторые наблюдатели считают, это может создать новый риск – “риск единой точки нормативных провалов”.

Среди юрисдикций, которые используют этот подход – Канада, Германия, Япония, Катар, Сингапур и Швейцария.

Наиболее современный и продвинутый на данный момент регулятивный подход – двух вершин регулирования или “Твин Пикс” – предназначен, чтобы собрать воедино многое из преимуществ и эффективности интегрированного подхода, в то же время, устранив присущие тому конфликты, которые могут возникать, время от времени между целями безопасности и надежности регулирования и защиты прав потребителей и транспарентности рынка.

Когда пруденциальные опасения вступают в конфликт с вопросами защиты прав потребителей, финансовый регулятор может отдать предпочтение своим мандатам безопасности и разумности, поскольку они тесно переплетаются с целями финансовой стабильности. Подход Твин Пикс может помочь разрешить этот

⁸⁴ Там же. – С. 14.

⁸⁵ Там же. – С. 14–15.

конфликт. Две юрисдикции, которые первыми использовали подход Твин Пикс, – это Австралия и Нидерланды.

Исследование Melecky, M. Podpiera, A. M.⁸⁶ является одной из основных работ, на которой базируются дальнейшие компаративные исследования типов пруденциального надзора и рыночного регулирования. Авторы исследовали взаимосвязь моделей пруденциального надзора и регулирования в 98 странах за период 1999–2010 гг. с различными показателями, характеризующими уровень развития их экономики и финансовой системы.

Их выводы:

— страны, находящиеся на более высокой стадии экономического развития, более склонны к интеграции систем пруденциального надзора;

— повышение эффективности исполнительной власти и качества регулирования, как правило, ведет к созданию более интегрированной модели пруденциального надзора;

— чем выше уровень независимости центральных банков, выполняющих функцию пруденциального надзора над кредитными организациями, тем ниже уровень интеграции надзорных функций за небанковскими финансовыми организациями;

— чем выше уровень развития небанковского финансового сектора, включая рынки капиталов и страховые организации, тем меньше интегрирован в данных странах пруденциальный надзор.

Абрамов, Радыгин и др. классифицируют⁸⁷, что современное регулирование финансовых рынков, в том числе и регулирование рынка ценных бумаг включает пруденциальный надзор (prudential supervision) и надзор за бизнес-деятельностью – или рыночное регулирование (business conduct supervision). При этом данные авторы отмечают, то “что оптимальной модели организации регулирования и надзора не существует”⁸⁸. Абрамов и Радыгин провели межстрановой анализ по 50 странам и выявили следующие закономерности:

для меньшей по размеру экономики может быть целесообразным интегрировать регулирование в едином органе для упрощения си-

стемы контроля, экономии на времени и расходах на персонал;

с повышением развитости страны усиливается необходимость вводить регулирование и укреплять его интеграцию, чтобы повысить эффективность наблюдения за деловыми процессами в финансовом секторе.

В цитируемом выше фундаментальном исследовании Группы 30, посвященном проблемам финансового регулирования и надзора отмечается, что “специфический путь, которым осуществляется регулирование и надзор в каждой юрисдикции отражает, среди прочего, их уникальную историю, политику, культуру, размер, экономическое развитие и местную структуру бизнеса”⁸⁹. Так как финансовые рынки и институты развиваются, то же самое должно касаться и регулирующих систем, которые надзирают за ними.

Как подчеркивают исследователи⁹⁰, “дизайн национальных надзорных архитектур редко, если вообще, возможно создать политикой, исходя из чистого листа”. Вместо этого, регулирующие структуры развиваются в результате конкретных национальных дебатов, связанных с событиями и экономическими кризисами, побуждающими переоценить существующие регулятивные рамки, например, как это разворачивается в Великобритании и Соединенных Штатах Америки.

Многие из юрисдикций, изученные в исследовании Группы 30, изменили или реструктуризировали свои финансовые регулирующие системы в течение последних 15 лет, а большинство из них в настоящее время в процессе дальнейшей реструктуризации или активно обсуждают необходимость существенных изменений для того чтобы модернизировать свои системы надзора.

Мировой банк в данный период времени в своих исследованиях разделяет 5 моделей пруденциального надзора⁹¹.

По мере возрастания степени интегрированности от 1 до 5:

1. **Секторальный надзор**, с надзором за банковским сектором, расположенным вне Центрального банка;

⁸⁶ Melecky, M., Podpiera, Anca Maria (2012). Institutional structures of financial sector supervision, their drivers and emerging benchmark model (<http://mpira.ub.uni-muenchen.de/37059/>).

⁸⁷ Абрамов А. Регулирование финансовых рынков: модели, эволюция, эффективность / Абрамов А., Радыгин А., Чернова. – М. : Вопросы экономики, 2013. – С. 33–49.

⁸⁸ Там же. – С. 38.

⁸⁹ The structure of Financial Supervision Approaches and Challenges in a Global Marketplace. Group of Thirty. – Washington, DC, 2008. – P. 23.

⁹⁰ Там же. – С. 13.

⁹¹ Global financial development Report 2013, part2. The State as Regulator and Supervisor / The World bank. – 80 p.

2. **Секторальный надзор**, с надзором за банковским сектором в Центральном банке;

3. **Частично-интегрированный надзор**, когда два из финансовых подсекторов находятся под контролем одной организации – либо Центрального банка, либо агентства, вне Центрального банка

4. **Интегрированный надзор FSA**, когда основные финансовые подсектора находятся под контролем в специальном Агентстве или Службе финансовых услуг вне Центрального банка:

5. **Интегрированный надзор** за всеми основными подсекторами финансового рынка находится в Центральном банке.

При этом основными финансовыми подсекторами для целей регулирования выступают банковский сектор, страховой сектор и сектор рынка капиталов.

Для целей рыночного регулирования Мировой банк применяет несколько иной подход, по степени усиления интегрированности регулирования от 1 до 5, разделяя модели регулирования следующим образом:

1. **Отсутствие рыночного регулирования в банковском секторе** – не во ВСЕ финансовые сектора назначен надзор. Как правило, органам пруденциального надзора за страховым сектором и фондовым рынком поручено следить за ведением бизнеса в соответствующих секторах, но в большинстве случаев, нет контроля за поведением на рынке в связи с отсутствием деловой этики надзора за банковским сектором;

2. **Фрагментарное регулирование** – отдельное учреждение (либо учреждения) для финансовой защиты прав потребителей финансовых услуг – финансовый омбудсмен, например, – в эту категорию входят страны, в которых нет агентства с установленной законом ответственности за рыночное регулирование банковского сектора;

3. **Секторальное регулирование** – в странах, где органам пруденциального надзора для каждого финансового сектора вменяется осуществление рыночного регулирования в дополнение к пруденциальному надзору;

4. Рыночным регулированием занимается либо Центральный банк или FSA, которые действуют как **единый мегарегулятор рынка**;

5. Модель двух вершин регулирования, чаще называемая **Twin peaks** – где существует надзорная институция, исключительно

ответственная за рыночное регулирование ведения бизнеса во всех секторах финансовых услуг.

Популярность идеи образования мегарегулятора связана с теми преимуществами, которые он предоставляет.

Основной целью мегарегулятора является создание единого регулирования на финансовом рынке. Он призван устранить ситуации, когда участники рынка используют возникающие “институциональные лакуны” – противоречия и пробелы в его регулировании различными органами – в свою пользу.

При внедрении единого мегарегулятора большинством экспертов и ученых ожидается, что такие злоупотребления станут невозможны, так как стандарты и правила в процессе объединения будут едиными.

Кроме того, мегарегулятор призван сочетать в себе право-устанавливающую и право-применяющую функции, что делает процесс подготовки и внедрения новых норм более гибким, быстрым и отвечающим интересам рынка.

Осуществление регулирования через мегарегулятор также отвечает мировой тенденции по консолидации рынков и созданию финансовых конгломератов, которые занимаются не только одним видом финансовых услуг, а сразу несколькими, так как позволит осуществлять комплексный надзор.

Создание единого регулятора позволяет внедрять более оперативный и эффективный контроль в процессе стирания институциональных границ финансовых рынков и их частичного наложения друг на друга, особенно при осуществлении кросс-продаж сложных финансовых продуктов участниками банковского рынка. Мегарегулятор сможет принимать от участников рынка и составлять сводную отчетность по крупным финансовым конгломератам. Такая усовершенствованная отчетность будет более понятна как профессиональным участникам рынка, так и действующим и потенциальным инвесторам, чем многочисленные отчеты из различных надзорных органов. Мегарегулятор способен лучше использовать имеющийся кадровый потенциал, что должно повысить институциональные возможности, привести к снижению расходов на его содержание по сравнению с затратами на содержание нескольких регулирующих органов, а также более эффективному контролю как на фондовом, так и стра-

ховом и банковском рынке. Кроме того, модель мегарегулятора позволяет избежать дискуссий и противоречий в том, какому государственному органу надо предоставить полномочия регулирования в отдельном сегменте финансового рынка, и какой орган будет наблюдать за бизнес-поведением участников рынка в этом секторе.

Трансформация надзора в сторону мегарегулирования рынков

Механизмы мегарегулирования финансового рынка достаточно давно распространены на ведущих финансовых рынках Азии. Так, регулятор в Японии Financial Services Agency (FSA) действует с 2001 г., а в Сингапуре Monetary Authority of Singapore (MAS) был создан и достаточно успешно функционирует с 1971 г. Причинами перехода к интегрированному подходу в Японии, по мнению экспертов G30 были слабое руководство предыдущего регулятора и стагфляция экономики в конце 1990-х годов, а в Сингапуре драйвером перехода к мегарегулированию стала растущая зависимость экономики страны от трансграничных потоков капитала⁹².

Основные обязанности азиатских мегарегуляторов: поддержание стабильности финансового сектора в целом; охрана инвесторов, институт защиты вкладчиков; проведение инспекций, наложение штрафов и санкций. При этом сингапурский MAS выполняет и классические функции центрального банка, такие как эмиссия национальной валюты, проведение денежно-кредитной политики и управление валютными резервами.

Однако не везде модель мегарегулирования финансовых рынков оказалась успешной, примером чему являются процессы трансформации банковского регулирования и надзора в Великобритании.

В 1998 году большинство надзорных полномочий Банка Англии было передано Службе по надзору за сектором финансовых услуг (FSA — Financial Services Authority). В Великобритании мегарегулятором долгое время являлся независимый от Банка Англии Financial Services Authority (FSA) (www.fsa.gov.uk). Британская FSA — независимая негосударственная структура, полномочия которой определены в Financial Services and Markets Act 2000, и являлась еди-

ным регулятором финансовых рынков в стране с 2001 г.

FSA отвечало перед Казначейством, которое назначает ее руководство. Финансово FSA независима от правительства, так как полностью финансируется за счет платежей надхора компаниями, которые она регулирует. При этом размер платежей компаний в пользу FSA зависит от их величины и типа бизнеса.

Основными целями английского FSA в тот период являлись⁹³:

- 1) поддержание доверия рынка;
- 2) общественная информированность;
- 3) защита потребителей финансовых услуг;
- 4) уменьшение финансовых преступлений.

Большинство решений FSA принималось посредством Комитетов, состоящих из практиков, работающих на рынке. FSA имела право наблюдать, контролировать, принимать решения в отношении деятельности финансовых фирм, а также выпускать руководящие документы, которые содержат правила для деятельности всех компаний на финансовом рынке, в том числе банков. Необходимо отметить, что некоторые финансовые услуги все-таки в какой-то части выпадали из сферы контроля FSA, например потребительские кредиты и некоторые пенсионные схемы. FSA был крупной регулятивной организацией и имел штат более 2800 сотрудников.

Однако опыт финансового кризиса 2008–2010 гг. показал недостаточную эффективность модели ФСА и интегрированного надзора в таком важном международном финансовом центре, как Великобритания, и сейчас проходит процесс возврата функций пруденциального надзора в Банк Англии и перехода на модель Твин Пикс.

Как свидетельствует “опыт целого ряда стран, значительная часть негативных последствий перехода к единому регулятору на финансовых рынках были связаны либо с недооценкой роли центробанка, либо с просчетами в его позиционировании в структуре вновь созданного ведомства”⁹⁴. А. Хандруев, анализируя опыт Соединенного Королевства, подчеркивает, что “неэффективная координация дей-

⁹² Там же. — С. 36.

⁹³ Буркова А. Мегарегулятор на финансовом рынке / А. Буркова // Бухгалтерия и банки. — 2008. — № 6 (<http://www.lawmix.ru/bux/47067>).

⁹⁴ Хандруев А. Интегрированный надзор / А. Хандруев // Прямые Инвестиции. — № 4. — 2013. — С. 26–31.

ствий Казначейства, FSA и Банка Англии привела к развалу института мегарегулятора”.

Потребовался институциональный поворот назад к преимущественно центробанковскому регулированию. В феврале 2011 года на базе Совета директоров Банка Англии был создан временный Комитет по финансовой политике. В 2012 году создано Управление пруденциального регулирования (Prudential Regulation Authority), подотчетное Банку Англии. Рыночный надзор по текущему ведению бизнеса закрепляется за вновь созданным Управлением финансового поведения (Financial Conduct Authority).

В России в посткризисный период процесс эволюции пруденциального надзора в сторону полного интегрирования получил существенное ускорение.

В соответствии с **Указом Президента РФ от 25 июля 2013 года № 645** “Об упразднении Федеральной службы по финансовым рынкам (далее – ФСФР), изменении и признании утратившими силу некоторых актов Президента Российской Федерации” с 1.09.2013 года ФСФР России прекратила свою деятельность в качестве федерального органа исполнительной власти в области финансовых рынков и вошла в состав центробанка.

Порядок институциональной трансформации регулирования путем передачи полномочий ФСФР России по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков Банку России был формально институцирован **Федеральным законом от 23 июля 2013 года № 251-ФЗ** “О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с передачей Центральному банку Российской Федерации полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков”.

Служба Банка России по финансовым рынкам в соответствии с федеральными законами будет осуществлять регулирование, контроль и надзор в сфере финансовых рынков не только за банками, но и за **некредитными финансовыми организациями** (далее – НФО).

НФО – а следовательно – субъектами регулирования и надзора со стороны Банка России – признаются лица, осуществляющие следующие виды деятельности:

- профессиональных участников рынка ценных бумаг;

- управляющих компаний инвестиционного фонда, паевого инвестиционного фонда и негосударственного пенсионного фонда;
- специализированных депозитариев инвестиционного фонда, паевого инвестиционного фонда и негосударственного пенсионного фонда;
- акционерных инвестиционных фондов;
- деятельность организатора торговли;
- деятельность по осуществлению функций центрального контрагента;
- клиринговую деятельность;
- деятельность центрального депозитария;
- деятельность субъектов страхового дела;
- негосударственных пенсионных фондов;
- микрофинансовых организаций;
- кредитных потребительских кооперативов;
- жилищных накопительных кооперативов;
- бюро кредитных историй;
- актуарную деятельность;
- рейтинговых агентств;
- сельскохозяйственных кредитных потребительских кооперативов.

В результате создания мегарегулятора к Банку России переходят полномочия ФСФР России, а также Банк России дополняется новыми полномочиями такими, как:

- утверждение отраслевых стандартов и план счетов бухгалтерского учета для некредитных финансовых организаций;
- проведение анализа и прогнозирование состояния российской экономики, публикация соответствующих материалов и статистических данных;
- осуществление официального статистического учета прямых инвестиций в РФ и прямых инвестиций из РФ за рубеж в соответствии с российским законодательством.

В целях создания в РФ конкурентоспособного финансового рынка основными направлениями Банка России как мегарегулятора финансовых рынков после станут:

1. **Создание пруденциальной системы надзора.** Главная цель такой системы будет предупреждение совершения нарушений законодательства РФ за счет своевременного выявления на рынке зон с повышенным уровнем риска. Таким образом, регулирование будет направлено, в первую очередь, на предупреждение нарушений, а не применение административных мер в виде штрафов, приостановления, аннулирования лицензий и т.д.

2. **Разработка различных нормативов ликвидности и риска** с учетом нормативов

собственного капитала (средств) для не кредитных финансовых организаций. Данный подход заменит существующий, который уравнивал всех участников рынка и устанавливал единые требования к размеру собственных средств без учета степени риска деятельности каждого участника. Таким образом, система регулирования станет более гибкой. Повышенные требования будут предъявляться к крупным игрокам, чья деятельность несет в себе системные риски, а деятельность более мелких участников рынка должна соответствовать минимальным требованиям, обеспечивающим стабильность функционирования самой организации. Тем самым, требования к размеру собственных средств участников финансового рынка будут изменены с учетом дифференцированного подхода.

3. Изменение состава, сроков и порядка представления отчетности и различных уведомлений. Как уже отмечалось, одной из причин появления мегарегулятора является создание единого информационного центра финансового рынка, на базе которого будет проводиться мониторинг состояния рынка и приниматься взвешенные решения по его регулированию. Формы, сроки и порядок сдачи отчетности, впрочем, как и сами **методы регулирования**, для всех видов организаций финансового рынка **будут унифицированы**. Процедура представления отчетности упростится и систематизируется, многие формы отчетности будут отменены взамен на сокращение отчетного периода, вплоть до представления отчетности на ежедневной основе, как сейчас это требование действует для кредитных организаций. Обмен отчетами и иными документами между мегарегулятором и поднадзорными организациями будет происходить посредством ЭДО с использованием электронной подписи.

4. Изменение лицензионных требований к участникам рынка. С помощью ужесточения или смягчения лицензионных требований регулятор будет контролировать количество участников, их качество, конкуренцию на рынке, а также устанавливать порог входа для новых игроков. Учитывая существующую динамику укрупнения финансового рынка, лицензионные требования будут ужесточаться, что неизбежно приведет к дальнейшему сокращению участников за счет их объединения с более крупными игроками или прекращения деятельности.

5. Передача части функций регулятора СРО. На практике уже многие функции регулятора выполняются СРО, например, аттестация специалистов, проведение проверок членов СРО – участников рынка, сопровождение процедур лицензирования, разработка типовых форм договоров РЕПО и производных финансовых инструментов. Существуют все основания полагать, что сформировавшаяся тенденция сохранится, и законодательно будет установлено требование об обязательном членстве участников рынка в СРО. Данный подход в дальнейшем заменит лицензирование, но будет действовать только в отношении определенных видов участников финансового рынка. Такая практика уже действует на рынке аудиторских, строительных и оценочных услуг. При этом кредитные организации и системно значимые участники финансового рынка останутся под прямым контролем Банка России.

6. Создание координационного органа в составе Банка России, в который будут входить представители различных министерств и ведомств, а также представители профессионального сообщества. Данный орган позволит учитывать мнение участников рынка и проводить единую взвешенную государственную политику в финансовой сфере страны.

7. Повышение доверия потребителей финансовых услуг. Сюда входят мероприятия по повышению финансовой грамотности населения, изменение системы налогообложения, направленной на повышение привлекательности инвестиций в инструменты финансового рынка, выявление финансовых пирамид и пресечение их деятельности на самой ранней стадии. А также создание института финансовых омбудсменов, формирование при СРО компенсационных фондов, из которых инвесторы смогут получать возмещение вреда, полученного в случае недобросовестных действий брокера или управляющего, а также в случае приостановления или аннулирования лицензии.

Служба Банка России по финансовым рынкам будет принимать решения по результатам выполнения таких процедур на основании ранее представленных в ФСФР России документов.

Как отметил⁹⁵ С. Швецов, первоочередными задачами Банка России в качестве мегарегулятора являются “повышение роли небанковского сектора на финансовом рынке, создание условий для привлечения капитала с рынка и обеспечение доступности финансовых услуг для населения”. При этом по первоначальному плану создания мегарегулятора ликвидация Службы планировалась в срок до 1 января 2015 года. Тем не менее, центробанк изыскал возможности сделать это раньше. Совет директоров Банка России принял решение о полной интеграции Службы в структуру Банка России на 10 месяцев раньше этого срока – с 3 марта 2014 года.

Институционально выделяются три этапа трансформации проекта “Присоединение ФСФР”.

Первый этап завершился 1 сентября 2013 года, когда было подготовлено законодательство, а также построена система коммуникаций с персоналом для обеспечения непрерывности процессов регулирования и создания юридической базы для осуществления Банком России регулирования и надзора за финансовыми рынками.

На втором этапе, начавшемся с момента создания Службы и ликвидации ФСФР, руководство Центробанка ставило своей задачей сохранение кадрового потенциала ФСФР. Часть бизнес-процессов пришлось строить заново, в связи с тем, что у Банка России с появились функции, которых не было у ФСФР.

Кроме того, в Банке России инициировали разработку ключевых показателей эффективности (KPI) и получили от участников рынка 265 пожеланий того, “что нужно делать и в каких масштабах”⁹⁶. Исходя из нескольких критериев, были проанализированы пожелания участников рынка, и в значительной степени Банк России согласился примерно с 200 из них, выделив для себя около 60, которые будут реализовываться в первую очередь с предоставлением необходимого объема ресурсов.

Дальнейшей целью второго этапа стала разработка новой организационной структуры, которую совет директоров Банка России утвердил 29 ноября 2013 года.

В соответствии с решением Совета директоров Банка России с 3 марта 2014 года произошла ликвидация Службы Банка России по финансовым рынкам (СБРФР). Таким образом, завершился переходный период и в составе Центрального аппарата Банка России начали работу 9 новых структурных подразделений, отвечающих за развитие и функционирование финансовых рынков.

В марте 2014 года начался *третий этап* присоединения Службы к Банку России – переход на новую организационную структуру⁹⁷.

В составе центрального аппарата Банка России созданы 6 департаментов, 2 главных управления и служба:

- Департамент развития финансовых рынков;
- Департамент допуска на финансовые рынки;
- Департамент сбора и обработки отчетности некредитных финансовых организаций;
- Департамент рынка ценных бумаг и товарного рынка;
- Департамент коллективных инвестиций и доверительного управления;
- Департамент страхового рынка;
- Главное управление рынка микрофинансирования;
- Главное управление противодействия недобросовестным практикам поведения на финансовых рынках;
- Служба Банка России по защите прав потребителей финансовых услуг и миноритарных акционеров

Новые департаменты будут заниматься регулированием и дистанционным надзором за профессиональными участниками рынка. Ранее Совет директоров Банка России принял решение об объединении в единой инспекции функций по так называемому “контактному (т.е. выездному) надзору” за участниками финансового рынка и банками.

Учитывая вышеизложенное, а также международный опыт, деятельность мегарегулятора финансового рынка основывается с учетом следующих основных принципов:

- независимость в принятии решений, в том числе в разработке стратегии развития, правовом обеспечении финансового рынка;

⁹⁵ С.Швецов: ЦБ расчистит финансовый рынок от недобросовестных участников. Интервью Агентству ПРАЙМ. 9.12.2013 (http://mfmoscow.com/index.php?id=72&_ktid=8&_publid=n1917#n191).

⁹⁶ Там же.

⁹⁷ Организационная структура Банка России, март 2014. (<http://cbr.ru/today/structure/scheme.pdf>).

- единство принципов и методов регулирования;
- тесная интеграция с профессиональным сообществом;
- общественный контроль;
- наличие эффективной организационной структуры с профессиональным штатом сотрудников;
- одновременное выполнение функций надзора, регулирования и информационно-го обеспечения.

Важным аспектом улучшения регулирования является более сильная институциональная дееспособность Банка России в работе с кадрами и в повышении их уровня оплаты труда и повышения квалификации по сравнению с предыдущими регуляторами рынка ценных бумаг – ФКЦБ и ФСФР.

Так, О.Вьюгин⁹⁸ еще в 2005 г. подчеркивал, что любое расширение сферы регулирования на финансовом рынке должно сопровождаться набором квалифицированных кадров. По анализу тогдашнего Главы ФСФР Вьюгина: «Основная мотивация поступления к нам на работу – практика после учебной скамьи, для того, чтобы просто получить опыт, доучиться. Такие люди работают, как правило, 2–3 года, а потом устраиваются на более выгодную работу. Для нас (т.е. *регулятора*) конкурентом на рынке труда являются компании, работающие на финансовом рынке, они и переманивают наших специалистов. **Уровень оплаты труда на рынке и здесь, в государственном учреждении, различается в десятки раз**»⁹⁹.

С переходом на модель интегрированного регулятора на основе ЦБ РФ и включение сотрудников надзора за рынком ценных бумаг в штатное расписание Банка России с соответствующими должностными окладами и мерами материального стимулирования данное институциональное противоречие в оценке человеческого капитала между рынком и его надзирающим органом, по нашему мнению, в 2014–2015 гг. несколько утратит свою остроту. Этот важный момент позитивной трансформации человеческого капитала необходимо учитывать и для проведения последующих реформ банковского надзора в Украине.

Однако, как свидетельствует международный опыт мегарегулирования фондового рын-

ка, прежде всего германского БаФин и др., только введение системы платежей надзора с участников рынка и установление тарифной сетки для сотрудников государственного регулятора, соответствующей среднерыночным уровням заработной платы в отрасли может разрешить проблему текучести кадров в регуляторе.

Одновременно такие изменения потребуют усиления ответственности руководителей и сотрудников пруденциального надзора за финансовым рынком, контроль и борьбу с коррупцией.

Опираясь на разработки экспертов Мирового банка, а также Melecky and Podpiera¹⁰⁰ и Абрамова, Радыгина¹⁰¹ и др. с целью усовершенствования подходов для классификации моделей интегрированного регулирования для целей исследования можно предложить следующее.

Из более широкого и всеобъемлющего перечня шесть моделей пруденциального надзора, предложенных ранее в классификации Абрамовым и Радыгиным, две модели **частично интегрированного надзора** – вне Центрального банка и внутри ЦБ банка считаем допустимым объединить в одну, исходя из гипотезы, что для целей анализа эффективности надзора за банковским рынком не настолько значимым является консолидирование такого надзора с иным сектором финансовых услуг – со страховым или с рынком капитала.

Объединять **две модели секторального надзора** – с банковским регулятором вне ЦБ и внутри ЦБ в одну – секторальный надзор – для целей данной работы считаем нецелесообразным исходя из дуальности целей пруденциального надзора за банковской системой и осуществления целей кредитно-денежной политики. Центральный банк часто сам выступает не только регулятором, но одновременно и эмитентом ценных бумаг, например, банковских облигаций Банка России либо продавцом и покупателем – крупным держателем пакетов государственных облигаций, как Национальный банк Украины, при этом может возникать внутренний имплицитный конфликт целей.

⁹⁸ Вьюгин О. Мегарегулятор – новый шаг на пути развития финансового рынка. – 2005 (<http://www.ipnou.ru/article.php?idarticle=001779>).

⁹⁹ Там же.

¹⁰⁰ Melecky, M., Podpiera, Anca Maria (2012): Institutional structures of financial sector supervision, their drivers and emerging benchmark models (<http://mpira.ub.uni-muenchen.de/37059/>)

¹⁰¹ Абрамов А. Регулирование финансовых рынков: модели, эволюция, эффективность / Абрамов А., Радыгин А., Чернова. – М.: Вопросы экономики, 2013.

При этом если банковский регулятор выведен за рамки Центрального банка, то он не имеет возможности такого конфликта между приоритетами стабильности банковской системы и, например, вопросами валютно-курсовой и валютно-курсовой политики при осуществлении перехода к режиму таргетирования инфляции.

При этом нумерацию типов надзора предлагаем установить в диапазоне от 1 до 5 по мере возрастания степени интеграции надзорных функций. Логика такой восходящей нумерации

состоит в следующем: больший порядковый номер типа пруденциального надзора в каждой стране соответствует большей интегрированности надзора за финансовым рынком данной страны со стороны национальных регуляторов.

Исходя из вышеизложенного, составим таблицу соответствия типов пруденциального надзора по методике Абрамова и др. и предлагаемого нами подхода (табл. 1).

Таблица 1

Соответствие типов пруденциального надзора за банковской системой

Типы по Абрамову	Показатель	Тип Пруденциального надзора	World Bank классификатор	Предлагаемые нами типы
6	Интегрированный пруденциальный надзор за всеми осуществляет ЦБ	Интегрированный надзор в ЦБ	CB – central bank	5
1	FSA, интегрированный пруденциальный надзор вне ЦБ	Интегрированный надзор FSA	FSA	4
5	Частично интегрированный надзор в ЦБ и Частично интегрированный надзор вне ЦБ	Частично-интегр. надзор	Partial integrations	3
4	Страны с секториальным надзором, где надзор за небанками вне ЦБ (а надзор за банками вне (SOCB) или в (BWCB) ЦБ)	Секторальный надзор вне ЦБ	OCB	2
2	Страны с секториальным надзором, где только надзор за банками в ЦБ (а все остальное вне ЦБ)	Секторальный надзор с ЦБ	Sectoral: WCB	1
3	Частично интегрированный надзор вне ЦБ			3

Источник: Абрамов А. Регулирование финансовых рынков: модели, эволюция, эффективность / Абрамов А., Радыгин А., Чернова. – М.: Вопросы экономики, 2013; данные Мирового банка, расчеты авторов.

После проведения соответствующих преобразований эмпирических данных Абрамова и Радыгина в программе MS Excel с учетом вышеизложенного и данных Мирового банка за данный временной ряд получим расчетную новую таблицу динамики трансформации типов пруденциального надзора для 50 стран за период 1999–2013 гг. по предложенной нами методике типизации пруденциального надзора (табл. 2).

Анализ табл. 2 позволяет сделать вывод об отсутствии “тупиковых режимов” пруденциального надзора банковского сектора, т.е. не встречающихся в практике государственного регулирования. Все предложенные нами типы пруденциального надзора (от 1 до 5) применяются на практике надзора за финансовыми рынками.

Трансформации надзора по выборке по своей направленности являются восходящими, т.е. степень интеграции надзора с течением времени увеличивается (рис. 1). Так, Россия прошла за это время путь по полной воз-

можной институциональной переходной траектории (табл. 2.):

от минимальной степени интегрирования 1 – по предложенной нами классификации (в период 1999–2010 гг.: отдельный сектораль

ный пруденциальный надзор за банками со стороны Банка России, страховыми компаниями Росстрахнадзор и фондовым рынком ФКЦБ и позже ФСФР);

через режим частично-интегрированного надзора 3 (в 2011–2012 гг., когда Страховой надзор был включен в состав регулятора небанковских финансовых рынков ФСФР, наряду с надзором за рынком ценных бумаг) и, наконец,

в 2013–14 гг. в России был осуществлен переход в режим 5 – максимально возможного интегрированного мегарегулятора на базе Центрального банка РФ с созданием

внутри центробанка специальной Службы Банка России по защите прав потребителей финансовых услуг и миноритарных акционеров, что позволило кардинально усилить составляющую рыночного регулирования и достичь высшей возможной степени интеграции регулирования и банковского надзора.

Украина, как и Белоруссия, отстают от лидеров постсоветских стран в развитии своего пруденциального надзора, неизменно находясь на минимальной стадии интеграции (табл.2) – режим 1 по предложенной нами классификации.

Таблица 2

Группировка 50 стран по критерию интегрированности пруденциального надзора
(по авторской методике)

Страна	Типы пруденциальный надзора: 1 – Секторальный надзор с ЦБ; 2 – Секторальный надзор вне ЦБ; 3 – Частично-интегрированный надзор; 4 – Интегрированный надзор FSA; 5 – Интегрированный надзор в ЦБ														
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Австралия	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Австрия	3	3	3	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Аргентина	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Бельгия	3	3	3	3	3	4	4	4	4	4	4	4	5	5	5
Бразилия	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Великобритания	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	5
Венгрия	2	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Венесуэла	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Германия	2	2	2	2	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Гонконг	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Греция	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Грузия	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	5	5	5	5
Дания	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Израиль	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Индия	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Индонезия	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	4
Иран	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	1	1	1	1	1	1	1	1
Ирландия	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	5	5	5	5
Испания	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Италия	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Казахстан	4	4	4	4	5	4	4	4	4	4	4	4	5	5	5
Канада	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Китай	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Латвия	1	1	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Литва	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	5	5
Малайзия	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Мексика	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Нидерланды	1	1	1	1	1	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Новая Зеландия	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	4	4	5	5
Норвегия	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Польша	1	1	1	1	1	1	1	1	1	4	4	4	4	4	4
Португалия	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Россия	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	3	3	5
Румыния	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	3	3
Сингапур	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
США	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Таиланд	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1

Турция	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Украина	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Филиппины	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Финляндия	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Франция	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	4	4	4	4
Чехия	1	1	1	1	1	1	1	5	5	5	5	5	5	5	5
Чили	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Швейцария	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	4	4	4	4	4
Швеция	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Эстония	1	1	1	1	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Южная Африка	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Южная Корея	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Япония	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4

Источник: Всемирный банк (<http://data.worldbank.org/data-catalog/global-financial-development>), выборка стран по данным: Абрамов А. Регулирование финансовых рынков: модели, эволюция, эффективность / Абрамов А., Радыгин А., Чернова. – М.: Вопросы экономики, 2013 и на основе анализа интернет-ресурсов надзорных органов 50 стран, расчеты авторов.

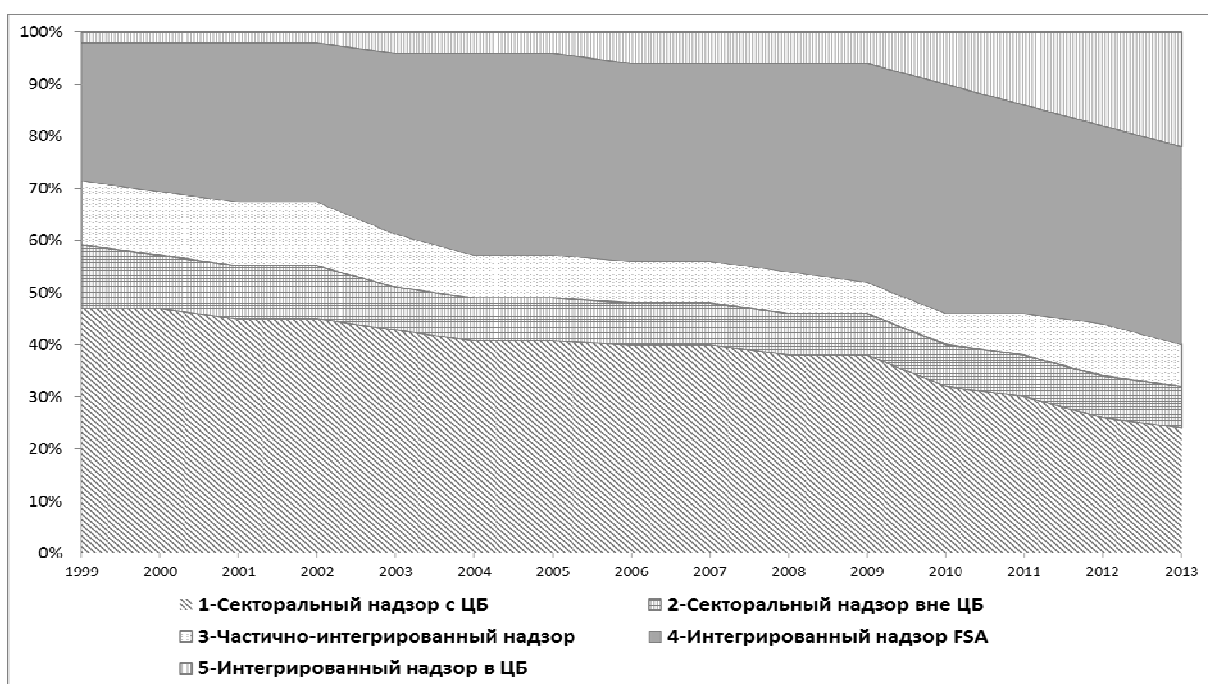


Рис. 1. Динамика трансформации пруденциального надзора от секторального к интегрированному (1999–2013 гг.)

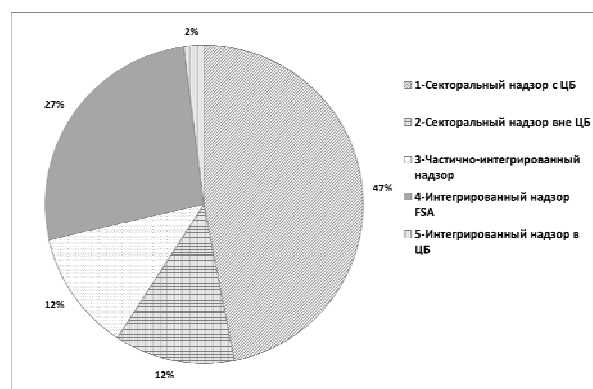


Рис. 2. Распределение типов пруденциального надзора по степени интеграции, 1999 г.

При этом четко выявилась тенденция, что в группе стран БРИКС только Россия за минув-

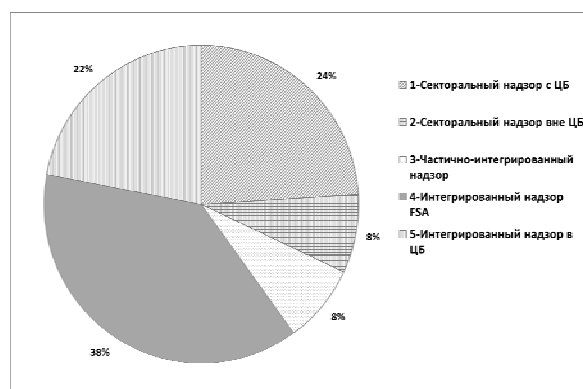


Рис. 3. Распределение типов пруденциального надзора по степени интеграции, 2013 г.

шие 15 лет проводила существенные реформы в области регулирования и надзора рынка цен-

ных бумаг. Китай и Южная Африка придерживаются промежуточного по степени интегрированности режима 2. Бразилия, несмотря на то, что является одним из самых перспективных мировых рынков, беспрерывно придерживается наиболее консервативной секторальной модели надзора 1. Только Индия за рассматриваемый период, оставаясь в рамках институциональной модели надзора 1, проведя реформы по усилению рыночного регулирования “усилила сугубо секторальный характер своего банковского пруденциального надзора, добавив в него и секторальное регулирование за рыночным поведением”¹⁰².

Резких институциональных трансформаций, под которым мы понимаем более чем 2-хразовую смену режима надзора за 5 лет в отдельно взятой стране, за рассматриваемый период практически не происходило, что свидетельствует об инерционности института пруденциального надзора и его существенной зависимости от предыдущего пути.

Выводы

Проведенный нами анализ по банковским системам 50 стран – в период с 1999 по 2013 гг., показал, что в большинстве стран с высоким доходом наблюдается тенденция к повышению степени интегрированности пруденциального надзора (рис. 2 и 3). Так, если в 1999г. 47% стран по выборке имели секторальный тип надзора с центробанком как регулятором банковской системы, то в 2013г. такой минимально-интегрированный 1-й тип остался лишь в 24% из 50 ведущих государств. Тогда как доля максимально-интегрированного типа 5 (центробанк как единый мегарегулятор) возросла за этот период с 2% до 22%.

Из рынков стран бывшего СССР явным лидером в сфере трансформирования надзора в 2000-е годы был Казахстан, что было одним из преимуществ стабильности банковской системы страны и предпосылками для роста Алмаатинского финансового центра. Однако, в данный момент Россия и Казахстан уже имеют одинаковую – максимальную – степень интегрированности надзора за финансовым рынком..

Можно сделать вывод о выравнивании уровня конкуренции юрисдикций внутри Евразийского экономического союза за счет опережающих решений о повышении степени

интеграции регулирования и надзора на финансовом рынке РФ. Это повышает стабильность и управляемость банковской системы РФ, усиливает контроль за другими секторами финансового рынка.

Украине для улучшения пруденциального надзора за банковской системой в процессе реформирования финансового сектора необходимо рассмотреть вопрос о целесообразности усиления степени интегрированности надзора.

Предлагается следующая возможная трансформационная траектория реформы надзора и регулирования украинского финансового рынка:

➤ на первом этапе (2015г.) – переход на частично интегрированный режим 2, объединив надзор за страховым, пенсионным рынком и рынком ценных бумаг, объединив две Комиссии (НКЦБФР и Нацфинуслуг) в единый небанковский регулятор – Нацкомиссию по финансовым рынкам Украины, передав при этом функции надзора за небанковскими кредитными учреждениями (прежде всего, кредитными союзами и, возможно – ломбардами) и бюро кредитных историй в НБУ;

➤ на последующем этапе в среднесрочной перспективе до 2020 г. – трансформация в единый мегарегулятор на основе Национального банка Украины – в режим 5.

Переход в режим 3 – создание интегрированного регулятора по типу FSA (не в центральном банке) с выделением функций банковского надзора из НБУ, представляется нам для Украины в настоящее время тупиковой ветвью трансформации пруденциального надзора за банковской системой, исходя из качественно разных исторически сложившихся институциональных возможностей трех регуляторов и достаточно негативного послекризисного опыта функционирования данной модели в других странах. Хотя такой подход в создании мегарегулятора имеет свои серьезные преимущества и реально рассматривался в 2009-10гг. и имел шансы быть реализованным, если бы не вставшие на его пути политические противоречия.

Предложение Министерства финансов Украины о создании частично-интегрированной модели пруденциального надзора в Украине (тип 2) путем ликвидации Комиссии Нацфинуслуг и передачи части ее полномочий НБУ (по надзору за страховыми компаниями и небанковскими финансовыми

¹⁰² Прозоров Х. Регулирование и надзор за рынком ценных бумаг / Х.Прозоров // Магистер. диссертация НИУ ВШЭ. – М., 2014. – С. 79.

посредниками) и вновь создаваемой на базе НКЦБФР новой Нацкомиссии по финансовому надзору (в части регулирования негосударственных пенсионных фондов), с нашей точки зрения, является половинчатым и не решает вопросы эффективного консолидированного надзора за финансовым рынком. Даже в обосновании Минфина основной эффект от данной законодательной инициативы его разработчикам видится в “экономии средств государственного бюджета на сумму порядка 25 млн.грн. в год”¹⁰³ за счет содержания аппарата одной Национальной Комиссии, а не двух.

Альтернативным вариантом может быть создание в стране единого мегарегулятора на основе НБУ и перевода в него структурных подразделений Комиссий в качестве департаментов –т.е. резкий структурный трансформационный скачок от 1-го к 5-му типу пруденциального надзора по нашей классификации. Однако не всегда повышение степени интегрированности пруденциального надзора на постсоветском пространстве приводит к быстрым результатам. Так, Грузия за это время совершила резкую структурную трансформацию от минимального 1-го сразу до максимального режима 5-го интеграции надзора за финансовыми рынками (табл. 2), что, однако, не привело к существенному росту активов банковской системы Грузии.

В дальнейших исследованиях путем компаративного странового анализа на основе эмпирических данных необходимо выявить наиболее часто встречающиеся регулятивные режимы государственного регулирования финансовых рынков, оценить возможные и оптимальные траектории перехода ведущих стран от одних режимов пруденциального надзора и рыночного регулирования к другим, а также анализ совместимости и эффективности и применимости их комплексных типов.

¹⁰³ «Аналіз регуляторного впливу проекту Закону України "Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо національних комісій, що здійснюють державне регулювання ринків цінних паперів і фінансових послуг» 1.08.2014 (http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/printable_article?art_id=401095).

ПЕРСПЕКТИВИ БАНКІВСЬКОГО ІНВЕСТИВАННЯ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

Суттєве зниження темпів економічного розвитку стало визначальним фактором переорієнтації банківських стратегій інвестування у посткризовий період (2008–2009). Поряд із загальноекономічними чинниками такого розвитку подій, одним з основних факторів також став низький рівень диверсифікації вкладень банків у розрізі інструментів вкладень. Поряд із цим проявились тенденції змін у механізмі перерозподілу фінансових ресурсів через банківську систему¹⁰⁴. Прослідкуємо це за зміною показника відношення леввериджу клієнтів банків (різниця між депозитами та виданими кредитами клієнтам) до чистих активів банків (рис. 1).

Зростання цього показника з -27 – -37 до -6% протягом останніх чотирьох років свідчить про трансформації у механізмі перерозподілу фінансових ресурсів у межах банківської системи. Стратегія залучення коштів з інших джерел (не через депозити клієнтів) і вкладення ресурсів у кредитні активи втрачає своїх прихильників, а обсяги її застосування (щодо сукупних активів банків) значно знизились.

Фактори зазначених трансформацій такі: звуження джерел фінансових ресурсів і стиснення кредитного ринку. Перший з них проявляється у зростанні частки коштів клієнтів у сукупних зобов'язаннях банків, а другий засвідчується зниженням частки кредитів в активах банків (рис. 2).

Безперечно, стверджувати, що стратегія банків в Україні зазнала безповоротних змін, не можна, оскільки наведені тенденції передусім демонструють адаптацію банків до умов економічної рецесії, проблем із залученням фінансових ресурсів на конкурентних умовах (маємо на увазі відсоткову ставку) та загалом несприятливих макроекономічних умов для розширення інвестицій (як з джерел усередині країни, так і прямих іноземних). Проте така ситуація дозволяє проаналізувати пошук банками альтернативних моделей розвитку загалом та напрямів вкладень зокрема, а також

виявити реальні можливості фінансового ринку для задоволення цих потреб.

Відповідно до попередніх досліджень, частка активів банків, інвестованих у цінні папери, зросла з 3–4% у 2009 до 10–11% станом на І кв. 2013 року і продовжує перебувати на такому рівні протягом трьох кварталів поспіль¹⁰⁵ (рис. 3).

При цьому зроблено висновок про те, що нарощування банками обсягів вкладень у ЦП було спричинено саме адаптацією до погіршення загальних макроекономічних умов, а не новими пропозиціями на фондовому ринку. Іншими факторами такої адаптації стали стимули для розширення вкладень банків на фондовому ринку: нижча ризиковість вкладень (оскільки основним фінансовим інструментом нарощення інвестицій у цінні папери були ОВДП) та різниця між відсотком резервування кредитних та вкладень у ЦП (рис. 3). При цьому була сформована основна посткризова стратегія вкладень банків: за умов стагнації ринку кредитування та повернення раніше виданих кредитів банки суттєво підвищили свою інвестиційну маневреність, збільшивши частку готівки та еквівалентів у активах та наростивши частку вкладень у цінні папери. Таким чином, банки пішли на зниження рівня прибутковості активів (оскільки наростили частку готівки в активах), але при цьому залишили можливість швидкого нарощення вкладень у сегмент цінних паперів або кредитів, залежно від поточних змін економічних умов.

З іншого боку, вкладення у цінні папери (якщо говорити про сукупний результат банківської системи) не задовольняють вимоги прибутковості – без урахування відрахувань у резерви кредити залишаються більш рентабельним вкладенням (табл. 1). Причини такого становища потребують більш детального аналізу і в рамках цього дослідження сприйматимуться як стимул нарощувати кредитний портфель, порівняно із вкладенням на фондовому ринку.

¹⁰⁴ Савицький С. Трансформація інвестиційних пріоритетів банків України за стагнації кредитного ринку: позитиви і проблеми / С. Савицький // Економіка і прогнозування. – 2013. – № 3. – С. 77–83.

¹⁰⁵ Савицький С. Стимули та обмеження банківського інвестування на фондовому ринку України / С. Савицький // Економіка і прогнозування. – 2012. – № 3. – С. 35–46.

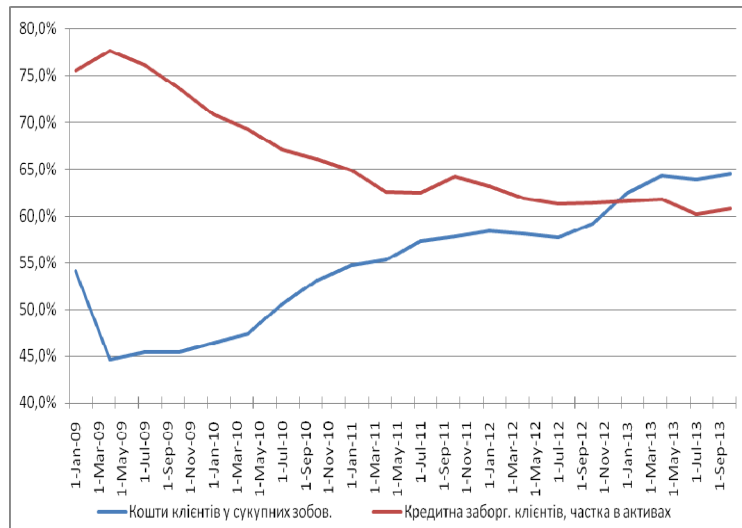


Рис. 1. Розподіл залучених коштів клієнтів не через кредитний канал

Джерело: дані НБУ; розрахунки автора.

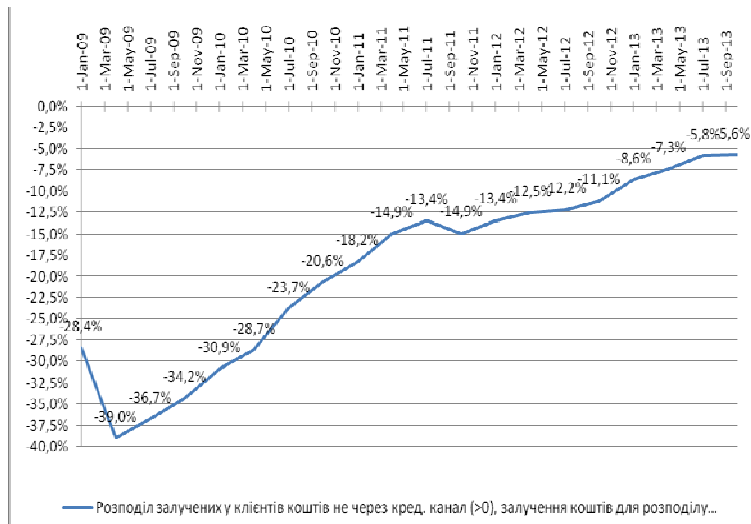


Рис. 2. Динаміка частки коштів клієнтів у зобов'язаннях банків та частки кредитів в активах банків

Джерело: дані НБУ; розрахунки автора.

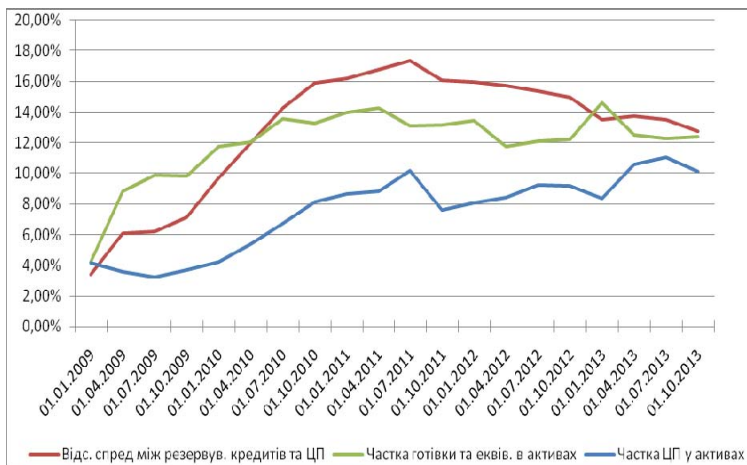


Рис. 3. Тенденції зміни відсоткового спреда у нормах резервування кредитних вкладень та інвестицій у цінні папери, частки готівки в активах та частки цінних паперів в активах банків

Джерело: дані НБУ; розрахунки автора.

Таблиця 1

Прибутковість кредитів та портфеля ЦП банків (ковзна середня за 4 квартали)

Дата	Ковзна прибутковість портфеля ЦП, %	Ковзна прибутковість кредитів, %	Ковзна норма резервування ЦП, %	Ковзна норма резервування кредитів, %
01.10.2009	25,11	4,50	3,5	9,2
01.01.2010	-6,41	5,32	4,2	11,5
01.04.2010	-5,13	5,29	4,6	13,4
01.07.2010	-3,46%	5,23	4,4	15,2
01.10.2010	-1,56	5,23	3,7	16,7
01.01.2011	0,34	5,19	3,0	17,7
01.04.2011	0,42	5,24	2,6	18,4
01.07.2011	0,52	5,28	2,3	18,9
01.10.2011	0,74	5,23	2,4	19,0
01.01.2012	0,69	5,12	2,3	18,9
01.04.2012	0,70	5,04	2,2	18,6
01.07.2012	0,69	4,93	2,2	18,0
01.10.2012	0,53	4,83	1,9	17,4
01.01.2013	0,45	4,64	1,9	16,8
01.04.2013	0,45	4,59	1,9	16,3
01.07.2013	0,57	4,53	1,9	15,9
01.10.2013	0,77	4,37	2,0	15,3

Джерело: дані НБУ, розрахунки автора.

Незважаючи на розширення інвестицій банків на фондовому ринку, частка портфеля цінних паперів в активах банків не перевищувала 11% (якщо говорити про дані на кінець кварталу) і в середньому за 2010–2013 роки становила 8,4%. Зважаючи на структуру портфеля цінних паперів банків (високу частку ОВДП у ньому)¹⁰⁶, це стало одним із основних стримуючих факторів зростання портфеля – з міркувань обмеження ризиків та диверсифікації вкладень у рамках портфеля цінних паперів. Тобто банки не змінюють стратегію нарощення вкладень на фондовому ринку тільки як компенсатора втрат на кредитному ринку, при цьому зберігаючи високу частку готівки в активах, для можливості маневрування.

Враховуючи тенденції у механізмі перерозподілу фінансових ресурсів через банківську систему (див. вище, рис. 1), її суб'єкти мають вагомі стимули до розширення своїх можливостей інвестування. З іншого боку, аналізуючи ті можливості для вкладень, які надає вітчизняний фондовий ринок, перспектива розширення банківського інвестування на ньому має суттєві проблеми. Передусім це зумовлюється недостатньою емісією боргових

цінних паперів, які є основним інструментом, зважаючи на переваги ризику для банків. Навіть незважаючи на відновлення активності в сегменті корпоративних облігацій у 2013 році, 25 млрд грн (в еквіваленті) недостатньо для розгляду банками цього напрямку інвестицій як важливого для диверсифікації власного портфеля активів.

З іншого боку, ринок боргових цінних паперів в Україні є висококонцентрованим, частка емісій облігацій на ньому суб'єктами держави суттєво зросла починаючи з 2008 року (рис. 6). Зокрема, це також є одним із факторів високої частки державних облігацій у портфелі ЦП банків.

Беручи до уваги високу частку готівки у балансі активів банків та попередні висновки про обрану стратегію, робимо висновок, що суб'єкти банківської системи очікують відновлення достатнього зростання на кредитному ринку, щоб інвестувати наявні вільні активи. При цьому, зважаючи на частку портфеля ЦП паперів в активах (10,1%, III кв. 2013 р.), банки не мають стимулів для розширення інвестицій на фондовому ринку (маємо на увазі як частку ЦП в активах).

¹⁰⁶ Савицький С. Трансформація інвестиційних пріоритетів банків України за стагнації кредитного ринку: позитиви і проблеми // Економіка і прогнозування. – 2013. – № 3. – С.77–83.

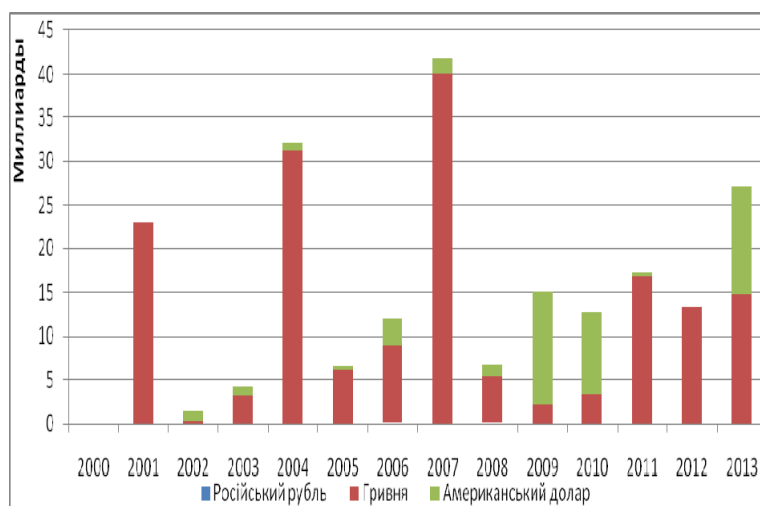


Рис. 4. Випуск корпоративних облігацій у розрізі валют
(перерахунок здійснено за курсом гривні на кінець року).

Джерело: Reuters, дані випуску корпоративних облігацій, емітенти яких є резидентами України, станом на 22.11.2013 р. (з включенням планованого випуску на грудень 2013 р.); розрахунки автора.

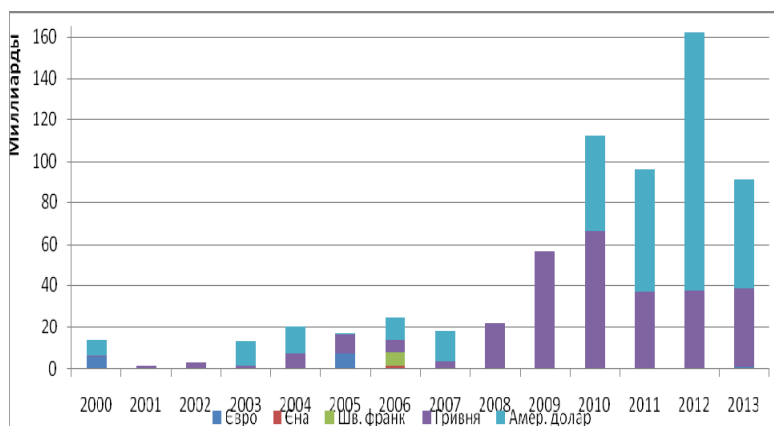


Рис. 5. Випуск державних облігацій (без облігацій муніципалітетів, включаючи боргові емісії державних агенцій) у розрізі валют (перерахунок здійснено за курсом гривні на кінець року)

Джерело: Reuters, дані випуску корпоративних облігацій, емітенти яких є резидентами України, станом на 22.11.2013 р. (з включенням планованого випуску на грудень 2013 р.); розрахунки автора.

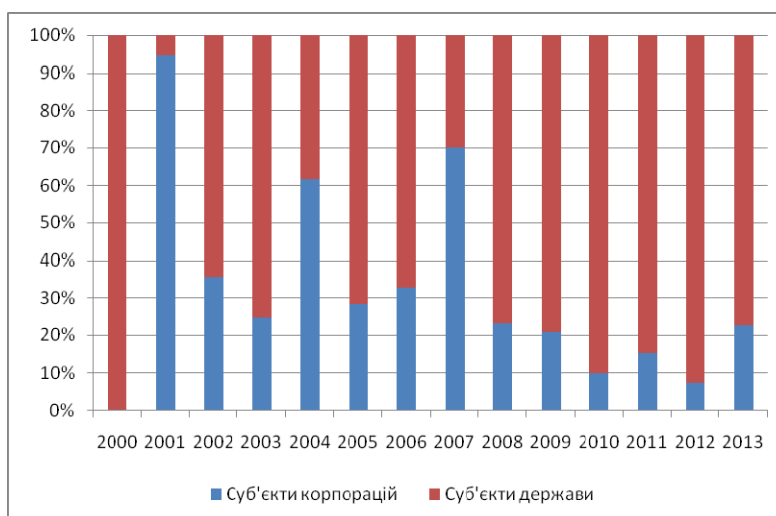


Рис. 6. Частка суб'єктів держави та приватних корпорацій на ринку емісії боргових цінних паперів України

Джерело: дані НБУ; розрахунки автора.

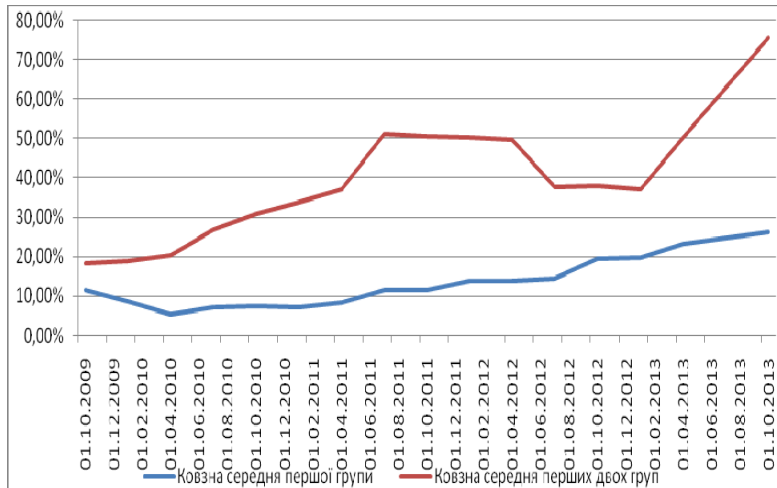


Рис. 7. Частка груп банків у загальних вкладеннях банків у цінні папери

Джерело: дані НБУ; розрахунки автора.

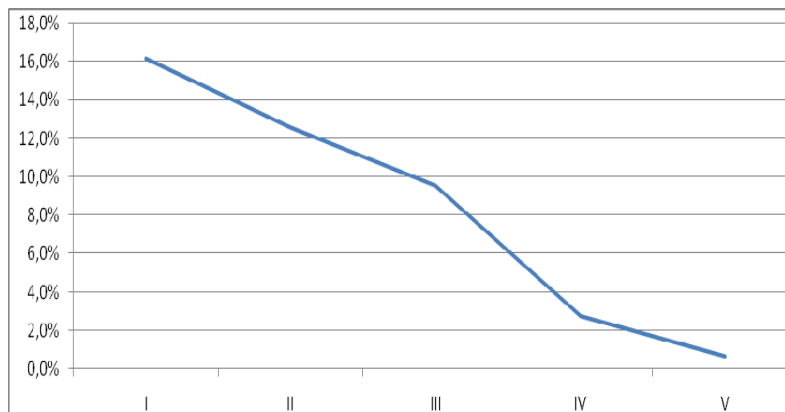


Рис. 8. Відсотковий спред між середніми нормами резервування вкладень у кредити та цінні папери за групами банків

Джерело: дані НБУ; розрахунки автора.

Відповідно до зазначеного нинішній стан вітчизняного фінансового ринку не сприяє розвитку банківського інвестування у цінні папери. При цьому з боку пропозиції фінансових ресурсів банками маємо достатній обсяг вільних коштів для стимулювання цього процесу, що виражається у високій частці готівки та ресурсах, що вже інвестовані у цінні папери. Відсутність достатнього обсягу емісії фінансових інструментів, які б задовольняли вимоги банків до співвідношення ризик/прибутковість є однією з основних проблем на цьому шляху. Неконкурентоспроможність корпоративних боргових ЦП, порівняно з державними облігаціями, призвела до суттєвого зниження їхньої частки у структурі портфеля ЦП банків (про йшлося в одній з попередніх наших публікацій¹⁰⁷).

Безперечно, частка цінних паперів у портфелі банків має обмеження для зростання (якщо говорити про тенденцію загалом). Це зумовлено, окрім зазначених факторів, також інституційними умовами: існуюча в Україні модель банківсько орієнтованої фінансової системи формує переваги для кредитних вкладень, порівняно з вкладеннями у корпоративні боргові та пайові цінні папери (говоримо насамперед про захист інтересів кредитора). При цьому можливість збільшення частки вкладень банків на фондовому ринку залишається (маємо на увазі систему загалом). Основними обмежувачими факторами на цьому шляху є недостатній обсяг пропозиції, перш за все корпоративних боргових цінних паперів, оскільки вкладення банків в акції в поточних умовах мають несистематичний характер.

¹⁰⁷ Савицький С. Трансформація інвестиційних пріоритетів банків України за стагнації кредитного ринку: позитиви і

проблеми / С. Савицький // Економіка і прогнозування. – 2013. – № 3.

Тенденцією на банківському ринку також стала спеціалізація окремих банківських установ на інвестуванні у цінні папери – про це свідчить підвищення концентрації загального портфеля банківської системи у банків, частка цінних паперів в активах яких перевищує 20% (I група) та 10% (II група) – тобто перевищує середні показники по системі (III група – більше 5% ЦП в активах, IV група – 0-5% ЦП в активах, V – без інвестицій у цінні папери).

Відповідно до обраної стратегії банками першої та другої груп, припускаємо, що спеціалізація на банківському ринку за поточних економічних умов зберігатиметься. Ще одним аргументом на користь цього є чітка тенденція зростання спреда між відсотком резервування активів, вкладених у кредити на ЦП,

залежно від групи банків за часткою вкладень у цінні папери (рис. 8).

Отже, нинішні економічні умови сформували стимули для розширення вкладень банків на фондовому ринку, що відобразилось у збільшенні частки цінних паперів у чистих активах банків. При цьому можливості подальшого розвитку цього напрямку інвестицій банків є обмеженими внаслідок характеристик внутрішнього фондового ринку: його високої концентрації (зі сторони вибору фінансових інструментів) та недостатніх обсягів емісії. Також сформувалась тенденція виокремлення групи банків, які виділяють інвестування у цінні папери як один із пріоритетних напрямів вкладень, що свідчить про спеціалізацію та відкриває додаткові можливості для діяльності банків на фондовому ринку.

ВПЛИВ ПРОГРАМИ “КІЛЬКІСНОГО ПОМ’ЯКШЕННЯ” НА РИНКИ, ЩО РОЗВИВАЮТЬСЯ: ДЕЯКІ ВИСНОВКИ ДЛЯ УКРАЇНИ

**Політика “кількісного пом’якшення”:
суть та наслідки для країн, що розвиваються**

З метою поживлення економічної активності та зниження безробіття після кризи 2007–2009 рр. ФРС США вдалась до масштабних програм кількісного пом’якшення (КП – quantitative easing (QE)), спрямованих на зниження відсоткових ставок в економіці та створення умов для її відновлення¹⁰⁸. У межах програм КП ФРС масово викупує з ринку фінансові активи (переважно держоблігації) з метою підштовхнути вверх їх ціни та знизити доходність, що має вплинути на рівень відсоткових ставок в економіці та активізувати кредитування¹⁰⁹.

Схожу тактику застосовують центральні банки ключових розвинених країн світу, коли з метою підвищення ліквідності в економіці та стимулювання кредитування в умовах мінімальних відсоткових ставок та низької економічної динаміки, були вимушені вдаватися до КП та вливати капітал у фінансові інституції. В результаті розвинені економіки (на чолі з США) “влили” у світову економіку трильйони доларів США, що відповідно до теоретичних моделей мало оживити економічні системи¹¹⁰.

Загалом ФРС США після кризи 2007–2009 рр. донині провела три етапи КП, підтримуючи рівень додаткових “вливань” у фінансову систему в обсязі близько 2,5 трлн дол. США. Так, якщо до кризи обсяги казначейських зобов’язань на рахунках ФРС сягали близько 700–800 млрд дол. США, після 2009 р. з урахуванням іпотечних цінних паперів, обсяги викуплених цінних паперів були на рівні 1,7–3,2 трлн дол. США та підтримувались щомісячним викупом активів в обсягах 30–85 млрд дол. США (рис. 1).

КП, крім активізації фінансових ринків розвинених країн, призвело до зростання на ринках країн, що розвиваються (КР – emerging markets). Низькі відсоткові ставки та відповідно “дешеві гроші” змусили інвесторів шукати більш високі доходності на більш ризикових ринках. Турбулентність фінансової системи ЄС відлякувала інвестиційні потоки на користь зростаючих КР,

чому сприяло надмірне поживлення товарних ринків, важливих для більшості таких країн. Частина стабілізаційного пакета країн ЄС також була направлена на ринки КР, а віра у стійкість таких інвестицій підкріплювалася відсутністю дедлайну щодо третього раунду КП¹¹¹ та впевненістю у визначальній ролі КР як рушія сучасної світової економіки. За даними The Economist, з 2009 року на ринки КР “перетекло” близько 4 трлн дол. США. Важливим є те, що на відміну від передкризового періоду до 2007 року, ці кошти були скоріше “виштовхнуті” на інші ринки КЦР наднизькими відсотковими ставками на розвинених ринках, аніж “приваблені” країнами, що розвиваються. В таких умовах вихід з інвестицій навіть незначної частини найбільш обережних інвесторів може спровокувати лавиноподібний продаж активів¹¹².

Проте вже в травні 2013 р. голова ФРС Бен Бернанке оголосив про “поступове згортання” програм кількісного пом’якшення, що залежатиме від показників безробіття та інфляції та призведе до коригування планів щодо викупу цінних паперів з ринку. Заява ФРС означала початок закінчення ери штучно низьких відсоткових ставок та вільноперетікаючих “легких” грошей¹¹³. Це сколихнуло світові ринки, зумовивши масштабний відплив капіталу з КР та падіння курсів національних валют через значні дефіцити поточного рахунку¹¹⁴.

Одними з найбільш постраждалих виявилися “відмінники” серед КР, куди були направлені основні інвестиційні потоки – країни BRICS (Бразилія, Росія, Індія, Китай та Південна Африка¹¹⁵) та “крихкої п’ятірки” (за класифікацією Morgan Stanley) – Бразилія, Індія, Індонезія, Туреччина та Південна Африка¹¹⁶.

¹¹¹ The fed funded the rally in emerging markets (<http://marketrealist.com/2013/09/quantitative-easing-affect-emerging-markets-currencies/>).

¹¹² The end of the affair From the print edition: Finance and economics (<http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21579461-prospect-less-quantitative-easing-america-has-rocked-currency-and-bond>).

¹¹³ Quantitative Easing and Emerging Markets: A Crisis in the Making? (<http://www.geopoliticalmonitor.com/>).

¹¹⁴ BRICS to focus on quantitative easing at G20 (<http://g20.thebricspost.com/brics-to-focus-on-quantitative-easing-at-g20/#.Uqcc2NJdX9U>).

¹¹⁵ Південну Африку додали до переліку країн BRIC у 2010 році, трансформували акронім на BRICS.

¹¹⁶ Quantitative Easing and Emerging Markets: A Crisis in the Making? (<http://www.geopoliticalmonitor.com/quantitative-easing-and-emerging-markets-a-crisis-in-the-making-4885/>).

¹⁰⁸ Will QE3 benefit the BRICS countries? (<http://briconfocus.blogspot.com/2012/09/will-qe3-benefit-brics-countries.html>)

¹⁰⁹ US to relax quantitative easing but emerging markets grow tense. (<http://www.theguardian.com/business/2013/aug/25/quantitative-easing-taper-emerging-markets/print>)

¹¹⁰ BRICS to focus on quantitative easing at G20 (<http://g20.thebricspost.com/brics-to-focus-on-quantitative-easing-at-g20/#.Uqcc2NJdX9U>)

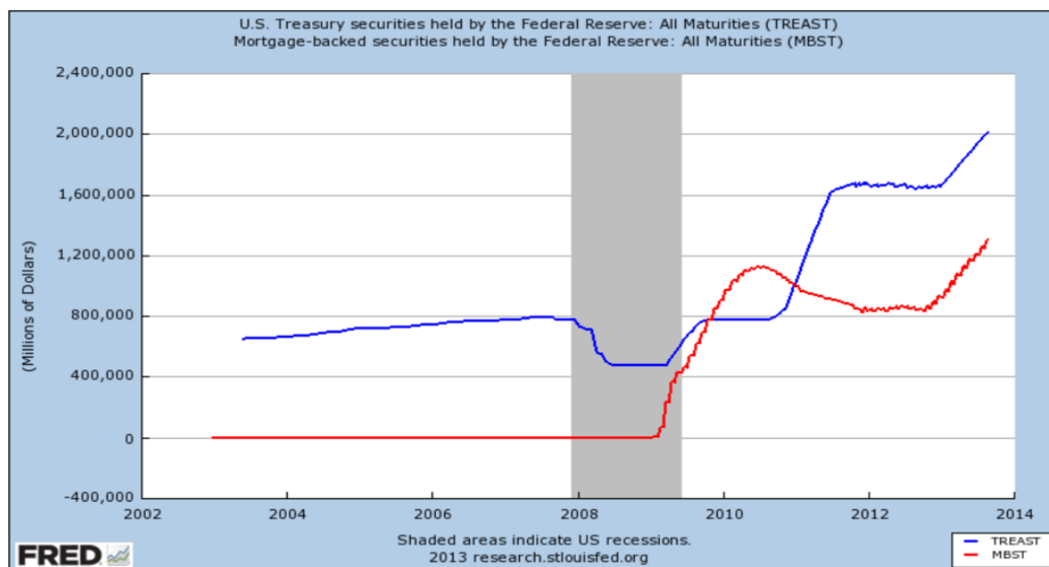


Рис. 1. Державні та іпотечні цінні папери на рахунках ФРС

Джерело: FRED Monetary Data. – Доступно з: <http://research.stlouisfed.org/fred2/categories/123>.

Лише за травень 2013 року 19 з 24 валют КР, які відслідковує Bloomberg, впали до 1 долара США¹¹⁷, причому південноафриканський ренд впав до чотирирічного мінімуму, а індійська рупія сягнула найнижчого рівня курсу за всю історію існування¹¹⁸. За той самий час доходність 10-річних американських облігацій зросла з 1,6 до 2,2% з тенденцією до подальшого поступового зростання, що “виштовхуватиме” гроші з більш ризикових ринків КР назад до США¹¹⁹. За даними JP Morgan, лише у період з 23 травня до 9 вересня 2013 року чистий відплив капіталу з ринків інструментів з фіксованою доходністю КР становив 29,6 млрд дол. США¹²⁰.

Уряди КР не зуміли раціонально використати період сприятливого припливу іноземного капіталу, що лише посилює проблеми, які виникають при його розвороті. Потіки іноземного капіталу в КР розігрівали місцеві фондові ринки та знижували вартість державних запозичень, що змушувало місцеві уряди пишатися “власними досягненнями”: політичною стабільністю, посиленням середнього класу та зростанням робочої сили¹²¹.

Також КР отримали зиск від направлення частини інвестиційних потоків на товарні ринки цінних металів та сировини, у видобутку яких задіяні біль-

шість КР. Крім цього, враховуючи спрямованість третього етапу КП на активізацію будівництва, що традиційно “запускає” суміжні виробничі галузі у КР (металургія, гірничо-видобувна промисловість), можемо стверджувати що КП мало вплинув як на кон’юнктуру складову (підвищення цін на сировинну продукцію), так і на промислові показники КЦР загалом¹²².

Багато урядів КР послабили контроль над інфляцією та дефіцитом поточного рахунку, розраховуючи на тривалий у часі та масштабний приплив інвестиційного капіталу. Єдиною незручністю для урядів була необхідність боротися з укріпленням власних національних валют, нарощуючи золотовалютні резерви. Натомість розворот іноземного капіталу для таких країн часто означає гостру необхідність пошуку інших джерел фінансування, деvalвації національної валюти та зростання інфляції через підвищення вартості імпорту¹²³.

Тоді як більшість країн світу переживали суттєве падіння темпів зростання ВВП, країни BRICS з моменту утворення “блоку” відчували значне економічне піднесення. Фактично, протягом досить тривалого часу ці країни були найкращими ринками для інвестування. Певне зниження темпів їхнього зростання у 2010 році розглядалося багатьма експертами як стабілізація, проте плани ФРС щодо скорочення програми КП, підвищена волатильність на валютних ринках КР та втеча іноземного капіталу вочевидь свідчить про зміну рівня їхньої інвестиційної привабливості¹²⁴. Західні експерти дедалі впевненіше

¹¹⁷ Studio interview: BRICS to cope with US quantitative easing policy. (<http://english.cntv.cn/program/china24/20130906/101300.shtml>).

¹¹⁸ BRICS to focus on quantitative easing at G20. (<http://g20.thebricspost.com/brics-to-focus-on-quantitative-easing-at-g20/#.Uqcc2NJdX9U>).

¹¹⁹ The end of the affair From the print edition: Finance and economics. (<http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21579461-prospect-less-quantitative-easing-america-has-rocked-currency-and-bond>).

¹²⁰ Endgame for quantitative easing tests Africa’s emerging markets – From African Energy. (<http://africanarguments.org/2013/09/24/endgame-for-quantitative-easing-tests-emerging-markets-resilience-from-african-energy/>).

¹²¹ US to relax quantitative easing but emerging markets grow tense. (<http://www.theguardian.com/business/2013/aug/25/quantitative-easing-taper-emerging-markets/print>).

¹²² Will QE3 benefit the BRICS countries? (<http://bricsonfocus.blogspot.com/2012/09/will-qe3-benefit-brics-countries.html>).

¹²³ Endgame for quantitative easing tests Africa’s emerging markets – From African Energy. (<http://africanarguments.org/2013/09/24/endgame-for-quantitative-easing-tests-emerging-markets-resilience-from-african-energy/>).

¹²⁴ BRICS to focus on quantitative easing at G20. (<http://g20.thebricspost.com/brics-to-focus-on-quantitative-easing-at-g20/#.Uqcc2NJdX9U>).

заявляють про зміну “економічного патерну”, де країни BRICS та інші КР переходять у фазу спаду, а розвинені економіки, понівечені світовою кризою після 2008 року, – починають відновлюватися¹²⁵.

Існує також думка, що поточний стан справ у КР (та BRICS, зокрема) був викликаний “здуванням бульбашок” на внутрішніх ринках активів, що утворилися внаслідок політики КР розвинених країн. Повільність процесу “здування бульбашок” пояснюється надзвичайно низьким рівнем відсоткових ставок, що робить процес незвичним та підживлює спекуляції щодо можливого швидкого відновлення ринків КР. У будь-якому разі експерти очікують, що саме проблеми КР будуть основним джерелом глобальної нестабільності у найближчому майбутньому¹²⁶.

Водночас поточна криза на ринках КР має разючу схожість з підвалинами останньої європейської боргової кризи, коли утворення Європейського валютного союзу дозволило південноєвропейським країнам позичати набагато дешевше, аніж до об’єднання. Звісно, позичкові кошти не були ефективно використані для підвищення продуктивності виробництва, а країни почали відчувати активне зростання дефіцитів торгового балансу та бюджету¹²⁷.

Особливості та роль КР у розподілі міжнародних потоків капіталу

Протягом 2000–2008 рр. у світі відбулись одні з найбільших товарних та кредитних бумів, що створили максимально сприятливі передумови насамперед для Бразилії, Росії, Індії, Китаю та пізніше Південної Африки, що були умовно об’єднані фахівцями у групу BRICS¹²⁸. Саме десятирічний товарний “суперцикл”, протягом якого ціни на метали, енергоносії та продовольчі товари зростали, став однією з ключових причин поточного спаду ряду КР. Великі експортери цих товарів, а саме Росія, Бразилія та Південна Африка, отримували завдяки цьому значне зростання надходжень у вигляді підвищення доходів та накопичення валютних резервів, коли бум був на своєму піку¹²⁹.

Бум був штучно пролонгований ще на півдесятиліття політикою КР у розвинених економіках, що наповнювали власні фінансові системи дешевим фінансуванням. Протягом цих довгих років уряди BRICS відвикли від практики прийняття непопу-

лярних рішень, що робить їх практично безпорадними перед важкими викликами сучасних процесів у світовій фінансовій системі. Наразі усталений тренд до падіння цін на сировинних ринках та “пастка середнього доходу”¹³⁰ суттєво знижують стійкість держаних фінансів Росії та Бразилії. У свою чергу банки Китаю суттєво закредитовані, а Індія страждає від високої інфляції, державного боргу та значних дефіцитів бюджету й рахунку поточних операцій¹³¹.

“Зірковість” та динамічність країн BRICS у період буму визначали почуття низької необхідності реформ. У результаті державне управління в цих країнах характеризується як корумповане, а умови ведення бізнесу як несприятливі. Ані в переліку Transparency International серед 177 країн світу за індексом сприйняття корумпованості (Corruption Perceptions Index), ані в рейтингу Світового банку Doing Business за легкістю ведення бізнесу серед 189 країн світу BRICS не є серед лідерів, часто навіть не потрапляючи до першої сотні країн (табл. 1).

Звісно, кожна з країн BRICS має свої індивідуальні особливості, проте враховуючи одночасність падіння їхніх ключових макропоказників у сучасних умовах, нам видається необхідним виділити основні спільні слабкості цих країн, що лежать у сфері впливу національних урядів.

1. Надмірна залежність від кон’юнктури світових товарних ринків

Світова фінансова криза 2007–2009 рр. призвела до падіння глобального попиту на сировинні товари (не тільки серед розвинених країн, а й у великих імпортерів серед КР, таких як Китай), що знизило ціни на нафту, газ, вугілля, мідь, алюміній, золото тощо, до рівнів значно нижчих за ті, що відзначалися протягом останніх років перед кризою. Експортозалежні країни BRICS не зуміли захеджувати власні економіки від падіння на товарних ринках, що різко уповільнило темпи зростання їх ВВП. Очевидним уроком з цієї ситуації для всіх КР є необхідність диверсифікації вузькосировинних економік у напрямі більш стійких і поновлюваних факторів довгострокового відродження, що допоможуть уникнути синдромів “сировинного прокляття” та “голландської хвороби”.

¹²⁵ Challenging US dollar: BRICS down but not out (<http://rt.com/op-edge/brics-economy-us-dollar-118/>).

¹²⁶ Why the BRICs bubble is popping slowly and how it may become the story of 2013 (<http://brazilianbubble.com/why-the-brics-bubble-is-popping-slowly-and-how-it-may-become-the-story-of-2013/>).

¹²⁷ The fed funded the rally in emerging markets (<http://marketrealist.com/2013/09/quantitative-easing-affect-emerging-markets-currencies/>).

¹²⁸ The BRICS party is over (<http://www.voxeu.org/article/brics-party-over>).

¹²⁹ Challenging US dollar: BRICS down but not out (<http://rt.com/op-edge/brics-economy-us-dollar-118/>).

¹³⁰ Теорія «пастки середнього доходу» (middle income trap) говорить про те, що країни, як правило, переживають різкий спад зростання, коли валовий внутрішній продукт на душу населення сягає рівня близько 17000 дол. США, який наразі зіставний з рівнем Росії та Бразилії.

¹³¹ The BRICS party is over (<http://www.voxeu.org/article/brics-party-over>).

Таблиця 1

Рейтингові місця країн BRICS та України

Країна	Corruption Perceptions Index 2013 (177 країн)	Doing Business 2014 (189 країн)
Бразилія	72	116
Росія	127	92
Індія	94	134
Китай	80	96
Південна Африка	72	41
Україна	144	112

Джерела: Corruption Perceptions Index 2013 (<http://cpi.transparency.org/cpi2013/results/>); Doing Business 2014 – Ease of Doing Business Rank (<http://www.doingbusiness.org/rankings>).

2. Надмірна залежність від припливу зовнішнього капіталу

Падіння турецької ліри, індонезійської та індійської рупії, бразильського реала були безпосереднім наслідком розвороту іноземних інвесторів у напрямі зростаючих відсоткових ставок у США у світлі очікуваного “скорочення” програм кількісного пом’якшення американського уряду та підкреслило неочачісність сліпого покладання на приплив “гарячих грошей” та іноземних інституційних інвестицій для сталого розвитку. Попри гучну критику американської політики дешевих грошей бразильським міністром фінансів Гвідо Мантега (який вбачав у ній форму “валютної війни” проти КР), країни BRICS, включаючи Бразилію, сподівалися на максимально тривалий період знаходження відсоткових ставок близько нуля. В результаті вплив капіталу для лідируючих КР став достатньо несподіваним, адже вони помилково припускали, що інвестори не мають іншого вибору, окрім як залишатися в інвестиціях ринків, що розвиваються¹³².

Єдиним винятком із загального правила слабкостей КР та BRICS є Китай, що має значні обмеження на управління капіталом інвесторів-одноденків. Варто зазначити, що принциповість позиції Китаю щодо захисту від спекулятивних потоків гарячого капіталу підтримується значним позитивним сальдо торгового балансу та рекордними валютними резервами, що загалом є невласним для КЩР. Також серед переліків слабкостей КР є теза про надмірне домінування держави, високу корупційність та неспроможність проведення фундаментальних структурних реформ, які можуть вивільнити економічний потенціал країн. Проте позитивний приклад Китаю у контролі за рухом капіталу та більш ранній прецедент щодо контролю за рухом капіталу в Малайзії в період Азійської фінансової кризи 1997 р. демонструють, що сильний уряд, який обмежує вплив зовнішніх потоків капіталу на національну фінансово-економічну систему, є досить важливим надбанням країн BRICS¹³³. У результаті як один із можливих інструментів протидії міжнародним цунамі ліквідності, що з певною періодичністю рухаються в напрямі КР, обгово-

рюється можливість створення країнами BRICS резервного фонду обсягом 100 млрд дол США¹³⁴.

Україні як одній із КР властиві всі ключові слабкості, зазначені вище. Враховуючи сучасний тренд щодо схильності урядів розвинених країн до монетарного стимулювання економічної динаміки, є всі підстави очікувати підтримування відсоткових ставок на мінімальних рівнях. Це створюватиме передумови для регулярних спалахів активності на ринках КР, що будуть збігатись із черговими хвилями припливу західного дешевого капіталу. Вочевидь КР, які мають значні фіскальні дефіцити та розриви рахунку поточних операцій, акцептуватимуть цей капітал та пізніше розплачуватимуться за це стабільністю національних валют, стійкістю банківської системи та падінням промислового виробництва.

Враховуючи сталу тенденцію до зниження обсягів золотовалютних резервів, значні дефіцити рахунку поточних операцій та бюджету, Україні потрібно вживати заходів структурної перебудови не лише для вирішення операційних завдань державних фінансів, а й нівелювання ризиків припливу кон’юнктурного “гарячого капіталу”. Для цього необхідне таке.

1. Залучення “довгих” фінансових ресурсів для здійснення структурних перебудов, уникнення залежності від кон’юнктури міжнародних фінансових ринків та ризиків зростання вартості обслуговування боргу.

2. Диверсифікація економіки та уникнення тотальної залежності від світових сировинних ринків (як експортних, так і імпорتنих) шляхом підтримки несуміжних та швидкозростаючих галузей, таких як сільське господарство, інформаційні технології тощо.

3. Розробка інструментарію макропруденційного регулювання фінансового сектора та механізмів обмеження руху капіталу в умовах, коли виникають загрози дестабілізації фінансової системи.

4. Активізація внутрішнього боргового ринку та переорієнтування внутрішніх заощаджень у виробничі інвестиції з метою збільшення продуктивності робочої сили.

5. Підвищення рівня фіскальної дисципліни як фактора макростабілізації та покращення інвестиційної привабливості країни.

¹³² Challenging US dollar: BRICS down but not out (<http://rt.com/op-edge/brics-economy-us-dollar-118/>).

¹³³ Там само.

¹³⁴ Studio interview: BRICS to cope with US quantitative easing policy (<http://english.cntv.cn/program/china24/20130906/101300.shtml>).

РИНОК РЕЙТИНГОВИХ ПОСЛУГ В УКРАЇНІ: РЕАЛІЇ І ВЕКТОРИ РОЗВИТКУ

Система рейтингової оцінки розміщення цінних паперів на ринку та визначення інвестиційної привабливості фінансових установ останнім часом зазнала нищівної критики. Підозри у необ'єктивності рейтингових агентств та негативного ставлення до визначення ними рейтингів криються у гучних банкрутствах ряду компаній, які мали високі рейтинги у провідних світових агентствах, на початку глобальної фінансової кризи. Невдоволення роботою рейтингових агентств також висловлювали уряди ряду країн, чий рейтинг останнім часом були знижені, що вплинуло на інвестиційну привабливість та на здатність обслуговувати зовнішні борги.

При цьому основні причини обумовлювалися не стільки добросовісністю роботи самих рейтингових агентств, скільки рядом факторів, які тією чи іншою мірою могли вплинути на адекватність системи визначення рейтингів та можливих помилок у оцінці роботи компаній.

По-перше, це стосується широких повноважень, які мають рейтингові компанії, особливо такі міжнародні "супертяжі", як Fitch Ratings, Moody's і Standard & Poor's, що, за оцінками самих агентств, контролюють близько 95% глобального ринку рейтингових оцінок (на S&P припадає 40%, на Moody's – 39 та на Fitch – 16% ринку)¹³⁵.

По-друге, – високого докризисного ступеня довіри до рейтингів серед інвесторів за неможливості оцінити фінансовий стан компаній і ринки в інший спосіб. Вважалося, що рейтингові агентства мають надійну та ексклюзивну методику визначення рейтингів, широкий накопичений досвід та ряд високопрофесійних спеціалістів, що збільшувало довіру як до самих агентств, так і до пропонуваного систем рейтингування.

По-третє, – неадекватної системи нагляду та контролю за діяльністю рейтингових агентств з боку регуляторних органів, коли частина функцій регуляторів передавалася рейтинговим агентствам. Наприклад, Комісія з цінних паперів та з регулювання фондового ринку США (SEC) фактично передала рейтинговим агентствам частину своєї відповідальності щодо моніторингу та інформаційного забезпечення громадськості про збитки за портфелями інвесторів, тим самим стимулюючи залежність ринку від інформації від агентств¹³⁶.

Ще у 2008 році SEC публікує доповідь, у якій констатується, що основні світові рейтингові агентс-

тва мали серйозні прорахунки у наданні рейтингової оцінки компаніям. Ухвалення рішень з присвоєння рейтингів було непрозорим, не було системи чітких критеріїв оцінки та контролю за процесом та не вироблено критеріїв особистої відповідальності¹³⁷.

Претензії Комісії з цінних паперів та з регулювання фондового ринку США стосувалися неякісних моделей оцінки різних структурованих деривативів. Комісія особливо наголошувала на тому, що аналітики агентства нерідко виставляли завищені рейтингові оцінки заради отримання прибутку, а не внаслідок нестачі інформації або недостатньої власної компетенції¹³⁸. Фактично агентства, незважаючи на безліч факторів, що свідчили про розгортання кризи іпотечного ринку, тримали рейтинги відповідних паперів на стабільно високому рівні¹³⁹.

Треба зазначити, що часто зміна рейтингів в одному рейтинговому агентстві дублюється такою ж зміною і в іншому, що можна пояснити як схожими методиками, на які вони спираються, так і простим бажанням перестрахуватися, розділивши відповідальність за свої багаторічні в чому прогнози оцінки. Самі агентства говорять про те, що рейтинги є лише їх "думкою" (credit opinion). Можна констатувати, що рейтингові агентства, отримавши широкі повноваження, стали грати одну з ключових ролей на ринку фінансових послуг, але при цьому не був визначений масштаб їхньої відповідальності щодо виконання ними своїх функцій.

Значення рейтингів у формуванні портфеля цінних паперів фінансових установ дуже високе. За регулятивними вимогами такі портфелі повинні формуватися з високорейтингових боргових інструментів. Отримання рейтингу – обов'язкова умова виходу компанії на ринок запозичень. Застосування рейтингів є однією з вимог банківського нагляду, згідно з якими обсяг резервних відрахувань банку повинен залежати від кредитного рейтингу позичальника. Обов'язковість отримання рейтингів для багатьох компаній та значний вплив на їх здатність позичати ресурси під більш сприятливі умови, часто призводить до маніпулювати фінансовою інформацією для отримання більш високого рейтингу.

¹³⁷ Рейтинговые агентства подмочили репутацию: SEC уличила их в некачественной работе (<http://marketing.by/main-market/news/0018691/>).

¹³⁸ Рейтингові агентства: між минулим та майбутнім (http://ufin.com.ua/analit_mat/strah_rynok/122.htm/).

¹³⁹ За місяць до банкрутства або погіршення ситуації в 11 великих фінансових компаніях в США За S&P, Moody's і Fitch давали їм найвищі інвестиційні рейтинги. Наприклад, AIG мав інвестиційний рейтинг AA, а Lehman Brothers – A.

¹³⁵ Моисеев С. Регулирование деятельности рейтинговых агентств на национальном рынке / С.Моисеев (<http://institutions.com/general/1585>).

¹³⁶ Ануфрієва К.В. Трансформація зовнішньоборгової моделі розвитку банків України: науково-аналітична доповідь / К.В. Ануфрієва, Н.М. Шелудько ; НАН України, ДУ "Ін-т екон. та прогноз. НАН України". – К., 2012. – С. 70.

Зниження якості рейтингових оцінок провідних агентств змусило шукати нові альтернативні методи збільшення довіри до системи рейтингування. Наглядові органи посилюють пруденційний нагляд за рейтинговими агентствами. Нові правила стосуються поліпшення якості оцінок за рахунок більшої прозорості та підзвітності, зміни підходів до розкриття даних, що враховуються при присвоєнні рейтингів.

Національні регуляторні органи підвищували вплив на якість оцінки рейтингів через створення власних національних рейтингових шкал та підвищення ролі національних рейтингових агентств. Так, у країнах Азії невеликі національні рейтингові агентства почали створюватися ще в 2006–2008 роках. В ЄС практика створення таких агентств стала масовою в 2010–2011 роках після ухвалення в країнах – членах ЄС спеціального законодавства¹⁴⁰, що регулює їхню роботу та на хвилі невдоволення суттєвим зниженням рейтингових оцінок країн – членів ЄС (Португалія, Італія, Греція, Іспанія) провідною рейтинговою трійкою, що на думку, європейських регуляторних органів сприяло новому витку боргової кризи в європейських країнах.

Ще один шлях, який би вивів ринок рейтингових послуг з-під впливу трійки лідерів, полягає у створенні наднаціональних рейтингових компаній, що дало б змогу компаніям, які добре розуміються на внутрішньому ринку, але не можуть створювати конкуренцію на глобальному, працювати за міжнародними стандартами. Так, компанії з Росії, Китаю і США створили нове міжнародне рейтингове агентство Universal Credit Rating Group (UCRG), куди також було запрошено українське агентство UCRA¹⁴¹.

Діяльність національного ринку рейтингових послуг має свою специфіку. Національна рейтингова шкала, яка використовується рейтинговими агентствами на внутрішньому ринку, була затверджена Постановою Кабінету Міністрів України №665 від 26.04.2007. Шкала визначає довгострокові та короткострокові кредитні рейтинги для позичальників інвестиційного рівня та спекулятивного рівня.

Законодавство зобов'язує емітентів отримувати рейтингову оцінку для нових випусків цінних паперів, що реєструються в НКЦПФРУ. Рейтингова оцінка цінних паперів повинна характеризувати рівень можливостей емітента своєчасно та в повному обсязі обслуговувати зобов'язання за цінними паперами. Стаття 4-1 Закону України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” зазначає, що визначення рейтингової оцінки, якщо інше не встановлено законом, потребують усі види емісійних цінних паперів, які не розподіляються між засновниками або серед заздалегідь визначеного кола осіб і можуть розповсюджуватися шляхом підписки,

купуватися та продаватися на біржі або іншому організованому ринку, крім: державних цінних паперів; акцій; цінних паперів недиверсифікованих інститутів спільного інвестування; цінних паперів, емітованих Державною іпотечною установою.

Окремо визначається, що рейтингової оцінки потребують такі емітенти: підприємства, у статутних капіталах яких є державна частка; підприємства, що мають стратегічне значення для економіки та безпеки держави; підприємства, які займають монополію (домінуюче) становище. Цією ж статтею Закону України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” передбачено, що випадки обов'язкового визначення рейтингової оцінки емітентів та цінних паперів визначаються законом. Обов'язковість визначення рейтингової оцінки цінних паперів не залежить від емітента, способу їхньої емісії, порядку розміщення чи інших ознак.

Іншими нормативно-правовими актами, що регулюють реєстрацію випуску облігацій та проспекту емісії цих облігацій передбачено, що до проспекту емісії облігацій підприємств, облігацій внутрішніх місцевих позик, іпотечних сертифікатів та сертифікатів фондів операцій з нерухомістю включається інформація про рівень рейтингової оцінки відповідного випуску цінних паперів та/або емітента, найменування рейтингового агентства та дату визначення рейтингової оцінки або останнього її поновлення, яка зазначається у разі наявності у емітента такої інформації.

Обсяги ринку рейтингових послуг за останні п'ять років в Україні зменшилися в п'ять разів та на сьогоднішній день становлять близько 1,5 млн дол. Пікові показники рейтинговий ринок демонстрував у докризовому 2007 році, коли обсяги послуг досягали 8 млн дол. В основному таке звуження ринку рейтингових послуг на тлі досить високої конкуренції між гравцями ринку пов'язують зі зменшенням обсягів корпоративних цінних паперів, особливо боргових, емітованих на вітчизняному фондовому ринку.

Однією з проблем надання рейтингів в Україні є висока конкуренція на цьому ринку, що разом з низькими обсягами послуг може призвести до зменшення рівня послуг, що надаються. У табл. 1 наведено дані щодо рейтингових агентств, які уповноважені НКЦПФРУ присвоювати обов'язкові кредитні рейтинги¹⁴². На вітчизняному ринку рейтингових послуг також функціонують не уповноважені рейтингові агентства: РА “Ранг”, Агентство фондового ринку, Інвест-Рейтинг, Консалтинг-Гамма, Українське рейтингове агентство, Українське агентство фінансового ринку.

Рейтингове агентство “Кредит-Рейтинг” працює на ринку рейтингових послуг з 2001 року. Деякий

¹⁴⁰ Реформа против олигополии // Финансы (приложение газеты Коммерсантъ-Украины). – 2011. – № 155. – С. 8.

¹⁴¹ Світова змова або специфіка роботи: що потрібно знати про рейтингові агентства [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://news.finance.ua/ua/~2/0/all/2013/07/04/304830>>.

¹⁴² Уповноважені рейтингові агентства – рейтингові агентства, які стало переможцями конкурсу з визначення рейтингових агентств, уповноважених на проведення рейтингової оцінки, який проводиться Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку України.

час агентство мало статус монополіста на цьому ринку. Однак згодом на ринок зайшли інші, конкуруючі агентства. У квітні 2004 року в Україні розпочало свою діяльність Національне рейтингове агентство “Рюрик”. Пізніше, у 2005 році, на ринок вийшло рейтингове агентство IBI-Rating. У січні 2007 року рейтинговий центр, створений при редакції журналу “Експерт Україна”, був перетворений на рейтингове агентство “Експерт-Рейтинг”. Деякі гравці вийшли на ринок уже в посткризовий період. У листопаді 2010 року було зареєстроване рейтингове агентство “Стандарт-Рейтинг” та у 2011 році “Українське кредитно-рейтингове агентство”.

Треба зазначити, що РА “Кредит-Рейтинг”, незважаючи на свій статус монополіста на початку своєї діяльності, отримавши посвідчення від НКЦПФРУ про включення в державний реєстр у 2010 році, згодом у 2011 році втратило його. І лише

у квітні 2012 році разом з новоствореними агентствами така ліцензія знову була йому надана. Згідно з законодавством усі агентства отримали статус уповноважених рейтингових агентств на проведення рейтингової оцінки на конкурсній основі, де переможцями могли стати декілька осіб.

Крім цього, з 2006 року комісією визнані також три провідні міжнародні компанії – Fitch, Moody's і Standard and Poor's (S&P) (див. табл. 2). За Законом України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” Міжнародне рейтингове агентство набуває право визначати рейтингові оцінки з дати включення його до переліку визнаних Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку. При визначенні рейтингової оцінки, визначення якої є обов'язковим за законом, уповноважене рейтингове агентство зобов'язане використовувати Національну шкалу.

Таблиця 1

Українські рейтингові агентства, уповноважені присвоювати обов'язкові кредитні рейтинги

Назва рейтингового агентства	Рік заснування	Номер посвідчення про включення в державний реєстр
“Кредит-Рейтинг”	2001	№ 6 від 10.04.2012 року
“Рюрик”	2004	№ 4 від 12.04.2010 року
IBI-Rating	2005	№ 3 від 12.04.2010 року
“Експерт-Рейтинг”	2007	№ 5 від 09.06.2010 року
“Стандарт-Рейтинг”	2010	№ 8 від 10.04.2012 року
Українське кредитно-рейтингове агентство (UCRA)	2011	№ 7 від 10.04.2012 року

Джерело: за даними рейтингових агентств та НКЦПФРУ.

Таблиця 2

Міжнародні рейтингові агентства, уповноважені проводити обов'язкове рейтингування в Україні

Назва рейтингового агентства	Штаб-квартира	Дата визнання НКЦПФРУ
Fitch Ratings	Велика Британія (Лондон), США (Нью-Йорк)	22.02.2006 р
Moody's Investors Service	США	22.02.2006 р.
Standard and Poor's	США	22.02.2006 р.

Джерело: за даними рейтингових агентств та НКЦПФРУ.

На думку операторів ринку, українські й зарубіжні рейтингові агентства, що представлені на ринку, не є прямими конкурентами, оскільки вони працюють у різних сегментах.

По-перше, міжнародні та вітчизняні рейтингові агентства працюють у різному ціновому діапазоні на свої послуги. За приблизними оцінками, річна оплата місцевих рейтингових агентств за підтримку рейтингу коливається в межах 10–60 тис. грн. Ціна на міжнародні рейтингові послуги вища в десятки разів та доходить до рівня 25–75 тис. грн.

По-друге, рейтинги від міжнародних рейтингових агентств потрібні лише емітентам, які мають вийти на міжнародні боргові ринки. Щоб емітувати цінні папери на внутрішньому ринку, потрібно лише отримати рейтинг від місцевого оператора.

Розвиток ринку рейтингових послуг умовно можна поділити на три етапи:

– I етап (з 2001 року), коли на ринку діяло лише одне уповноважене рейтингове агентство. Цей етап характеризувався високою вартістю послуг,

за рахунок монопольного становища агентства, та низькою їх якістю.

– II етап (з середини 2010 року), коли НКЦПФРУ надав статус уповноважених ще трьом національним рейтинговим агентствам. Як наслідок, вартість присвоєння та підтримки кредитних рейтингів знизилася до економічно обґрунтованого рівня, по деяких позиціях – у 2–3 рази, а якість послуг підвищилася. Фактично це була оптимальна кількість рейтингових агентств, які діяли на внутрішньому ринку.

– III етап (з середини 2012 року), коли статус уповноважених отримали ще два агентства. На той час практично всі існуючі позичальники вже мали рейтинги, тому виведення на ринок в цей період нових гравців є не зовсім обґрунтованим. Хоча деякі аналітики вважають, що саме у 2012 році ринок став конкурентоспроможним та демонополізованим, а НКЦПФРУ таким рішенням, заклала фундамент розбудови ринку рейтингових послуг.

Як основну тенденцію ринку останніх років експерти виділяють жорстку конкуренцію між вітчизня-

ними рейтинговими агентствами, що може закінчитись втратою деякими компаніями статусу уповноважених та своєї частки ринку.

Незважаючи на те, що рейтингове агентство “Кредит-Рейтинг” не мало статусу уповноваженого майже рік, що призвело до втрати ним клієнтів, частка компанії на ринку рейтингових послуг залишається

досить високою. У цілому на сьогоднішній день 90% ринку розподілено між чотирма уповноваженими компаніями. За оцінками експертів частка “Кредит-Рейтинг” досягає 40% ринку, “Експерт-Рейтинг”, “Рюрик” та IBI-rating мають приблизно по 15% кожна. Частка нових компаній “Стандарт-Рейтинг” та Українське щодо кожної (див рис. 1).

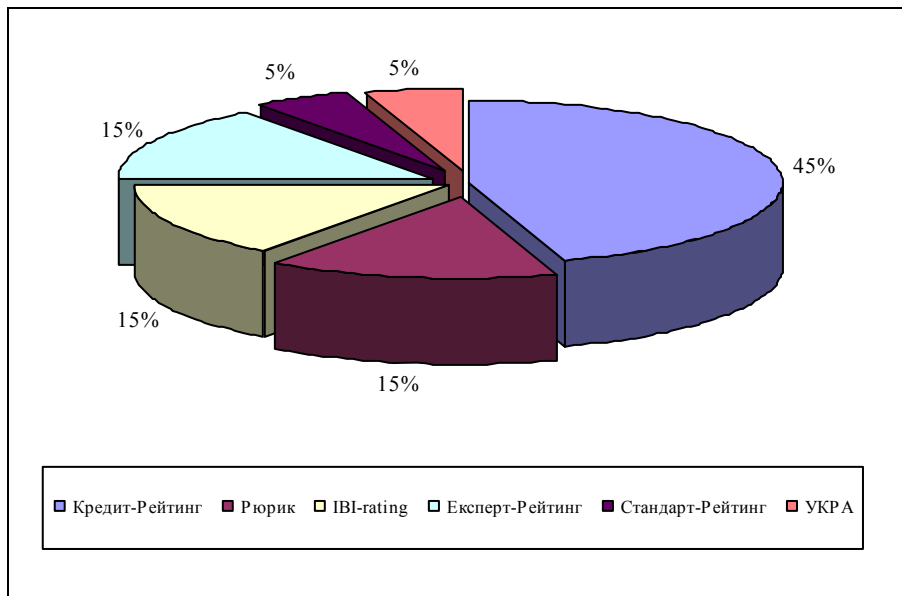


Рис. 1. Оцінка частки ринку вітчизняних рейтингових агентств

Джерело: складено за оцінками експертів.

Як уже зазначалося, основною категорією клієнтів рейтингових агентств є емітенти облігацій, але через суттєве зменшення обсягів боргового ринку ця група замовників скоротилася. Незважаючи на відсутність вимог щодо обов'язкового рейтингування банків, майже 90% з них уже мають рейтингові оцінки. Отримувати рейтинги спонукала банки вимога Нацкомфінпослуг щодо тримання страховими компаніями своїх резервів лише у банках, які мають інвестиційний рейтинг. Почали одержувати рейтинги у вітчизняних агентств і страхові компанії. Незважаючи на те, що лише близько 20 страхових компаній на сьогоднішній день мають рейтинг, простежується їхня зацікавленість у проходженні процедури рейтингування.

На вітчизняному ринку рейтингових послуг намітилася певна сегментація за клієнтами в різних агентствах. Наприклад, “Експерт-Рейтинг” в основному працює зі страховими компаніями. Агентство “Стандарт-Рейтинг”, яке працює на ринку недавно, також спеціалізується на страхових компаніях. Причому страховики воліють отримати рейтинги одразу від двох агентств. Тобто РА ділять між собою не лише нішу надання послуг, але й самих клієнтів. Ніша спеціалізації “Експерт-Рейтинг” та “Стандарт-Рейтинг” – фінансові ринки, а “Рюрик” і УКРА працюють в основному з корпоративним сектором. Лише “Кредит-Рейтинг” та IBI-rating можна вважати універсальними компаніями, що мають клієнтів у різних секторах.

Проблеми внутрішнього ринку рейтингування стосуються зменшення обсягів надання рейтингових послуг та виходом на ринок нових гравців, що призвело до збільшення пропозиції над попитом. На вітчизняному ринку, який у рази менший за обсягами, діють шість вітчизняних гравців та три міжнародні компанії, які мають статус уповноважених рейтингових агентств. Крім цього, існує ряд організацій, які, не маючи статусу уповноваженого рейтингового агентства, намагаються надавати супутні рейтингові послуги та створювати власні альтернативні рейтинги.

З одного боку, така ситуація працює на користь клієнта, який має вибір як щодо цінової пропозиції, що впливає на стабілізацію цін на послуги, так і ваги рейтингового агентства на ринку. Ще однією перевагою теперішньої ситуації є упорядкування ринку щодо можливості рейтингових компаній зайняти свою нішу.

З іншого боку, боротьба за клієнта між рейтинговими компаніями призводить до зменшення кредитної якості оцінки клієнтів компаній та демпінгування ними стосовно ціни на їх послуги. Особливо це стосується нових рейтингових агентств, які ставлять за мету нарощення клієнтської бази, приваблюючи клієнта наданням більш високого рейтингу, при цьому нехтуючи його наявним фінансовим станом. Тобто в цьому сенсі агентства не дотримуються принципу консерватизму в оцінці кредитної якості. Об'єктивно висока конкуренція поряд із падінням цін привно-

силь ризику зниження якості рейтингових досліджень. Деякі компанії намагаються конкурувати за рахунок невинправданого прискорення рейтингових процедур, зменшення обсягу даних, що вимагаються у клієнтів при процедурі рейтингування, а в деяких випадках – і за рахунок завищення рівня кредитного рейтингу. Ще одна проблема стосується низької якості клієнтів рейтингових агентств, особливо за контрактними рейтингами, які намагаються збільшити привабливість свого бізнесу завдяки отриманню високого рейтингу. Такі рейтинги у кілька мільйонів гривень, або такі, що були зареєстровані недавно.

Однією з основних перспектив щодо рейтингового бізнесу є поживавлення ринку боргових цінних паперів. Але в найближчій перспективі збільшення обсягів боргових корпоративних інструментів на ринку не очікується.

Експерти не бачать кардинальних змін відносно нарошення обсягів надання рейтингових послуг. Змінити ситуацію могло б зниження банківських кредитних ставок, а також ухвалення законопроекту, спрямованого на розширення сфер використання кредитних рейтингів.

Зараз НКЦПФРУ розробляє законопроект, де більш чітко будуть визначені ключові моменти функціонування й регулювання діяльності рейтингового агентства. НКЦПФРУ вбачає основними своїм завданнями на цьому ринку підвищення якості послуг, нівелювання можливості виникнення конфлікту інтересів і вироблення системи регулювання діяльності рейтингових агентств через введення для них відповідальності за можливі зловживання. Регулятор також підтримує створення профільної асоціації, у рамках якої агентства зможуть спільно прийняти етичні стандарти діяльності.

Позитивним у профільному законопроекті також є більш чітке визначення процедури з одержання статусу уповноваженого рейтингового агентства; можливість рейтингування портфеля того або іншого інвестора; увага до аналізу ціноутворення та ак-

центація уваги на нетипових відхиленнях у вартості послуг, що може свідчити про негативні моменти в роботі агентства. Водночас у концепції є ряд спірних моментів – у частині конфлікту інтересів, установлення відповідальності при присвоєнні рейтингів та ін. Крім того, регулятор не повинен втручатися в зміст конкретних методологій, щоб кожне рейтингове агентство могло відповідно до певних стандартів упроваджувати власні розробки.

Ситуацію на ринку також може змінити можливість – у майбутньому – консолідація цього ринку або проведення законодавчих ініціатив, спрямованих на розширення сфер використання кредитних рейтингів. Також деяку перспективу має отримання компаніями подвійних або потрійних рейтингів. Емітенти, що отримали декілька рейтингів, уже існують на ринку – це, наприклад, Українська охоронно-страхова компанія, що має рейтинги від “Експерт-Рейтингу”, “Стандарт-Рейтингу” та “Кредит-Рейтингу”. VAB-Банк отримав рейтинг від “Експерт-Рейтингу” та Moody's, що відповідає системі міжнародного рейтингування, коли компанії воліють підтверджувати свій рейтинг у декількох рейтингових агентствах одночасно.

Отже, в Україні ринок рейтингових послуг має бути демонополізований, удосконалений та врегульований законодавством як гідна альтернатива міжнародним агентствам, які можуть більш оперативно реагувати на процеси в економіці, політиці та банківській системі.

На сьогодні регулювання інформаційного забезпечення ринку щодо якості та своєчасності інформації від позичальників (емітентів) та рейтингових агентств як професійних оцінювачів рівня ризику та посередників інформаційних потоків повинно стати прерогативою політики держави, запорукою встановлення стабільності на фінансовому ринку; зменшення частки непрозорих схем перерозподілу позичкових ресурсів та гарантування їх повернення.

Редактор *Т.П. Тацій*

Оригінал-макет *Т.П. Тацій*
Підписано до друку 23.09.2014 р.
Формат 60х84/8. Обл.-вид. арк. 7,18.
Ум.-друк. арк. 6,86. Наклад 300 прим.
Замовлення № _____

Поліграфічна дільниця ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України"
вул. Панаса Мирного, 26, м. Київ, 01011