

65.01

С53

О.В. СІЖКО

**ФІНАНСОВИЙ РОЗВИТОК
ТРАНСФОРМАЦІЙНИХ ЕКОНОМІК**

СТРУКТУРНО-ФУНКЦІОНАЛЬНИЙ АНАЛІЗ

КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ ТАРАСА ШЕВЧЕНКА

10 23
С. П. П. 00 000
220

УДК 658.5
658.5
658.5

О. В. СІЖКО

**ФІНАНСОВИЙ РОЗВИТОК
ТРАНСФОРМАЦІЙНИХ ЕКОНОМІК**

**СТРУКТУРНО-ФУНКЦІОНАЛЬНИЙ
АНАЛІЗ**

МОНОГРАФІЯ

ДЕБУ ЗАКОНА

НБ ПНУС



759828



65.01

УДК 330.3(075)
ББК 65.011.3
С53

Рецензенти:

д-р екон. наук, проф. І. О. Лютий,
д-р екон. наук, проф. М. А. Дудченко,
д-р екон. наук, проф. О. І. Шнирков

*Рекомендовано до друку вченою радою Інституту міжнародних відносин
(протокол № 9 від 29 квітня 2009 року)*

Сніжко, О. В.

С53 Фінансовий розвиток трансформаційних економік: структурно-функціональний аналіз : монографія / О. В. Сніжко. – К. : Видавничо-поліграфічний центр "Київський університет", 2009. – 815 с.

ISBN 978-966-439-282-9

Досліджено основні тенденції і закономірності фінансового розвитку трансформаційних економік у теоретичному і практичному аспектах. Здійснено науковий аналіз парадигми фінансового розвитку і концепції фінансової системи, розкрито закономірності формування фінансово відкритої економіки та особливості економічної природи сучасної фінансової нестабільності. Проаналізовано сутність та еволюцію конкретних функціональних і структурних характеристик фінансових систем країн Центральної і Східної Європи та країн СНД. На основі аналізу системоутворюючих тенденцій трансформації транзитивних фінансових систем запропоновано шляхи вдосконалення їх функціонування та механізми забезпечення стабільності фінансової системи перехідного типу.

Для науковців, спеціалістів, а також доцентів і студентів, які займаються проблемами розвитку фінансових систем.

НАУКОВА БІБЛІОТЕКА

75 98 28

Інв. №

УДК 330.3(075)
ББК 65.011.3

ISBN 978-966-439-282-9

© Сніжко О. В., 2009
© Київський національний університет імені Тараса Шевченка,
ВПЦ "Київський університет", 2009

ВСТУП

Протягом останніх десятиліть фінансові системи країн світу опинилися під впливом нових могутніх тенденцій. Фінансова глобалізація й консолідація фінансового сектора, інституціалізація фінансових ринків і стандартизація фінансової діяльності, впровадження новітніх інформаційних технологій і фінансових інновацій задають нові тенденції фінансового розвитку і трансформують архітектуру та модель функціонування національних фінансових систем.

У цій праці ми намагаємося дослідити сутність та еволюцію структурно-функціональних характеристик фінансових систем країн Центральної і Східної Європи та країн СНД. Соціалістичне минуле та одночасність процесу переходу від планової до ринкової координації економічних взаємодій – системоутворюючий чинник розвитку цієї групи країн. Позиції постсоціалістичних (трансформаційних) економік швидко змінюються. Вони включилися у процес досягнення рівня розвитку найбільш розвинених країн, намагаючись стабілізувати розпочатий процес економічного зростання. Розвиток фінансової системи має суттєвий вплив на економічне зростання, особливо в економіках з низьким початковим рівнем фінансового розвитку. Тому ключове завдання трансформаційних економік – ідентифікувати і розвинути ті характеристики фінансової системи, які відповідають потребам економічного розвитку, визначити й запровадити політику, яка стимулює фінансовий розвиток.

Із початку 1990-х рр. трансформаційні економіки пройшли довгий шлях фінансового розвитку з широкими відмінностями розвитку фінансових інститутів і ринків у різних країнах, проте й сьогодні процес створення диверсифікованих і зрілих фінансових систем далекий від завершення. Розвиток транзитивних фінансових систем у цілому і в Україні, зокрема, гальмується внаслідок багатьох економічних та інституціональних чинників, серед яких є недоліки, притаманні власне фінансовому сектору перехідного

типу, і шоки, які виникають поза фінансовою системою і не можуть бути локалізовані лише зусиллями останньої. Постсоціалістичні країни зорієнтовані на надбання фінансового розвитку розвинених країн, однак, в умовах модифікації фінансової структури діючі моделі останніх перетворилися на своєрідну рухливу ціль, сутність якої постійно змінюється. Це не лише вимагає пристосування транзитивних фінансових систем до новітніх тенденцій, а й визначає потребу в науково-фундаментальному підході до визначення детермінантів і протиріч фінансового розвитку, щоб адекватно коригувати цілі й стратегію фінансового розвитку.

Сучасна економічна теорія не має спільного підходу щодо оцінки загальних закономірностей фінансового розвитку та появи і розвитку різних типів фінансових структур. Не завжди однозначно використовуються ті чи інші терміни та їх тлумачення (наприклад, фінансова стабільність, фінансова відкритість), а деякі базові концепції (насамперед фінансової системи) не лише відрізняються методологічними основами, а й істотно відмінні за своєю суттю. Це зумовлює необхідність постійного теоретичного уточнення використовуваних понять і концепцій та обґрунтування авторських позицій.

Вивчення досвіду становлення і розвитку транзитивних фінансових систем надає унікальну можливість відповісти на фундаментальні питання теорії фінансового розвитку: яким чином відбувається створення фінансових систем і формування їх структури? Які фундаментальні чинники спрямовують фінансовий розвиток? Наскільки відмінності у функціонуванні й рівні розвиненості фінансових систем різних країн визначаються характером функціонування реального сектора економіки і макроекономічними умовами, а наскільки вони задаються розбіжностями в еволюції їх інституціонального середовища, в характері стандартів ринкової поведінки та ефективності дотримання інституціональних норм? Чи існує визначена послідовність розвитку фінансових інститутів і ринків для кожної країни, чи в процесі фінансового розвитку можливо "перестрибнути" певні його стадії? Чи можливо стимулювати економічний розвиток, створюючи сучасну модель фінансової архітектури з самого початку, чи існують певні обмеження на можливості такого вибору?

Перелік скорочень

- IPO – первинна публічна пропозиція (Initial Public Offering)
- БМР – Банк міжнародних розрахунків
- ВВП – валовий внутрішній продукт
- ВНД – валовий національний дохід
- ГАТС – Генеральна угода про торгівлю послугами
- ЄБРР – Європейський банк реконструкції та розвитку
- ЄВС – Європейський валютний Союз
- ЄС – Європейський Союз
- ЄС-10 – такі країни Європейського Союзу, як Болгарія, Естонія, Латвія, Литва, Польща, Румунія, Словаччина, Словенія, Угорщина, Чехія
- ЄС-8 – такі країни Європейського Союзу, як Естонія, Латвія, Литва, Польща, Словаччина, Словенія, Угорщина, Чехія
- ЄЦБ – Європейський центральний банк
- ЛІБОР – Лондонська міжбанківська ставка пропозиції (London Interbank Offered Rate)
- МБРР – Міжнародний банк реконструкції та розвитку
- МВФ – Міжнародний валютний фонд
- НДДКР – науково-дослідні та дослідницько-конструкторські розробки
- ОЕСР – Організація економічного співробітництва та розвитку
- ПІІ – прями іноземні інвестиції
- ПВС – паритет відсоткових ставок
- ПСЕ – Південно-Східна Європа
- ПСЕ-3 – такі країни Південно-Східної Європи, як Болгарія, Хорватія, Румунія
- ПСЕ-5 – такі країни Південно-Східної Європи, як Албанія, Боснія і Герцеговина, Македонія, Сербія, Чорногорія
- САРМ – модель оцінки капітальних активів (Capital Asset Pricing Model)
- СНД – Співдружність Незалежних Держав
- ТНК – транснаціональні корпорації
- ЦСЕ – Центральньо-Східна Європа, включає країни ЦСЕБ і ПСЕ
- ЦСЕБ – Центральньо-Східна Європа і Балтія
- ЮНКТАД – Конференція ООН з торгівлі та розвитку

РОЗДІЛ 1

ТЕОРІЯ І МЕТОДОЛОГІЯ ФІНАНСОВОГО РОЗВИТКУ

1.1. ПАРАДИГМА ФІНАНСОВОГО РОЗВИТКУ

Проблематика *фінансового розвитку* в останні роки стала визнаною темою наукових досліджень, тим не менш говорити про послідовну теорію фінансового розвитку не можна. Найчастіше цією категорією оперують при дослідженні функціонування фінансових систем і визначенні їхнього впливу на економічне зростання [190; 220; 307; 463; 493; 494; 611; 629; 691]. Із контексту існуючих досліджень завжди зрозуміло про що йдеться, але теоретично обґрунтованого і коректного визначення самої категорії жодне дослідження не дає. Тому при дослідженні процесів фінансового розвитку першим постає питання про визначення самого поняття, або концепції фінансового розвитку. Що таке фінансовий розвиток? Чи тотожний він процесам трансформації або реформування фінансового сектора? Чи тут ідеться про характер функціонування фінансової системи? Якщо відповідь на поставлені питання – "ні", то як співвідносяться означені процеси?

Варто звернути увагу на полісемантичність терміну фінансовий розвиток. Його можна трактувати так: 1) зміна функціонального стану фінансової системи (стійка рівновага фінансової системи – фінансова криза); 2) зміна структури фінансової системи ("ринкова" модель – "банківська" модель); 3) перехід від низькорозвиненої до високорозвиненої фінансової системи; 4) зміна кількісних показників функціонування фінансової системи в межах даного її стану чи структури (динаміка обсягів внутрішнього кредитування); 5) перехід від одного якісного стану фінансової

системи до іншого (репресована фінансова система – лібералізована фінансова система); 6) процес поступових змін – реформування фінансової системи; 7) поява нових фінансових продуктів та інститутів; 8) зміна ролі фінансових інститутів у економічній системі і т. д. Зрештою, під фінансовим розвитком можна розуміти еволюцію фінансових відносин в економіці.

Однак було б помилковим зводити поняття фінансового розвитку до будь-якого одного з наведених трактувань. Така полісемантичність доводить, що фінансовий розвиток є ширшим поняттям, ніж зростання кількісних показників фінансової системи або зміна тих чи інших окремих елементів фінансової структури. Але водночас полісемантичність терміну *фінансовий розвиток* відображає різноманітність процесів розвитку, які можна трактувати як еволюцію, рух, процес змін взагалі, або як зміну якості системи, або як динаміку її функціонування. Так, при ретроспективному підході розвитком слід вважати шлях, який проходить фінансова система з моменту своєї появи. Натомість актуалістичний підхід акцентує увагу на дійсності, конкретному існуванні фінансової системи в певний час у визначених умовах і, як наслідок, дозволяє ототожнювати розвиток цієї системи з процесом її функціонування.

1.1.1. ЗМІСТ ПРОЦЕСУ ФІНАНСОВОГО РОЗВИТКУ

Фінансовий розвиток як зміна якісного стану фінансової системи. У теорії розвитку під розвитком розуміють незворотну, спрямовану й закономірну зміну об'єкта. Лише одночасна наявність усіх трьох властивостей виокремлює процеси розвитку серед інших змін: зворотність змін характеризує процеси функціонування – циклічне відтворення постійної системи функцій; відсутність закономірності характерна для випадкових процесів катастрофічного типу; за відсутності спрямованості зміни не можуть накопичуватися, й тому процес втрачає характерну для розвитку єдину, внутрішньо взаємопов'язану лінію [152, с. 561]. Результатом розвитку є поява нового якісного стану об'єкта.

На аспекті якісних змін характеристик системи базується й концепція економічного розвитку, яка чітко відмежовує кількісні і якісні перетворення у процесі руху економічної системи. Як підкреслював у своїй відомій праці "Теорія економічного розвитку"

Й. Шумпетер, звичайне зростання економіки, яке полягає у збільшенні населення і багатства, не є процесом розвитку. Воно не породжує нові у якісному відношенні явища, а лише дає поштовх процесам їх пристосування, подібно до того, як це відбувається при зміні природних показників [178, с. 154]. При визначенні економічного розвитку до уваги береться насамперед зміна якісного стану економічної системи, а також враховується його прогресивний характер – рух по висхідній. У другій половині ХХ ст. поширення набула точка зору, згідно з якою під економічним розвитком розуміють структурні зміни, зумовлені зростанням добробуту й доходу на душу населення. Так, М. Шніцер визначає економічний розвиток, як процес збільшення реального обсягу виробництва, з одночасним урізноманітненням різновидів продукції порівняно з тими, що випускалися раніше, а також включає зміну технологічних і організаційних механізмів, завдяки яким продукція виробляється і розподіляється [176, с. 322–323]. Р. Дорнбуш і С. Фішер пов'язують економічний розвиток із тривалістю зростання економічного добробуту населення, підкреслюючи, що він відбувається внаслідок накопичення факторів виробництва (включаючи і людський капітал) за умов стабільності економічної та політичної систем і вимірюється за допомогою багатьох економічних показників, серед яких – реальний ВВП на душу населення (головний показник), стан здоров'я населення, грамотність і тривалість життя [42, с. 718; 727]. А. Філіпенко розглядає економічний розвиток як якісне економічне зростання з глибокими структурними змінами у відносинах власності, в системі суспільного поділу праці й зайнятості, в політиці доходів та соціальній сфері тощо. При цьому наголошується, що "більш конкретним є визначення економічного розвитку як однієї з фаз економічної еволюції, що збігається зі стадією прогресу... Такий розвиток слід розуміти як багатовимірний процес, що охоплює глибоку модернізацію та переорієнтацію всієї економічної і соціальної системи" [160, с. 60–61]. Незважаючи на розмаїття визначень поняття *економічний розвиток*, представлених у літературі, саме такий "якісно-детермінований" погляд на економічний розвиток присутній у багатьох роботах закордонних і вітчизняних авторів [10, с. 285; 161, с. 6–16; 50, с. 67; 205, р. 177; 647, р. 17]. Подібний підхід чітко виявляє себе у контексті сучасних досліджень економіки розвитку. Зауважимо, що перехід від кількісних (збільшення

реального доходу на одну особу як бажана мета) до якісних (доповнення кількісної мети розвитку такими елементами як подолання бідності і нерівності) вимірів характеризує її еволюцію самого предмета економіки розвитку [85, с. 105–107]. М. Тодаро і С. Сміт під розвитком розуміють багатовимірний процес, що містить як основні зміни у соціальній структурі, загальнопоширених уподобаннях і національних інститутах, так і прискорення економічного росту, зменшення нерівності та усунення бідності [647, р. 17].

Трактування фінансового розвитку є дискусійним. У найпростішому розумінні фінансовий розвиток сприймається як процес удосконалення фінансових функцій ринків і посередників [493, р. 869–870]. У ширшому плані він позначається як процес розвитку здорової і стійкої фінансової системи, збільшення обсягу і частки фінансових активів порівняно з матеріально-виробничою сферою, усе більш глибокого проникнення фінансових відносин у тканину життя суспільства [134, с. 113]. Найближчий поняттєвий аналог фінансового розвитку – концепція фінансового поглиблення (*financial deepening*). Фінансове поглиблення трактується як процес розвитку та ускладнення фінансового сектора, який проявляється у зростанні кількості й видів фінансових інститутів, фондів інструментів, послуг, що надаються на ринках капіталів, в ускладненні інфраструктури, глобалізації ринків тощо [134, с. 113]. Іноді під ним розуміють зростання частки фінансових активів у національному багатстві, яке пов'язане із зростанням ролі фінансового посередництва в акумуляції і розміщенні ресурсів [56, с. 280]. І багато сучасних дослідників [224; 280; 307; 465; 503; 650; 690] використовують термін *фінансовий розвиток*, говорячи про специфіку фінансового поглиблення, по суті, використовуючи ці терміни як взаємозамінні. Відповідно до такого розуміння виокремлюють і стадії фінансового розвитку. Згідно з Х. Піллом і М. Прадханом, таких стадій три – фінансово репресована економіка, внутрішньо лібералізована економіка і міжнародно лібералізована економіка [553].

У літературі представлена також точка зору, за якої ці терміни мають різне смислове наповнення. А. Ебіад, Н. Умс і К. Уеда вважають, що фінансове поглиблення стосується доступу до фінансових ресурсів, тоді як фінансовий розвиток охоплює удосконалення у функціонуванні фінансової системи. Останній включає збільшення доступу до фінансового посередництва, більші можли-

вості для диверсифікації, покращення якості інформації, кращі стимули для розсудливого кредитування і моніторингу [187, р. 3]. Р. Таунсенд і К. Уеда розглядають фінансове поглиблення як перехідний феномен у переміщенні економіки до стійкого стану [650].

Однак і перший, і другий підходи потребують, на наш погляд, певного коригування. Процес фінансового розвитку не є простим поступальним розвитком, коли якісна трансформація та удосконалення фінансової системи досягається автоматично. Дослідження фінансового розвитку впродовж ХХ ст. показує, що в 1913 р. багато країн були фінансово більш розвинені, ніж у 1980 р. Рівень фінансового розвитку різко знизився після 1929 р., досягши свого найнижчого значення близько 1980 р. З того часу розпочалося відродження фінансових ринків, але лише у 90-х рр. їх розвиток перевищив рівень 1913 р. [571, р. 3]. Це свідчить, що фінансовий розвиток – результат складної взаємодії багатьох різноспрямованих процесів: загальна висхідна лінія прогресивних змін переплітається зі змінами, які утворюють екстенсивні напрями розвитку. Отже, фінансовий розвиток реалізується через три головні форми якісних змін, які характеризують розвиток будь-якого системного об'єкта. Розвиток, або еволюція в широкому сенсі, може привести до ускладнення, диференціації, підвищення рівня організації системи (прогресивний розвиток) або ж, навпаки, до зниження цього рівня, до переходу системи в інший якісний стан меншого ступеня складності (регресивний розвиток); можлива також еволюція при збереженні загального рівня організації системи (розвиток в одній площині, або одноплщинний розвиток) [88, с. 31, 342–348; 153, с. 786]. Урахування різноспрямованих видів змін у процесі історичного розвитку фінансової системи надає можливість більш чітко визначити її концепцію фінансового розвитку.

Прогресивний напрямок фінансового розвитку відзначається ускладненням фінансової системи, підвищенням рівня її організації, за якого збільшується різноманітність елементів, функцій та інших її характеристик – зростає фінансове поглиблення, збільшується кількість і якість фінансових послуг, розширюється доступ до них тощо. Про прогрес можна говорити стосовно як фінансової системи в цілому, так і її окремих компонентів, структури та інших параметрів. Зміни ступеня складності фінансової системи охоплюють ускладнення її властивостей (зокрема, функцій)

як цілого, її внутрішньої структури; зміни ступеня її цілісності (інтегрованості), а також більш складні закони її функціонування, більш складні форми поведінки фінансової системи та її компонентів. За прогресивного розвитку фінансової системи неефективні прояви її структурної або функціональної спеціалізації долаються шляхом заміни одного напрямку спеціалізації іншим (переспеціалізація), компенсуються формуванням більш складних форм поведінки її учасників, які забезпечують швидше пристосування фінансової системи до зміни умов середовища.

Характерною ознакою прогресивного фінансового розвитку є закономірність універсалізації, яка ставить тенденцію до спеціалізації у підпорядковане положення. Особливість універсалізації – формування структур і функцій, що утворюють основу подальшого розвитку фінансової системи в різних напрямках. В еволюції фінансової системи це, по-перше, проявляється у зміні й розширенні її функцій, їх інтенсифікації та універсалізації, усуненні диспропорцій між окремими сегментами фінансової системи; по-друге, полягає в об'єднанні (інтеграції) спеціалізованих фінансових інститутів і фрагментованих ринків у цілісну, ефективно функціонуючу систему. У результаті фінансова система отримує необхідну мультифункціональність і різноманітність структур при більш високій ефективності й удосконаленні кожної з них, отже, нові можливості висхідного розвитку. В останні 30 років тенденція до універсалізації базується на трьох важливих процесах – фінансовій глобалізації, видозміні посередницької функції банків і небанківських фінансових інститутів, посиленні процесу фінансових інновацій.

Однак прогресивний розвиток фінансової системи навіть зі зрілими ринками не може реалізувати всіх можливостей висхідного фінансового розвитку. На кожному етапі він наштовхується на певні обмеження, що задаються внутрішніми й зовнішніми чинниками. В основі цих обмежень – необхідність підтримувати оптимальний ступінь складності фінансової системи, який забезпечує ефективність виконання нею визначених функцій у конкретних і завжди заданих умовах економічного та інституціонального середовища. На кожному етапі розвитку удосконалюються лише ті складові фінансової системи, які найбільш необхідні в даному середовищі. Важливе значення при цьому мають внутрішні передумови (можливості), що зумовлені історично сформованою організацією національної фінансової системи. Це ви-

значає нерівномірність фінансового розвитку в цілому, викликає частковий регрес окремих структурних компонентів фінансової системи, прояви "одноплосинного розвитку" тощо.

"Одноплосинний розвиток" характеризується частковим удосконаленням фінансової системи шляхом модифікації деяких її компонентів і зв'язків. Він не змінює рівня організації фінансової системи, а зберігає можливості її розвитку, рівноцінні вихідним. Частковим випадком такої форми розвитку виступає підвищення спеціалізації фінансових інститутів, яке відбиває однобічну інтенсифікацію й удосконалення якої-небудь однієї конкретної функції або структури фінансової системи. Тенденція повернення до моделі спеціалізованих фінансових інститутів, зокрема, через структурну і функціональну перебудову діяльності банків [354; 548], чітко виявилася у ХХ ст., особливо в розвитку "ринкової" моделі фінансової системи¹. Найбільш поширена його загальносистемна форма – реформування фінансової системи, коли відбувається коригування окремих її елементів, спрямоване на підвищення ефективності функціонування старої системи без зміни її основ². Таке реформування реалізується, як правило, на трьох рівнях: макро (політика), мезо (інфраструктура) і мікро (фінансові установи). Найчастіше – це зміна системи регулювання й мінімізація політичного втручання у функціонування інститутів фінансового сектора. Нововведення, які запроваджуються при реформуванні фінансової системи не торкаються основних компонентів системи, не потребують істотних її перетворень і формування принци-

¹ Універсальна банківська справа з'явилася 1822 р. у Бельгії і на початок ХХ ст. панувала майже в усіх країнах. Через кризу 1929–1931 рр. у ряді країн відбулося законодавче відокремлення інвестиційної банківської справи від комерційної (Канада, Франція, Італія тощо). Найбільш жорсткі регуляторні норми були запроваджені у США. Універсальна банківська справа знову набула поширення з середини 60-х рр. ХХ ст. На початок 80-х рр. усі основні європейські країни запровадили обмежену або необмежену форми універсальної банківської діяльності. Введенням в ЄС єдиної банківської ліцензії (Друга банківська координаційна директива 1988 р.) остаточно усунуто обмеження на діяльність банків. У "ринкових" фінансових системах "спеціалізована" модель існувала до кінця ХХ ст.

² У точному розумінні слова реформування – це перетворення або перебудова будь-якої системи, яке не порушує основ існуючої структури й охоплює нововведення будь-якого змісту [153, с. 580].

пово нових властивостей. Проте і в теорії, і на практиці під реформуванням фінансового сектора (принаймні у країнах з ринками, що формуються) часто розуміють саме перетворення і створення фінансової системи, яка отримує нову, більш високу якість і з погляду структури, і з погляду функціонування, тобто фактично трактують його як висхідний фінансовий розвиток.

"Одноплосинний розвиток" є зазвичай наслідком прогресивного фінансового розвитку й тісно пов'язаний з фінансовою нестабільністю. Фінансові кризи й фінансові крахи, як засвідчує світова історія, майже завжди приводять до фінансових реформ і посилення спеціалізації фінансових інститутів. Це сталося, зокрема, в період Великої депресії 30-х рр. XX ст. Глобальна фінансова криза 2008–2009 рр. викликала паралельні процеси в напрямі реформування міжнародної фінансової архітектури. Його сутність – посилення міжнародного регулювання. Відповідно до нашого підходу, можна очікувати також появу тенденції до посилення спеціалізації фінансових інститутів. Криза, яка виявила дефекти в ключових характеристиках поточної глобальної архітектури, забезпечує унікальну можливість виправити їх [585]. "Одноплосинний розвиток" може зберігатися впродовж тривалого часу, однак можливості фінансової системи до подальшого розвитку – варіюють. У одних випадках вони можуть залишатися достатньо широкими, в інших – вони звужуються через зростаючу спеціалізацію. Так, вузька спеціалізація комерційних банків США в період 1933–1999 рр. уповільнила розвиток банківської справи у країні і призвела до втрати міжнародної конкурентоспроможності національної банківської системи.

Специфіку регресу як форми фінансового розвитку складають зміни, що ведуть до втрати здатності фінансової системи виконувати ті або інші необхідні функції, до загального спрощення й виродження її системної якості (загальний регрес). Більш часто спостерігаються процеси, що характеризуються моментами застою, повернення до застарілих неефективних форм і структур. До цієї форми розвитку належить також розвиток у напрямі зменшення деяких елементів системи при прогресивному розвитку інших (частковий регрес). Розвиток, що набуває форми відносно повного зникнення структур, у тому числі й тих, що забезпечують необхідну універсальність і перспективність розвитку фінансової системи, фактично виступає напрямом розвитку "назад".

Його можна розглядати як зниження рівня організації фінансової системи, яке обмежує можливості фінансового розвитку, тим більше, якщо регресивні тенденції поширюються на усю систему. Така еволюція не є поверненням до вихідного рівня розвиненості фінансової системи. Найбільш показовий приклад – фінансовий розвиток у планово-централізованій економіці, коли фінансова система була обмежена банківською системою і слугувала як засіб зберігання заощаджень домогосподарств; засіб розподілу капіталу між підприємствами згідно з централізованим планом; а також функціонувала як система платежів. Як показує досвід соціалістичних країн, при нерегульованому нарощуванні спеціалізації (втіленій в обмеженість спектра і функцій фінансових установ) фінансова система може стати настільки однобічно пристосованою до умов сьогодення, що втрачає можливості розвитку в інших напрямках і практично позбавляється здатності до розвитку.

Частковий регрес відіграє різну роль у фінансовому розвитку: іноді він є необхідною умовою підвищення рівня організації фінансової системи, іноді – розвитку спеціалізації. За таких умов однобічний прогрес окремих властивостей фінансової системи може забезпечувати їй економічність і навіть конкурентоспроможність, але лише в обмежених межах. Так, ефективний розвиток універсальної банківської діяльності у фінансових системах з "банківською" фінансовою структурою (Німеччина, Японія, Франція, Італія тощо) впродовж XX ст. спостерігався поряд з нерозвиненістю фондових ринків у відповідних країнах. У цьому сенсі результати регресивних змін у фінансовій системі не відрізняються від вузької спеціалізації.

Якщо у процес фінансового розвитку включити і прогресивні, і регресивні якісні зміни, та "одноплосинний розвиток", то навряд чи можливо буде абсолютизувати прогресивні зміни, визнаючи їх єдиною формою розвитку фінансової системи завжди і за будь-яких умов. Це означає, що фінансовий розвиток виступає ширшою концепцією, ніж фінансове поглиблення, і включає останнє лише як одну з форм розвитку фінансової системи. Аналогічним чином ототожнення фінансового розвитку й реформування фінансового сектора не має під собою підстав – ці поняття хоч і тісно пов'язані між собою, але не еквівалентні, оскільки відображають різні процеси. Тому трактування фінансового розвитку як фінансового поглиблення або як реформування фінансового сектора, по суті, зводить фінансовий розвиток до однієї з його форм.

Існування різних форм фінансового розвитку вказує на суперечливість фінансового розвитку як об'єктивного процесу: означені форми змін хоч і можуть розглядатися як три окремі види руху фінансової системи у процесі її історичної еволюції, насправді не є самостійними, точніше, їхня самостійність відносна. *Перше* – між ними існує складний багатобічний зв'язок, коли окремі регресивні зміни можуть відбуватися в рамках загального висхідного фінансового розвитку; при нарощуванні регресивних змін фінансової системи у цілому окремі її складові можуть зберігати прогресивний напрямок розвитку; ускладнення одних властивостей фінансової системи може бути пов'язане зі спрощенням інших її властивостей. Так, перехід від банківських до небанківських форм фінансового посередництва веде до спрощення функцій банків, але водночас свідчить про фінансову диверсифікацію економіки, оскільки банківські депозити й кредити є традиційною формою заощадження і фінансування у багатьох країнах. Тому об'єктивно не буває ні "чистого" ускладнення, ні "чистого" спрощення. Стан інтегрального прогресу фінансової системи як цілого передбачає водночас як локальний прогрес (прогрес окремих елементів), так і локальний регрес (регрес інших елементів). *Друге* – кожний із напрямів фінансового розвитку певною мірою має не абсолютне, а відносне значення. Оскільки цілі та умови, у світлі яких оцінюється фінансовий розвиток, самі змінюються у ході еволюції фінансової системи, то відповідні оцінки можуть мати однобічний і необ'єктивний характер. Це означає, що визначення прогресивних чи регресивних змін має сенс лише стосовно певного історичного процесу змін у строго визначеній системі відліку. Скажімо, порівняння розвитку соціалістичної і капіталістичної фінансових систем не буде коректним з погляду оцінювання їхнього порівняльного прогресу, тоді як аналіз напряму розвитку фінансових систем у період трансформації покаже прогресивний чи ні характер вони мають. *Третє* – між цими формами змін існує субординаційний взаємозв'язок, який виражається у тому, що прогресивний розвиток фінансової системи домінує над двома іншими видами змін, які є лише умовою й наслідком висхідного фінансового розвитку. Як правило, перехід від однієї форми розвитку до іншої пов'язаний з однобічним удосконаленням фінансової системи, її пристосуванням до зміни умов зовнішнього середовища. Тому справедливо говорити не про три різних

за характером і напрямом види змін у фінансовій системі, а про фінансовий розвиток у цілому, який включає в себе як свої моменти дві інші форми змін, котрі виступають лише як фази фінансового розвитку, а не самостійні його напрями.

Виходячи з такого розуміння розвитку, *фінансовий розвиток слід визначити як процес якісних перетворень у ході історичної еволюції фінансової системи. Як історичний процес він характеризується ускладненням законів її функціонування й появою нових її властивостей, зокрема, накопиченням структур і функцій більш широкого або універсального характеру, які збільшують відносну незалежність фінансової системи від середовища, підвищують рівень її організації і розширюють стратегічні можливості її розвитку в майбутньому.* За своїм характером фінансовий розвиток є різнобічним і містить різноманітні якісні зміни: у межах висхідного розвитку фінансової системи взаємодіють протилежні, але взаємопов'язані тенденції – спеціалізація та універсалізація, регрес і "одноплщинний розвиток", кожна з яких впливає на інші, зазнає на собі зворотних впливів і тим самим створює передумови для визначеного характеру напряму розвитку фінансової системи.

Фінансовий розвиток як рух фінансової системи. У літературі з дослідження розвитку фінансових систем широке поширення отримав підхід, в межах якого фінансовий розвиток сприймається як рух – динаміка фінансової системи, яка відображає зміну не стільки якісних, скільки кількісних параметрів її функціонування. У даному разі використання терміну *фінансовий розвиток*, як правило, синонімічне процесу розвитку інститутів, які полегшують доступ до зовнішнього фінансування [442, р. 6], і досить часто дослідження фінансового розвитку обмежуються аналізом тих або інших агрегованих показників чи характеристик функціонування фінансової системи. У зв'язку з цим постає питання про співвідношення між процесами розвитку й процесами функціонування фінансової системи.

Теоретично закони функціонування відображають і реалізують момент покою, стійкості в русі системи, а закони розвитку відображають змінюваність тієї ж системи, незворотність і кумулятивність змін, які відбуваються у ній. Це не означає, що функціонування будь-якої системи пов'язане з наявністю різноманітних функціональних змін у ній. Однак такий рід змін – за визна-

ченням – мають зворотний характер і не ведуть до виникнення в системі принципово нових конституюючих ознак. Отже, якщо процес функціонування фінансової системи можна охарактеризувати як такий, де зміни носять переважно зворотний характер і структура фінансової системи залишається відносно стійкою і незмінною, то процес фінансового розвитку характеризується глибокими перетвореннями фінансової системи, відносно незворотними змінами її структури й самого механізму функціонування.

У загальному випадку процес руху фінансової системи передбачає перехід її від одного стану до іншого. Такий перехід означає, що у фінансовій системі з'являються і зникають нові властивості, зв'язки, елементи – установи, послуги, інструменти, функції тощо. Цей перехід означає також, що зміни стосуються не лише якісних параметрів фінансової системи, а й кількісних – обсягів кредитування, депозитів, капіталізації фінансових ринків та інститутів, кількості установ тощо. Проте навряд чи можна говорити про існування "чистих", суто кількісних процесів у функціонуванні фінансової системи. Будь-яка зміна її кількісних характеристик є у певному відношенні якісною й супроводжується появою або зникненням властивостей фінансової системи. Приклади, які можна навести для доказу існування кількісних змін без якісних, фактично представляють собою абстракцію, відокремлення даного процесу від іншого, ширшого і глибшого процесу якісного перетворення фінансової системи (тобто фінансового розвитку), кількісною стороною якого вони в дійсності є. Приміром, збільшення корпоративного фінансування через випуск акцій (кількісні зміни рівня ринкової капіталізації) може бути представлено як окрема сторона зміни моделі фінансової системи (перехід від "банківської" до "ринкової") або більш глобального процесу зміни моделі фінансування економіки, тобто як фінансовий розвиток у наведеному раніше розумінні. Це вказує на те, що процеси функціонування й розвитку фінансової системи є взаємно обумовленими. Причина одна – процеси фінансового розвитку існують і діють не самі по собі, а реалізуються лише через функціонування фінансової системи.

Ця внутрішня протилежність і взаємна обумовленість процесів функціонування й розвитку фінансової системи проявляються в подвійності руху фінансової системи. З одного боку, він характеризується динамічністю функціонального стану фінансової систе-

ми, втіленою в постійній рухомості, внутрішній активності її елементів, флюктуативності її параметрів у рамках відносної незмінності структури – змінюються напрями та обсяги фінансових потоків, з'являються одні фінансові інститути (банки, страхові компанії, інвестиційні фонди тощо) і банкрутують інші, коливаються відсоткові ставки й ціни на фінансові активи тощо (процес функціонування). З іншого боку, рух фінансової системи характеризується зміною ступеня складності властивостей (зокрема функцій) фінансової системи як цілого, якісними перетвореннями її внутрішньої структури – з'являються нові види фінансових продуктів і послуг, нові фінансові технології, нові типи фінансових інститутів тощо (процес розвитку).

З методологічного погляду це доводить, що можливість достатнього повного дослідження фінансового розвитку істотно залежить від повноти знання механізмів функціонування фінансової системи. Очевидно, що говорити про фінансовий розвиток беззмислово, доки не з'ясовано, що таке фінансова система, в чому полягають її основні характеристики і структурні елементи, як вони пов'язані між собою, яким чином діє механізм її функціонування. Тому дослідження фінансового розвитку потребує вивчення законів і механізмів функціонування фінансової системи, й лише на основі цього з'являється можливість визначити власне закономірності фінансового розвитку. Водночас для більш глибокого розуміння закономірностей функціонування фінансової системи слід розглядати їх як результат процесів її розвитку. За такого підходу закономірності фінансового розвитку стають вихідним пунктом для розуміння механізмів і процесів функціонування фінансової системи.

Такий підхід до співвідношення динаміки функціонування фінансової системи й фінансового розвитку може бути також виражений наступним чином. Якщо підходити до аналізу фінансової системи інтегрально, розглядати її як певну цілісність, слід позначити всю сукупність процесів у ній як розвиток. У такому разі всі зміни, що відбуваються у фінансовій системі (і мають як якісну визначеність, так і лише кількісні характеристики), повинні розглядатися в єдності, у взаємозв'язку, як щось цілісне. Тоді *фінансовий розвиток досить логічно визначити як інтегральну єдність процесів якісних і кількісних змін, які відбуваються у фінансовій системі під час її функціонування та еволюції.*

Системність фінансового розвитку. Означені характеристики фінансового розвитку свідчать, що він має багатоаспектний характер, і до нього не можна без застережень застосовувати формально-логічні співвідношення понять. Конкретно-загальне розуміння фінансового розвитку може бути вироблене лише на основі інтегрального підходу. Ми виходимо з того, що фінансовий розвиток, або розвиток фінансової системи, можна трактувати у вузькому й широкому розумінні. У першому випадку – як процес зміни якісного стану фінансової системи, у другому – як сукупність процесу змін у фінансовій системі взагалі, включаючи і динаміку її функціонування. Така багатоаспектність фінансового розвитку відображає його системний характер.

Системність фінансового розвитку слід розуміти подвійно. По-перше, проблема фінансового розвитку – це насамперед проблема розвитку фінансової системи як цілісності. Фінансова система є складною системною організацією (системою) інших об'єктів (суб'єктних компонентів, фінансових підсистем). Отже, фінансовий розвиток виступає системно-цілісним процесом і має розглядатися у взаємозв'язку із супутніми перетвореннями організації та функціонування всієї фінансової системи, де той чи інший процес змін окремих її складових – фінансових інститутів, ринків, сегментів фінансової системи тощо – представляє собою частковий випадок загальносистемних перетворень. По-друге, системність фінансового розвитку можна інтерпретувати так: оскільки процес розвитку будь-якої відносно самостійної підсистеми фінансової системи (наприклад, банківського сектора чи фондового сегмента) здійснюється на самостійній основі – під впливом внутрішньо притаманних їй протиріч, факторів та умов функціонування (саморух), специфічних закономірностей відтворення й перебудови її організації (самоорганізація), – то розвиток фінансової системи в цілому є водночас і системою співпорядкованих рухів її окремих сегментів (підсистем).

Якщо виходити з детермінуючого значення принципу цілісності як фундаментальної риси організації складних систем, коли властивості й потреби цілого відіграють роль найважливіших чинників розвитку, то саме структура та організація фінансової системи як цілісності виступають загальним детермінантом фінансового розвитку. У цьому сенсі при аналізі фінансового розвитку важливо враховувати ступені організації фінансової систе-

ми, або її структурні рівні, котрі знаходяться між собою у відношенні органічної цілісності³. Властивості цілісності фінансової системи пов'язані з процесом об'єднання у єдине ціле її різномірних компонентів та елементів і підпорядкування їх цілому на основі внутрішньо- і міжсистемних зв'язків і взаємодій, отже, можуть бути розкриті через характеристики її інтегрованості⁴. Інтегрованість системи відбиває взаємозв'язок принципів розвитку і системності: ступінь інтеграції є критерієм розвиненості системи (у теорії розвитку) і ознакою підвищення рівня її цілісності та організованості (у теорії систем).

Інтегрованість фінансової системи може бути визначена через консолідацію (дефрагментацію) фінансових ринків, усунення бар'єрів для фінансових потоків між ними, скасування обмежень на фінансову діяльність, які ведуть до розвитку множинних зв'язків і взаємодій між різними секторами і ринками фінансової системи, збільшення їх обсягу та інтенсивності, результатом чого є підвищення рівня організованості фінансової системи в цілому, взаємозалежності і впорядкованості функціонування її складових. Це показує, що інтегрованість (цілісність) фінансової системи виступає найбільш загальною ознакою фінансового розвитку, а ступінь інтегрованості або, навпаки, сегментованості (фрагментованості) фінансової системи (національної або міжнародної) відображає ступінь її розвине-

³ Для розвиненої органічної цілісності характерна така загальна сукупність ознак: 1) порівняно високий (у межах даного класу) розвиток певного комплексу внутрішніх взаємодій, зв'язків і відносин та їх диференціація. Унаслідок цього ціле більш суттєво, ніж при інших типах цілісності, видозмінює властивості основних елементів; 2) розвиток внутрішніх для даної системи зворотних зв'язків; 3) відношення цілого до елементів як основний тип відносин цілісності; провідна роль цілого щодо основних елементів і підсистем (окрім тих, що відповідають ознаці 5); 4) автономізація й відносне зростання ролі диференційованих підсистем і навіть основних елементів; 5) істотна концентрація функцій у спеціалізованих підсистемах, зокрема функцій управління, тобто функцій центрального безпосереднього організатора [75, с. 145–146, 154–155].

⁴ З погляду процесу розвитку, інтеграція в межах усталеної системи веде до підвищення рівня її цілісності і організованості. У ході процесів інтеграції в системі зростає обсяг та інтенсивність взаємозв'язків і взаємодій між елементами, зокрема, з'являються нові рівні управління. Однак при цьому окремі складові інтегрованого цілого можуть мати різний ступінь автономності [153, с. 210].

ності. Так, фрагментованість і сегментованість фінансових ринків будуть засвідчувати низький рівень розвиненості фінансової системи, а інтегрованість – високий. У такому разі, *фінансовий розвиток у найбільш загальному розумінні можна визначити як підвищення інтегрованості (цілісності) фінансової системи.*

Таким чином, якщо розглядати фінансовий розвиток з погляду перетворень організації фінансової системи, то сутність його може бути розкрита на основі різних критеріїв: зміни ступеня складності фінансової системи (критерій ускладнення), переходу від нижчої до нової вищої її якості (критерій прогресу), зміни рівня інтегрованості (критерій цілісності). Звернімо увагу, що такий підхід не заперечує необхідності виділення тих чи інших аспектів, сторін розвитку фінансової системи в цілому та її окремих сегментів, тобто дає можливість розглядати фінансовий розвиток як множину відносно самостійних процесів.

1.1.2. СТРУКТУРОВАНІСТЬ ФІНАНСОВОГО РОЗВИТКУ

Системність фінансового розвитку дозволяє відзначити такий аспект як структурованість самого процесу розвитку фінансової системи – його багаторівневність, різноспрямованість, фрактальність, етапність, стійкість, мікро- (на рівні окремих підсистем) і макродинаміку (на рівні фінансової системи в цілому) тощо. Розвиток конкретної фінансової системи може відбуватися на самостійній основі або шляхом запозичення інститутів, притаманних фінансовим системам, що перебувають на вищій стадії розвитку. Враховуючи сказане, концепція фінансового розвитку може бути визначена за допомогою загальних характеристик, які характеризують процес змін фінансової системи й визначають рівень її розвиненості. У широкому сенсі дослідження фінансового розвитку охоплює такі основні складові:

- функціональний аспект розвитку фінансових систем (розвиток функцій як фінансової системи, так і фінансових посередників та інших фінансових установ);
- структурно-організаційний аспект (визначення складу й будови фінансової системи, або взаємодії її елементів, фінансової структури);

- інституціональний аспект (утворення й розвиток інституціонального середовища, в якому діють суб'єкти фінансової системи);
- спрямованість фінансового розвитку;
- історизм фінансового розвитку (еволюція, зміна його в часі).

На нашу думку, ці характеристики розвитку фінансової системи виступають як логічні оператори в дослідженні фінансового розвитку. Така концепція дозволяє не лише розглядати процес розвитку фінансової системи як цілісної системи, а й виділяти основні якісні характеристики і ступені розвитку цього процесу.

Функціональний аспект фінансового розвитку. Під функціональним аспектом фінансового розвитку ми розуміємо характер, формування і розвиток функцій фінансової системи та її складових. Виокремлення даного аспекту базується на двох вихідних передумовах. По-перше, функції фінансової системи мають більш стабільний характер, ніж її інститути. Це означає, що функції фінансової системи з часом змінюються меншою мірою і в цілому не надто відрізняються між країнами [16, с. 64]. По-друге, форма й організація фінансових інститутів і, навіть ширше, – підсистем фінансової системи (банківського сектора, фондового ринку, страхової системи тощо) – логічно витікають із їх функцій. Наявність тих чи інших конкретних функцій фінансових інститутів (секторів) визначає й роль (службове призначення), яку ці інститути (сектори) відіграють для задоволення потреб економіки. Розширення чи звуження функцій визначених фінансових інститутів (секторів) змінює їхню роль як у фінансовій системі, так і в економіці в цілому, і задає модель фінансової системи країни.

Початкові функції фінансової системи пов'язані з діяльністю фінансових посередників, це, зокрема, монетарна (грошова) і посередницька функції та функція трансформації. Завдяки їх виконанню фінансова система забезпечує просторовий і міжчасовий розподіл і переміщення фінансових ресурсів у економіці через систему відповідних механізмів. У міру розвитку фінансової системи і характер, і кількість її функцій змінюється. Виникають такі важливі функції, як управління ризиками, моніторинг корпоративного управління, здійснення платежів, накопичення й надання інформації тощо. Зрушення у структурі попиту на фінансові послуги та інновації у фінансовій сфері – основне джерело цих

змін. Скажімо, торгівля ризиками стала можливою лише після розвитку ф'ючерсних ринків, а виникнення ринків опціонів і кредитних похідних істотно її модифікувало. Фінансові інновації й пов'язана з ними конкуренція серед фінансових інститутів розширюють функціональні можливості фінансової системи і, в кінцевому результаті, ведуть до підвищення ефективності її функціонування і зміни ролі в економіці.

Характерна відмінність дослідження функціонального аспекту фінансового розвитку полягає у його двійчастому характері. З одного боку, функції фінансової системи визначаються неподільністю функціонування складових фінансової системи та її ролі як цілісної системи. Це надає можливість для якісно відмінного – цілісного трактування функцій фінансової системи. У завершеному вигляді такого роду функціональний аналіз фінансової системи представлений у працях Р. Мертоні і З. Боді, які реалізують певною мірою новий погляд на функції фінансової системи [518, р. 3–31; 16, с. 64–74]. З іншого боку, функціональний аспект фінансового розвитку не може абстрагуватися від інституціональних характеристик фінансової системи, оскільки функції не є відокремленими від фінансових установ і реалізуються через функціонування останніх.

Структурно-організаційний аспект фінансового розвитку. Вихідна основа даного підходу зумовлена тим, що структура та організація фінансової системи виступають, як вже зазначалося, направляючим фактором характеру її розвитку. Структура фінансової системи відображає істотні й необхідні зв'язки компонентів, з яких вона складається і які забезпечують її цілісність та збереження основних властивостей за внутрішніх і зовнішніх змін. Організація включає як структурні, так і динамічні характеристики фінансової системи, які відображають диференційованість її частин, їх функціонування і поведінку. Та або інша організація фінансової системи характеризує загальну модель цієї системи і моделі її секторів, насамперед банківського і фондового, модель корпоративного фінансування в економіці. Відповідно, структура і спосіб організації фінансової системи впливають як на характер її функціонування, так і на її подальший розвиток. Це означає, що аналіз механізмів фінансового розвитку потребує визначення як структури фінансової системи, так і її внутрішньої

будови (організації) і функціонування. Такий аналіз є необхідним і для визначення критеріїв, які дозволяють реалізувати кількісний підхід до вивчення процесів фінансового розвитку.

Аналіз структури та організації фінансової системи – відносно самостійний аспект дослідження фінансового розвитку. Вивчення структури фінансової системи, порівняльний аналіз організації фінансових систем різних країн, дозволяють виявити їх спільні риси, відокремити випадкове від необхідного й закономірного в розвитку національних фінансових систем.

На загальному рівні дослідження структурно-організаційного аспекту фінансового розвитку охоплює: 1) визначення власне структури фінансової системи – визначення основних структурних компонентів фінансової системи, зв'язків між ними, співвідношення між ними і ролі в економічній системі в цілому (які відображають рівень інтегрованості фінансової системи); 2) визначення фінансової архітектури – будови фінансової системи, організації її ринків та інститутів, їхніх функцій та відповідних інструментів і умов контрактів, співвідношення яких визначає модель фінансової системи.

На більш конкретному рівні структурно-організаційний аспект фінансового розвитку доповнюється і розкривається через дослідження: фінансової ринкової структури, яка відображає рівень концентрації фінансових ринків і ступінь конкуренції у фінансовій системі (конкурентна чи олігополістична фінансова структура); розподілу інститутів фінансового сектора за формами власності; природи й рівня лібералізованості фінансової системи і ступеня її відкритості до міжнародного руху капіталу тощо. Необхідним елементом аналізу виступає і притаманна тій чи іншій фінансовій системі визначена вартісна (грошово-фінансова) структура, яка відображає співвідношення цін на фінансові активи й послуги, доходів і витрат фінансових посередників, структуру їхніх балансів, структуру депозиторів і позичальників фінансової системи і, відповідно, фінансових потоків в економіці. І якщо в межах конкретної економіки власне організаційна структура фінансової системи залишається відносно сталою протягом певного часу, то ринкова і вартісна структури останньої характеризуються динамічністю, змінюваністю, оскільки вони безпосередньо пов'язані з процесом економічного відтворення.

Одна з проблем при дослідженні структурно-організаційного аспекту фінансового розвитку спричинена тим, що фінансові установи у просторі і в часі – не є однотипними. Фінансові інститути різних країн відрізняються між собою внаслідок відмінностей у розмірах економік і характері економічної структури, різного рівня складності та доступності використовуваних технологій, розбіжності політичного, культурного та історичного розвитку держав. Водночас характерною ознакою фінансового розвитку є трансформація фінансових інститутів у процесі розвитку. Наслідком її є зміна виконуваних ними функцій, незалежно від того змінюється або ні назва фінансового інституту [16, с. 64].

Як показують існуючі дослідження [494, р. 703], по-перше, сучасна наука не має адекватної теорії про те, чому з'являються різні фінансові структури і чому фінансові структури змінюються; по-друге, недостатньо розвиненою залишається аналітична основа для порівняння фінансових структур, відсутні моделі, які аналізують умови, за яких різні типи фінансових структур функціонують більш ефективно; по-третє, зв'язок між фінансовою структурою та функціонуванням фінансової системи залишається мало дослідженим.

Інституціональний аспект фінансового розвитку. Економічна поведінка формується переважно інституціональним середовищем, в якому здійснюються економічні дії (у всіх своїх проявах). Відмінності у функціонуванні й рівні розвиненості фінансових систем різних країн значною мірою викликані розбіжностями в еволюції їх інституціонального середовища, в характері інституціональних норм та ефективності їх дотримання, а природа інституціональних змін визначає історичну еволюцію фінансового розвитку.

При визначенні інституціонального аспекту фінансового розвитку мова йде, насамперед, про дослідження формування й розвитку інституціонального середовища діяльності фінансових інститутів і здійснення фінансових угод, а саме – про певні офіційні та неофіційні форми організації й регулювання взаємовідносин між економічними агентами у фінансовій сфері, які безпосередньо впливають на характер механізму функціонування і процеси розвитку фінансової системи. Якщо слідувати методології Д. Норта [97], то інституціональна структура фінансової системи може бути визначена як сполучення офіційних правил (політичних та економічних, які мають статус закону і слугують для

обмеження певних аспектів функціонування фінансової системи, та контрактів, які конкретизують умови угод), неформальних норм (звичаїв і кодексів поведінки, які спрямовані на координацію повторюваних взаємодій між учасниками фінансових ринків), а також механізмів забезпечення виконання фінансових контрактів та угод (які узаконюються офіційними правилами і, отже, можуть трансформувати неформальні норми). Разом офіційні й неофіційні обмеження створюють економічне й політичне середовище, яке стимулює або обмежує розвиток фінансової системи.

Закони, що регулюють фінансову сферу, є складовою правової системи країни і зазвичай трактуються як такі, що виходять за межі фінансової системи. Проте зміни цих законів часто є наслідком зміни потреб, що висувуються з боку економічних суб'єктів до функцій фінансової системи [16, с. 98]. Натомість неформальні регламентації і правила формують суспільно визнану сталу модель поведінки економічних агентів, на основі якої відбувається – ефективно або ні – дотримання умов обміну в процесі укладання й виконання фінансових угод [97, с. 55–59]. Механізм забезпечення чинності фінансових угод базується на загальній фінансовій інфраструктурі, яка розвивається на інституціональній основі. Як наслідок, разом з наявною організаційною структурою фінансової системи й поточним впливом держави на фінансові процеси за допомогою фінансово-економічної політики, інституціональне середовище фінансової системи задає сукупність умов її функціонування і має основоположне значення для формування і характеристик фінансового розвитку.

Сучасні дослідження по-різному оцінюють детермінуючий вплив тих чи інших інституціональних складових на розвиток фінансової системи. Одні економісти підкреслюють ключову роль правових традицій у визначенні рівня фінансового розвитку, виходячи з того, що правова система, яка забезпечує виконання контрактів і захист прав власності індивідуальних інвесторів, стимулює фінансовий розвиток. Вони вважають, що міжнародні відмінності між фінансовими інститутами й у структурі національних фінансових систем можуть бути пояснені через відмінності правових традицій [222, р. 3, 32; 372; 488]. При цьому визнається, що власне відмінності в правових традиціях менш важливі, ніж здатність тих чи інших правових традицій швидко адаптуватися для мінімізації розриву між потребами економіки й системою існуючих законів [221, р. 2–3, 7–19; 693]. Інші акцентують ваго-

мість для фінансового розвитку політичних факторів, зазначаючи, що правові системи відіграють другорядну роль, у той час як політична структура (зокрема, ступінь централізованості політичної системи, авторитетність держави, групові інтереси політичної еліти) є основним чинником впливу на еволюцію фінансових інститутів [221, р. 19–22]. На думку третіх, основним критерієм для розуміння механізму економічного розвитку країн виступає насамперед еволюція фінансової інфраструктури [16, с. 98].

При визначенні інституціонального аспекту фінансового розвитку важливо врахувати, що вся існуюча в суспільстві сукупність встановлених і сформованих правових, моральних, культурних, політичних правил, традицій і норм поведінки оформлюється в певні економічні відносини і визначає довготермінові рамки для прийняття економічних рішень і дій економічних агентів. Такі, за висловом Д. Норта, "правила гри в суспільстві або, точніше, придумані людьми обмеження ...спрямовують людську взаємодію в певне річище" і, як наслідок, "структурують стимули в процесі людського обміну – політичного, соціального або економічного" [97, с. 11]. Таким чином, вирішальне значення для фінансового розвитку мають і загальні конституюючі для суспільства інститути, які визначають стійкі форми соціальної поведінки та дій. При дослідженні розвитку фінансової системи (як і у випадку економічного розвитку взагалі) навряд чи можливо не враховувати той факт, що політика формується і здійснюється окремими особами і що на їхні дії, в свою чергу, впливають суб'єктивні уподобання та упередження, звичаї, стимули тощо. Вони приймають рішення на основі недосконалої інформації і залежать від різноманітних обмежень. Як справедливо зазначають Е. Аткинсон і Дж. Стігліц, і ті, що контролюють владу (політики), і ті, хто керує нею (бюрократичний апарат), можуть мати свої власні інтереси, які спрямовують їх діяльність і вступають у конфлікт із суспільними інтересами [6, с. 24].

Особливого значення оцінка інституціональної зміни, зокрема неформальних норм, набуває для дослідження транзитивних фінансових систем⁵. Причина цього в тім, що в умовах нестійкого

⁵ Загальнопоширеною є думка про те, що головні недоліки економічної трансформації у перехідних економіках, зокрема Росії та України, пов'язані саме з невідповідністю інституціональних умов економічним реформам [53, с. 10; 114; 115; 166, с. 17–19].

інституціонального середовища на перше місце виходять поведінкові чинники, зумовлені насамперед внутрішніми етичними настановами і пануючими соціальними нормами. Вони визначають мотивацію прийняття рішень учасниками фінансово-економічних процесів, стандарти ринкової поведінки і, в результаті, ефективність функціонування як економічної системи у цілому, так і фінансової, зокрема. Умовою функціонування ефективної ринкової економіки є наявність набору допоміжних соціальних норм, які заважають виникненню стратегій нераціональної колективної поведінки індивідів. Однак існуючі у трансформаційних економіках (насамперед колишнього СРСР) інституціональні умови в більшості випадків не відповідають вимогам ефективного розвитку на основі ринкових взаємодій. Це можна пояснити наявністю "інституціонального вакууму", коли старі норми і обмеження (правові й неформальні) вже перестали діяти, а нові ще не впроваджені у практику, і появою "інституціональних конфліктів" між старими й новими нормами та обмеженнями [115, с. 11].

Спрямованість фінансового розвитку. У найзагальнішому плані спрямованість фінансового розвитку можна трактувати як загальну тенденцію спрямованості якісних перетворень фінансової системи. Спрямованість розвитку й напрямок розвитку – це не тотожні поняття. Проблема спрямованості фінансового розвитку є ширшою і охоплює як окремі напрями фінансового розвитку й форми, у яких він відбувається, так і причинні та керуючі фактори, що зумовлюють розвиток фінансової системи у даному напрямі, зміну шляхів фінансового розвитку тощо.

В історичному плані фінансовий розвиток – процес стохастичний (імовірнісний), який не має жорсткої запрограмованості, замкненого характеру. Це означає, що не існує детермінованої моделі фінансового розвитку. У русі фінансової системи присутня значна випадкова складова (внаслідок шоків зовнішнього середовища і внутрішніх змін, які мають випадковий характер), що дозволяє говорити про певну хаотичність динаміки фінансової системи.

Попри те, що фінансовий розвиток керується ймовірнісними законами, процес розвитку фінансової системи передбачає наявність відносин на зразок "цільових". Можна позначити два типи таких відносин. Перший – цілеспрямоване (заплановане) формування фінансової системи із наперед визначеними характеристи-

ками, другий тип – детермінованість стану і властивостей фінансової системи рівнем і характером її організації та факторами зовнішнього середовища. В останньому випадку в процесі фінансового розвитку проявляється специфічний вид об'єктивних відносин, а саме: комплементарність та узгодженість компонентів і елементів системи одне одному і зовнішньому середовищу, організованість процесу розвитку фінансової системи в цілому. Найбільш адекватно характеристики спрямованості фінансового розвитку можуть бути розкриті через поняття доцільності і телеономічності. У теорії систем під доцільністю розуміють відповідність елементів системи одне одному і системі в цілому (цілісність організації) та відповідність структури системи зовнішньому середовищу [132, с. 94–97]. Телеономічність відображає об'єктивну цілеспрямованість розвитку, причинну обумовленість його результатів. В узагальненому вигляді вона може бути охарактеризована як узгодженість, взаємозв'язок результату (кінцевого стану) і процесів розвитку, що його породили [88, с. 363–371].

Наявність ефектів доцільності й телеономічності дозволяє говорити про заданість, обумовленість фінансового розвитку в кожний даний момент часу. Така обумовленість визначається як внутрішніми, так і зовнішніми щодо фінансової системи факторами (обмеженнями), які сприяють або заважають скерованим змінам фінансової системи. З одного боку, детермінуючим чинником виступає сама організація фінансової системи. З іншого боку, для будь-якої частини сучасної економіки не є ендогенними ні її ресурси, ні цілі розвитку. Тому спрямованість фінансового розвитку не може визначатися на основі локальної оптимізаційної моделі фінансової системи, а є складовою теорії і практики розвитку економічної системи в цілому. Це означає, по-перше, що лише в масштабах конкретної економіки як цілого можна з достатньою повнотою описати фінансовий розвиток як ендогенне явище: хоча частково розвиток фінансової системи і має локальне походження, його основні напрями, принципові характеристики функціонування фінансової системи визначаються загальноекономічними (і навіть ширше – загальносоціальними) процесами, які відбуваються у суспільстві. По-друге, в сучасних умовах важливої ролі набувають міжнародні аспекти фінансового розвитку. Зміни, які відбуваються у світовій фінансовій системі, її архітектурі, структурні зрушення на міжнародних фінансових ринках тощо певною мірою детермінують напрямок розвитку національних фінансових систем.

У зв'язку з цим постає проблема можливостей та обмежень, які зумовлені історично сформованою організацією фінансової системи і які впливають на спрямованість фінансового розвитку та його результати. Фактично, характеристики розвитку, зокрема, досягнутий рівень організації тих чи інших національних фінансових систем (модель фінансової системи і рівень фінансової глибини), накладають певні обмеження як на способи вирішення функціональних завдань, так і на можливості вибору напрямів їх подальшої історичної еволюції. Існування обмежень історичного розвитку фінансової системи – чинник, що зумовлює задану "траєкторію" процесу фінансового розвитку, визначені цільові кінцеві стани (аттрактори) фінансової системи на кожному конкретному етапі.

Історизм фінансового розвитку. Суттєвою характеристикою процесів фінансового розвитку є час: будь-який розвиток здійснюється в реальному часі; зміна його характеристик відбувається в часі; лише час виявляє спрямованість розвитку. У цьому сенсі важливим є аналіз не лише функцій або існуючої структури фінансової системи, а й дослідження того, чому та яким чином відбувалися зміни цієї структури, функцій, яким чином формувалася і трансформувалася механізм її функціонування.

Зв'язок фінансового розвитку й часу виявляється в етапах розвитку фінансової системи. Під етапністю розуміється зміна і послідовність фаз розвитку різної тривалості, які відображають розвиток і змінюваність функцій, зміну рівнів організації й цілісності фінансової системи в процесі історичного розвитку. Етапність чітко проявляється в еволюції фінансової системи – від появи банківської справи і торговельних фінансів до становлення фондових і валютних ринків, від функціонування сегментованих національних фінансових ринків до створення інтегрованої світової фінансової системи, від розвитку спочатку ринків базових фінансових активів, а пізніше ринків похідних фінансових інструментів тощо.

Етапність історичних змін фінансової системи тісно пов'язана з їхньою довгочасністю, інтенсивністю, з різними темпами (частіше – з прискоренням) фінансового розвитку. Якщо для становлення й розвитку фондових ринків потребувалося 200–400 років, то для розвитку термінових ринків лише 20 років. Таким чином, етапність розвитку фінансової системи сполучається з нерівномірністю (нелінійністю) фінансового розвитку. Нерівномірність харак-

теризує і динаміку співвідношення рівнів розвиненості національних фінансових систем. Більшість індикаторів засвідчує, що головні найбільш розвинені країни континентальної Європи у 1913 р. були фінансово більш розвинені, ніж США. Але вже у 1980-х рр. характеристики фінансового розвитку розвинених країн істотно відрізнялися від ситуації на початку століття. Якщо у 1913 р. капіталізація фондового ринку Франції як частка ВВП майже вдвічі перевищувала капіталізацію у США (0,78 проти 0,39), то у 1980 р. їхнє співвідношення змінилося на протилежне – капіталізація фондового ринку Франції складала п'яту частину від капіталізації США (0,09 проти 0,46). Лише наприкінці 90-х рр. відповідні характеристики фінансового розвитку цих двох країн почали зближуватися (1,17 проти 1,52 у 1999 р.) [571, р. 3].

Нерівномірність притаманна й інтенсивності процесу соціально-історичних змін фінансової системи: суттєво відрізняються часові періоди становлення різних національних фінансових систем, і час їх розвитку до зрілого стану. Еволюція банківської справи, наприклад, відбувалася у країнах, які сьогодні мають високорозвинені фінансові системи, набагато повільніше, ніж становлення і трансформація банківського сектора у країнах із трансформаційною економікою. Можна припустити, що тенденція прискорення фінансового розвитку має загальний характер і відображає таку специфічну ознаку розвитку фінансової системи, як стимулюючий вплив середовища на характеристики розвитку в міру переходу фінансової системи до вищого рівня організації.

Історизм фінансового розвитку як розвитку фінансової системи показує, що як і будь-яка соціально-економічна система, котра колись виникла, вона – як і всі історичні системи, які діалектично розвиваються (через протиріччя, генезис, розквіт і занепад) – колись має перерости в іншу соціально-економічну систему [19, с. 36, 39], принаймні за своєю організацією і, ймовірно, функціями.

Означені аспекти фінансового розвитку тісно пов'язані між собою. Приміром, дослідити функції фінансової системи неможливо без визначення та аналізу функцій фінансових посередників та інших інститутів фінансового сектора. Тоді як фінансова ринкова структура і фінансова інфраструктура разом визначають таксономію фінансових систем.

Найчастіше у вітчизняній економічній літературі дослідження розвитку фінансових систем обмежується аналізом їх організації та поточних проблем функціонування. Методологічно, дослідження фінансового розвитку на основі виділення й відокремлення будь-якого з означених підходів (у даному разі, організації і функціонування фінансових систем) є виправданим у тій мірі, в якій відповідні процеси організації та функціонування фінансової системи дійсно складають самостійний предмет вивчення. Однак слід враховувати, що отримувані в даному разі теоретичні узагальнення й висновки стають до певної міри частковими, неповними. Як аспект функціонування, так і аспект організації можуть мати самостійне значення при вивченні фінансових систем, необхідно лише враховувати реальні можливості і межі кожного з цих підходів, а також той факт, що на певному етапі дослідження фінансових систем виникає потреба в системному їх аналізі, у синтезі еволюційних та організаційних уявлень про фінансову систему як системний об'єкт дослідження.

Не ставлячи перед собою задачу розкрити всі аспекти розвитку транзитивних фінансових систем, оскільки це потребує не одного дослідження, відзначимо, що для реалізації подібного синтезу важливе значення має саме концепція фінансового розвитку. Дозволяючи розмежовувати різні аспекти фінансового розвитку, вона водночас передбачає цілісний структурно-функціональний аналіз фінансових систем, який розкриває ритміку їх функціонування, механізм дії й розвитку.

1.2. КОНЦЕПТУАЛІЗАЦІЯ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ: СИСТЕМНО-СИНЕРГЕТИЧНИЙ ПІДХІД

1.2.1. ТЕОРЕТИЧНІ ПІДХОДИ ДО ВИЗНАЧЕННЯ СУТНОСТІ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ

У сучасній науковій літературі не існує ні єдиного визначення, ні навіть єдиного розуміння того, що таке фінансова система. Різноманітність підходів пояснюється відмінностями між економічними школами і залежить, з одного боку, від теоретичного трактування таких категорій як *фінанси*, *фінансові відносини*, *фінансові ресурси*, з іншого – від того, що розуміють під поняттям система і яким чином трактується власне *фінансова система*. Можна виокремити дві основні концепції, які використовуються при дослідженні фінансових систем на рівні національної економіки. Розбіжності між ними стосуються: 1) аналітичного (методологічного) підходу до виокремлення якісних ознак, що визначають специфіку й сутність фінансів і фінансової системи; 2) концепції того, що відноситься до складу фінансової системи, а що – ні.

Концепція фінансової системи, поширена у вітчизняній науковій літературі й літературі країн СНД, базується на тому, що фінанси – це економічний інструмент розподілу і перерозподілу національного доходу або сукупного суспільного продукту, засіб контролю за створенням та використанням фондів фінансових (грошових) коштів [158, с. 27]. Фінанси трактуються як сукупність грошових відносин з розподілу вартості ВВП, доходів від зовнішньоекономічної діяльності і частини національного багатства, в результаті якого формуються грошові доходи, надходження й накопичення у окремих суб'єктів господарювання, держави, які використовуються в подальшому для вирішення економічних і соціальних завдань [159, с. 13]. З урахуванням цього і фінансова система розглядається з позиції фінансових відносин, які складаються в суспільстві, і переважно трактується як сукупність різноманітних сфер або ланок фінансових відносин, у процесі яких утворюються і використовуються централізовані та децентралізовані *фонди фінансових (грошових) ресурсів*. Кожна з цих сфер і ланок характеризується особливостями у формуванні й використанні таких фондів, різною

роллю в суспільному виробництві [60, с. 11–12, 21; 70, с. 301; 158, с. 30; 159, с. 35]. Оскільки даний підхід акцентує увагу насамперед на відносинах з приводу формування й використання фондів фінансових ресурсів, це дає підставу виокремити його як *"ресурсну" концепцію фінансової системи*.

Характерна особливість цієї концепції – еволюціонуючий характер. За теоретичними витоками вона бере свій початок від радянської наукової традиції, в межах якої сфера дії фінансових відносин обмежувалася фактично роллю державних фондів грошових коштів у процесі розширеного відтворення [113, с. 293, 294–295, 300, 301]. Таке звужене трактування було зумовлене допоміжним характером фінансів в умовах неринкової координації діяльності економічних суб'єктів і обмеженості сфери товарно-грошових відносин. Перехід від адміністративно-централізованої економіки до ринкової, нова роль фінансової системи в економіці тощо зумовили і зміну підходів до розуміння фінансової системи, розширення її змісту та компонентного складу, насамперед за рахунок включення фінансового ринку. Вважається, що останній охоплює кругообіг фінансових ресурсів як специфічного товару і забезпечує функціонування всіх інших сфер фінансової системи [60, с. 44, 45; 101, с. 26]. При такому підході головною ознакою, що визначає сутність і форму функціонування фінансів, визнається *рух грошових потоків*. Такий підхід модифікує розуміння фінансових відносин. Вони позначаються як відносини, що характеризують обмінні, розподільні й перерозподільні процеси і проявляються у грошових потоках; наявність фондів грошових коштів перестає вважатися ключовою ознакою фінансів [101, с. 5, 7, 8]. З огляду на це дещо змінюється і розуміння сутності фінансової системи, оскільки сукупність відносно відособлених взаємопов'язаних сфер і ланок, які відображають специфічні форми та методи фінансових відносин, утворює внутрішню (змістовну) структуру фінансової системи, а функціонування фінансової системи ґрунтується на кругообігу фінансових ресурсів [101, с. 23–24, 28].

Незважаючи на формування в межах "ресурсної" концепції аналітично більш широкого підходу до дослідження фінансової системи, зробити висновок про єдину чітку тенденцію її розвитку складно. "Ресурсна" концепція фінансової системи не є цілісною за своїм характером, а постає як низка концепцій, що уособлюють певним чином систематизований підхід до дослідження сутнісних ознак фі-

нансових відносин і проблем формування та розміщення фондів фінансових (грошових) ресурсів в економіці⁶.

Концепція фінансової системи, представлена у західній економічній літературі, розглядає фінанси як *суспільний інститут*, що організовує визначені способи взаємодій між індивідами або їх окремими групами в суспільстві [281, р. 1]. Фінанси охоплюють *міжчасовий вибір* і *міжчасові взаємовідносини* (що трактуються як фінансові), які дозволяють економічним агентам розподіляти можливості доходу і споживання від одного періоду часу до іншого в умовах невизначеності [16, с. 18, 38; 604, р. 3]. Тому фінанси доповнюють систему цін в координації децентралізованих альтернатив міжчасового розміщення ресурсів економічними суб'єктами, які діють за обмеженої інформації і неповної довіри [264, р. 16]. Під фінансовою системою розуміється сукупність засобів (ринків та інших інститутів), за допомогою яких формуються і здійснюються фінансові (міжчасові) рішення і фінансові (міжчасові) взаємодії. А власне *фінансова система* розглядається як середовище монетарної системи з її офіційними угодами, звичаями та інститутами, а також процесів, інститутів і звичаїв приватної фінансової діяльності [599, р. 6; 604, р. 4]. У межах цієї концепції виокремлюється принаймні два основні підходи, що застосовуються до аналізу фінансової системи, – секторний і системний. Перший концентрує увагу на аналізі фінансових установ і репрезентує вузьку "інституціональну" концепцію фінансової системи – концепцію фінансового сектора. Згідно з таким підходом під фінансовою системою розуміється певна сукупність (набір) фінансових інститутів, фінансових ринків та допоміжних інститутів⁷. Ширша "інституціональна" концепція фінансової системи представлена в межах системного підходу. Згідно з ним, фінансова систе-

⁶ Певною мірою такої ж думки дотримуються й вітчизняні дослідники: [1, с. 113].

⁷ Типове визначення: "Сучасна фінансова система включає різні типи депозитних інститутів (банки і кредитні агенції); грошові, облігаційні і валютні ринки; фондові біржі і фірми з торгівлі цінними паперами; страхові, пенсійні компанії і компанії з управління майном (включаючи взаємні фонди); платіжні і клірингові системи та, в більш розвинених системах, ринки деривативів. Фінансова система охоплює також центральний банк, наглядові органи, мережу фінансової безпеки і структуру фінансового регулювання" [449, р. 4].

ма розглядається через взаємодію між пропозицією і попитом на капітал та інші, пов'язані з фінансами послуги [603, р. 3; 605, р. 3]. При цьому досліджуються попит і пропозиція на фінансові ресурси і фінансові послуги, які забезпечуються як за участю фінансового сектора, так і внаслідок безпосередньої взаємодії нефінансових економічних суб'єктів, а також фінансові аспекти функціонування реального сектора економіки.

Важливо зазначити, що залежно від застосовуваного підходу до розуміння фінансів і фінансової системи змінюється й оцінка того, які складові формують фінансову систему, а визначення об'єкта аналізу детермінує і методи його аналізу.

Наявність двох відмінних концепцій фінансової системи, як і відмінності в підходах в їхніх межах, вказують на існування методологічних проблем у визначенні категорії *фінансова система*. Можна припустити, основна причина цього полягає в тім, що сучасна економіка є не лише грошовою економікою, коли рух товарів опосередковується грошами, а й фінансовою економікою – у тому сенсі, що весь процес економічного відтворення передбачає та опосередковується фінансовими відносинами з приводу як формування й використання фондів фінансових ресурсів або руху вартості між економічними суб'єктами, так і управління економічними ресурсами суспільства шляхом прийняття тих чи інших фінансових рішень. Логічним наслідком цього є різноманітність і дискусійність визначення економічної природи фінансових відносин і того, які складові частини утворюють фінансову систему, або, скажімо це інакше, де розташована її межа⁸. Це пояснює, чому проблематика дослідження фінансових систем в їх цілісності значною мірою перебуває поза межами сучасних досліджень, на відміну від аналізу окремих аспектів і частин фінансових систем або від дослідження фінансових систем окремих країн, а багато з дослідників уникають давати визначення категорії *фінансова система*⁹.

⁸ На проблему межі існування фінансів звертають увагу і вітчизняні, і закордонні економісти: [1, с. 112; 12, с. 3; 603, р. 2].

⁹ Визначення терміну *фінансова система* часто відсутнє як у фундаментальних працях, присвячених дослідженню теорії і практики фінансових систем, так і у фінансово-економічних словниках [124; 211; 276; 533].

Інший аспект цієї проблеми – системні характеристики поняття *фінансова система*. Переважна більшість авторів застосовують термін *система* при визначеності сутності і дослідженні фінансових систем, однак, посилання на системний характер останніх часто є формальним, існуючі визначення не містять ознак системи, а саме трактування фінансової системи не відповідає системним принципам. Це визначає потребу в системному підході до дослідження фінансової системи. Хоч принцип системності передбачає не ізольоване, а взаємопов'язане, всебічне дослідження економічних явищ, на наш погляд, це не означає, що необхідно розглядати буквально всі їх сторони та особливості (ознаки). Логічне втілення "всебічності" у дослідженні може призвести до нескінченного перерахування всіх сторін, емпіричних подробиць, пов'язаних з даною системою. Тому при дослідженні сутності фінансової системи ми враховуємо лише найважливіші, визначальні її сторони й характеристики.

1.2.2. СУТНІСТЬ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ

Серед теоретико-методологічних положень, необхідних для з'ясування сутності фінансової системи, принциповими є два. *Перше* – фінансова система є економічним інститутом. Як і будь-який інший економічний інститут, вона представляє собою продукт самоорганізації на основі суспільного поділу праці, спрямований на забезпечення потреб індивідів і суспільства. *Друге* – фінансова система виникла в результаті поділу праці в межах економічної системи, тому її слід розглядати як специфічний (за економічним інструментарієм, виконуваними функціями, способом організації і функціонування) "механізм" координації та оптимізації економічних взаємодій у процесі управління економічними ресурсами суспільства. На наш погляд, означені положення є вихідними для розуміння сутності фінансової системи.

У зв'язку з цим можна виокремити два тісно пов'язані між собою аспекти, які дозволяють аналізувати фінансову систему з системних позицій:

- сутність фінансової системи – властивості, природа фінансової системи і принцип її побудови;

- необхідність фінансової системи – походження фінансової системи, роль в економічній системі, яка визначається її функціями.

Системний підхід виконує роль загальнонаукової методології, тому визначення фінансової системи має спиратися на загальне поняття системи. У методології системного аналізу існує два аспекти визначення системи: *дескриптивне* – розглядає систему як сукупність об'єктів, властивості якої визначаються взаємовідносинами між цими об'єктами; дає поняття *система* через визначення системних ознак об'єкта; *конструктивне* – визначає загальні принципи виділення системи із середовища, насамперед, на основі визначення функцій системи у даному середовищі і, відповідно, передбачає аналіз структури системи, яка визначається її функціями [50, с. 6; 72, с. 9].

Дескриптивне визначення поняття *фінансова система*.

Якщо слідувати найбільш поширеному визначенню поняття *система*, коли остання трактується як сукупність елементів (об'єктів і процесів), що знаходяться у відносинах і зв'язках один з одним, яка утворює певну цілісність, єдність [153, с. 610], можна дати таке визначення фінансової системи. *Фінансова система – це органічна множина фінансових ресурсів і фінансових продуктів (фінансових активів і фінансових послуг), а також економічних суб'єктів, що взаємопов'язані і взаємодіють між собою у сфері формування і конкурентного розподілу фінансових ресурсів і фінансових продуктів, сукупність яких утворює єдине ціле*. За формою прояву, об'єктом фінансової системи виступають фінансові ресурси й фінансові активи та пов'язані з ними фінансові послуги. Сутнісною ознакою об'єкта фінансової системи є вартість, втілена у різних речовинних формах, яка перебуває у власності економічних суб'єктів. Суб'єктами фінансової системи є суб'єкти інституціональних секторів економіки¹⁰ – фінансові інститути (фінансовий сектор), домогосподарства (сектор домогосподарств), нефінансові фірми (підприємницький сектор) і держава (сектор загального державного управління – центральний уряд та органи місцевої влади). Акцентуація уваги на ролі економічних суб'єктів дозволяє модифікувати визначення фінансової системи. *Фінансова система*

¹⁰ У даному разі ми спираємось на методологію аналізу економічної діяльності, яка використовується в системі національних рахунків (СНР).

– це органічна цілісність економічних суб'єктів, що взаємопов'язані і взаємодіють між собою у сфері формування і конкурентного розподілу фінансових ресурсів і фінансових продуктів у просторі й у часі з метою управління економічними ресурсами.

Як і будь-яка інша, фінансова система має загальносистемні та специфічні властивості. Її загальносистемні властивості такі:

- **цілісність** – полягає в тому, що зміна кожного компонента фінансової системи, структури, зв'язків або поведінки будь-якого економічного суб'єкта впливає на інших економічних суб'єктів і веде до зміни фінансової системи в цілому. Аналогічним чином, зміна фінансової системи в цілому викликає перетворення структури, зв'язків і поведінки економічних суб'єктів. Перетворення компонентів фінансової системи відбувається відповідно до її природи;
- **структурність** – є властивістю як побудови фінансової системи, так і її поведінки: окремі компоненти системи зумовлюють певні аспекти її поведінки, а цілісне функціонування фінансової системи є результатом взаємодії всіх її сторін і рівнів;
- **ієрархічність** – означає, що фінансова система є компонентом системи вищого порядку, зокрема економічної системи, а її компоненти, у свою чергу, представляють собою окремі системи, наприклад, банківська система, платіжна система тощо;
- **інтегративність** – відображає таку якість фінансової системи як емерджентність, тобто наявність загальносистемних властивостей, які не зводяться до властивостей окремих компонентів фінансової системи і способів їх зв'язку. Інтегративність проявляється в тому, що фінансова система як цілісність має властивості, відсутні у її окремих компонентах. І навпаки, окремі компоненти системи мають автономні властивості, не притаманні системі в цілому.

Специфічні властивості фінансової системи виникають у процесі взаємодії її компонентів. Серед них можна визначити такі:

- **нечіткість структури** – структура фінансової системи і, відповідно, її підсистем має нечіткі межі. Наприклад, один і той самий економічний суб'єкт водночас може: 1) брати участь у різних процесах самоорганізації фінансової системи (приміром, виступати з боку і пропозиції, і попиту на фінансові ресурси та фінансові послуги); 2) бути компонентом як самої фінансової системи, так і її середовища водночас (приміром, держава або

нефінансові корпорації і домогосподарства); 3) виступати як суб'єкт різних фінансових підсистем (фінансові установи);

- **самоорганізація** – фінансова система здатна в процесі функціонування видозмінювати свою структуру (що проявляється у спонтанному утворенні й розвитку складних упорядкованих структур), отже є системою, що самоорганізовується. Самоорганізація фінансової системи базується на кооперативних зв'язках компонентів усіх рівнів [67, с. 6, 9; 71, с. 25–26]: а) на відносинах кооперації між її основними учасниками, які обумовлені поділом праці; б) на кооперативності процесів, які в ній відбуваються, – дії компонентів фінансової системи мають бути сумісні та узгоджені одне з одним;
- **комплементарність** – фінансова система характеризується взаємодоповнюваністю її компонентів, а ефективність її функціонування забезпечується властивістю консистентності – узгодженістю дії компонентів між собою. Комплементарність фінансової системи означає: 1) за функціонування її елементів і підсистем позитивні ефекти від їх функціонування взаємно посилюються, а негативні ефекти взаємно компенсують одне одного; 2) краще функціонування одного компонента збільшує позитивний ефект від незначного покращення функціонування іншого компонента, і навпаки; 3) економічна вартість фінансової системи залежить від її комплементарних характеристик, від ступеня узгодженості функціонування її компонентів [603, р. 5; 605, р. 10];
- **відкритість** – фінансова система може бути як відкритою, так і відносно закритою системою: щодо національної економічної системи національна фінансова система завжди є відкритою; щодо світової економічної або світової фінансової системи вона може бути як відкритою, так і відносно закритою (в разі тенденції до фінансової автаркії)¹¹. Відкритість фінансової системи означає, що вона взаємодіє із середовищем, обмінюючись з ним інформацією та іншими ресурсами (отже, є дисипативною системою), внаслідок чого їй притаманні нерівновага й циклічність розвитку;

¹¹ У чистому вигляді, фінансова автаркія – економічний режим країни, який передбачає її самозабезпечення і відсутність обміну фінансовими ресурсами з іншими країнами.

• *динамізм і нелінійність* – фінансова система є динамічною системою з нелінійним характером поведінки. Внаслідок нелінійної динаміки розвиток фінансової системи підлягає подвійній тенденції: є водночас детермінованим і стохастичним. Як наслідок, фінансова система не піддається точному й детальному прогнозу: суб'єкти фінансової системи діють в умовах неповної і асиметрично розподіленої інформації¹², на мікрорівні виникають різного роду флуктуації, а економічні параметри, що формують умови, в яких функціонує і розвивається фінансова система, мають імовірнісний характер – виступають як невизначені або випадкові.

Властивості фінансової системи вказують на те, що дослідження фінансової системи не може бути обмеженим вивченням її компонентів і зв'язків між ними, а передбачає цілісний аналіз самої системи. Внаслідок специфічних властивостей фінансової системи жорстко детерміновані моделі не можуть забезпечити адекватних результатів її дослідження. Без синергетичного підходу до вивчення процесів фінансового розвитку неможливо виявити спонтанні багатоваріантні тенденції, пов'язані з безперервністю вибору альтернатив розвитку фінансової системи.

За своїм характером дескриптивне визначення фінансової системи є явно неповним. І це зрозуміло з огляду на те, що фінансова система відноситься до розряду складних систем, а підходи до її визначення можуть варіювати залежно від рівня абстрактності дослідження. Більш розгорнута характеристика фінансової системи вимагає її опису з додаткових позицій, які допомагають визначити якісні відмінності, притаманні фінансовій системі й відрізняють її від інших складових економічної системи. З цією метою дескриптивне визначення, на наш погляд, можна конкретизувати через декомпозицію системного підходу наступним чином. *За своєю економічною сутністю* фінансова система – це система економічних відносин, які складаються між економічними суб'єктами в процесі розподілу на конкурентних засадах фінансових ресурсів і фінансових продуктів у просторі й у часі, і реалізуються з метою управління економічними ресурсами суспільства. *З функціонального погляду* фінансова система – це сукупність прямих і посеред-

¹² Стохастичність посилюється за конфліктних ситуацій, коли неповнота інформації на фінансових ринках доповнюється дезінформацією.

ницьких фінансових ринків, що забезпечують торгівлю фінансовими послугами та акумуляцію, перерозподіл і спрямування фінансових ресурсів і фінансових активів між ринковими суб'єктами і діють як механізм координації децентралізованих фінансових рішень економічних суб'єктів щодо міжчасового і просторового розміщення ресурсів. У процесі ринкової взаємодії фінансових інститутів і первинних секторів економіки досягається рівновага між пропозицією та попитом на фінансові ресурси (фінансові активи) і фінансові послуги в економіці. *З інституціонального погляду* фінансова система – це сукупність фінансових інститутів (фінансово-кредитних інститутів та інститутів ринкового посередництва), які виконують посередницькі функції у перерозподілі фінансових ресурсів між власниками й користувачами цих ресурсів, продавцями і покупцями фінансових активів і надають інші суміжні фінансові послуги. Вони формують механізм, що забезпечує укладання угод, на основі яких фінансові ресурси і фінансові продукти на визначених умовах надаються власниками заощаджень позичальникам. Із системних позицій ці визначення фінансової системи акцентують увагу на різних її характеристиках. Перші два – на зв'язках фінансової системи, останнє – на її структурі і, частково, функціях.

Конструктивне визначення поняття *фінансова система*. Конструктивний аспект визначення системи базується на принципах виокремлення її із середовища. Під середовищем розуміють упорядковану, стійку холистичну систему вищого рангу, розвиток якої створює упорядкований потік різних форм речовини, енергії та інформації, що впливає на формування й розвиток упорядкованих систем нижчих рангів [110, с. 1]. Такий підхід передбачає, що фінансова система може бути визначена лише як частина системи вищого порядку – приміром, економічної системи, або у ширшому сенсі, – як соціально-економічної суперсистеми. Можна також розглядати національну фінансову систему як складову світової фінансової системи. Відповідно до цього і національна економічна система, і світова фінансова система виступають для національної фінансової системи як середовище: вони задають зовнішні умови існування фінансової системи і є рушійною силою її функціонування. Можна говорити і про інші типи середовищ фінансової системи – насамперед про інституціональне середовище, яке має загальносистемний вплив, а також про світову

економіку в цілому, як про середовище, яке впливає на функціонування національної фінансової системи¹³. Незважаючи на те, що за своїм характером середовище фінансової системи складне і неоднорідне, всі елементи та підсистеми фінансової системи підпорядковані реалізації цілей економічної системи. Отже, остання задає призначення фінансовій системі. Тому системоутворюючим середовищем для національної фінансової системи, яке визначає характеристики її формування, функціонування й розвитку є національна економічна система.

У загальнотеоретичному плані фінансова система, як система соціальна, належить до високоорганізованих системних об'єктів зі зворотним зв'язком. Поведінка фінансової системи постійно приводиться у відповідність зі змінами зовнішніх умов – сигналами середовища, а зміна фінансової системи, в свою чергу, впливає на економічну систему та інші типи середовищ. Усі типи середовищ можуть генерувати як негативні шоки, що ведуть до порушення функціонування фінансової системи, так і стимули до подальшого поглиблення фінансового розвитку.

Зв'язки фінансової системи з середовищем залежать від типу середовища і можуть бути як безпосередніми, так і опосередкованими, можуть мати як речовинний (приміром, потік фінансових ресурсів), так й інформаційний характер. Вплив середовища на фінансову систему різноманітний. Внутрішнє економічне середовище впливає на фінансову систему через забезпеченість її фінансовими ресурсами, безпосередньо визначає умови зростання фінансової системи (приміром, через розвиток нових інформаційних технологій). Цей вплив виявляє себе також у відповідних потоках інформації, характеристиках попиту на фінансові послуги

¹³ Окрім означених типів середовищ, для фінансової системи можна виокремити також природне середовище. Вплив його на фінансову систему має переважно опосередкований характер. Природні умови, приміром, визначають кількість і якість ресурсів у національній економіці й тим самим місце країни у міжнародному поділі праці. Водночас вони певною мірою впливають на витрати виробництва, домінуючі форми організації бізнесу в країні, отже, і на характер економічного середовища. У свою чергу, стан економічного середовища впливає на діяльність фінансової системи. Але іноді вплив природного середовища на фінансову систему має безпосередній характер: ураган Катрін восени 2005 р. викликав зростання цін ф'ючерсів на фінансових ринках США.

ги тощо. Зміни в економічному середовищі впливають на рішення, що приймаються учасниками фінансової системи (приміром, економічний спад у країні зменшує попит на цінні папери і веде до перерозподілу портфеля фінансових активів інвесторів). Важливий вплив на фінансовий розвиток мають характеристики людського капіталу. Фінансова система пред'являє певні вимоги до кваліфікації та професійних навичок суб'єктів, що працюють у фінансових інститутах. Невідповідність між потребами фінансової системи і характеристиками людського капіталу веде до неефективності функціонування фінансової системи. Без рівнозначного "людського капіталу, – зазначають Ф. Аллен і Д. Гейл, – будь-який з компонентів фінансової системи не матиме можливості діяти ефективно. Як показує досвід Східної Європи, наявність добре навчених юристів, бухгалтерів і фінансових професіоналів, таких як банкіри, є вирішальним чинником для ефективності фінансової системи" [196, р. 2].

Структурованість простору економічних взаємодій у фінансовій системі визначається "інституціональною матрицею" [55, с. 2], під якою в сучасному інституціоналізмі розуміється історично сформована система базових інститутів, що регулюють функціонування основних суспільних сфер – економіку, політику, ідеологію тощо. Виокремлення "інституціональної матриці", в якій діє й розвивається фінансова система, має важливе методологічне значення насамперед з погляду визначених характеристик поведінки економічних агентів. Інституціональне середовище впливає на фінансову систему через мотиви поведінки економічних суб'єктів, домінуючі відносини власності, характер правової системи, політичні та ідеологічні умови, що панують в суспільстві, через національні та морально-етичні особливості поведінкової реакції економічних суб'єктів тощо. Залежно від інституціональних характеристик економіки (включаючи роль держави, характер ринкової конкуренції, обмежень на рух капіталу тощо) функціонування фінансової системи може супроводжуватися різним співвідношенням ефективність – стабільність, різною конфігурацією системи стимулів у діяльності суб'єктів фінансової системи. Відсутність належних правових і соціальних норм, культури бізнесу не лише заважає укладанню або виконанню конкретних фінансових контрактів, а й виступає чинником уповільнення розвитку національної фінансової системи.

Аналогічним чином зміни світового фінансового середовища, такі як розвиток євrorинків, міжнародні фінансові кризи, посилення руху міжнародних капіталів, фінансова інтеграція і глобалізація фінансових ринків тощо можуть призвести до зниження фінансового поглиблення на національному рівні або стимулювати його.

Відповідно до конструктивного визначення взаємозв'язки будь-якої відкритої системи із середовищем розглядаються на основі таких системних об'єктів: входи (ресурси, що надходять до системи із середовища), виходи (кінцевий продукт системи), процесор (механізм перетворення ресурсів системи у її кінцевий продукт), цілі та функції. Унаслідок функціонального призначення фінансової системи в економіці, зв'язки, які утворюються між фінансовою системою і середовищем в цілому, базуються на її взаємодії з економічним середовищем. Вхід фінансової системи в кожний момент часу характеризується обмеженою множиною фінансових ресурсів, людського капіталу, технологій, наукових знань, інформації тощо. Вихід фінансової системи – певна множина споживчої вартості, що складається із сукупності фінансових ресурсів та фінансових послуг і відповідної інформації, які слугують для забезпечення потреб як окремих економічних суб'єктів, так і економічної системи в цілому.

У термінах попиту і пропозиції фінансових ресурсів, вхід фінансової системи відображає пропозицію фінансових ресурсів із боку суб'єктів первинних секторів економіки, а вихід – пропозицію фінансових ресурсів із боку фінансового сектора і, відповідно, задоволений попит на фінансові ресурси з боку первинних секторів економіки. Взаємодія між попитом і пропозицією фінансових ресурсів та фінансових послуг породжує фінансові потоки. Фінансові потоки супроводжуються потоками інформації і потоками потенційного й фактичного впливу. Усі види потоків взаємозалежні: кожному з них належить ключова роль у створенні і визначенні природи двох інших видів [603, р. 4; 605, р. 4]. Однак інформаційні потоки і потоки впливу можуть мати самостійний характер. Наприклад, потоком впливу виступає потік ризиків, пов'язаних з укладанням фінансових контрактів. Ці потоки ризиків і фінансові потоки можуть бути як пов'язані між собою (приміром, у разі прямого інвестування коштів), так і відокремлені один від одного (приміром, при використанні деривативів або страхових контрактів).

З методологічного погляду, наявність інформаційних потоків і потоків впливу веде до розширення складу компонентів фінансової системи і вказує, що взаємодія фінансової системи та економічного середовища не обмежується відносинами, пов'язаними лише з формуванням фондів фінансових ресурсів або рухом грошових потоків. Як показують Р. Шмідт і М. Тірель, фактичні й потенційні потоки інформації і впливу становлять сутність системи корпоративного управління як системи контролю над капіталом фірм. У результаті система корпоративного управління виступає складовою частиною фінансової системи [605, р. 4]. Аргументами щодо її включення до складу фінансової системи можуть бути такі. Фінансова система здатна виконувати функцію переміщення фінансових ресурсів лише за умови, що вона гарантує постачальникам фінансових ресурсів повернення цих ресурсів і відповідну доходність їх інвестицій. Така гарантія не надається виключно укладеними контрактами, а визначається рішеннями, що приймаються на рівні окремої фірми. Комплексним механізмом контролю за діями менеджерів і впливу на активність фірми є корпоративне управління, завдяки якому зовнішні інвестори можуть захистити свої інвестиції у підприємство та отримати обіцяну доходність на інвестиції.

Аналогічні потоки впливу виникають через існуючу в країні систему пенсійного страхування, через правову систему країни тощо. Остання, наприклад, визначає, які види фінансових контрактів можливі в економіці, які види механізмів управління можуть застосовувати корпорації, які обмеження накладаються на випуск і обіг цінних паперів тощо, отже, у кінцевому підсумку, визначає рівень і характер фінансових послуг в економіці, і тому постає як важливий компонент фінансової системи [196, р. 2].

Унаслідок присутності різноманітних потоків впливу виникає спірне питання щодо компонентного складу фінансової системи, на яке в науковій літературі немає однозначної відповіді. Як справедливо підкреслюють німецькі дослідники, їх наявність не лише значно розширює зміст концепції фінансової системи, але водночас акцентує увагу на проблемі визначення категорії *фінансова система* [603, р. 4]. На наш погляд, потоки впливу відображають характеристики зворотних зв'язків фінансової системи. По-перше, вони засвідчують взаємообумовленість явищ і процесів, розділених у просторі й у часі; так, у випадку корпоративного управління це: 1) пропозиція й постачання фінансових ресурсів

власниками заощаджень; 2) отримання зовнішнього фінансування фірмами. По-друге, вони показують зворотний вплив результатів процесу на його перебіг; у разі корпоративного управління, наприклад, вони характеризують ефекти (рентабельність використання зовнішніх фінансових ресурсів на рівні фірм і, відповідно, доходність інвестування та гарантованість повернення інвестованих коштів), які мотивують рішення економічних суб'єктів щодо інвестування. Разом з тим включення потоків впливу до складу фінансової системи можна інтерпретувати як властивість нечіткості її структури, яка віддзеркалює нечіткість її меж. Так, система корпоративного управління постає як структурний компонент і фінансової системи, і корпоративного сектора економіки, тобто економічного середовища водночас.

Характеристики фінансової системи, отримані на основі конструктивного підходу, доповнюють дескриптивне визначення фінансової системи. *Фінансова система є просторово-часовою функціональною, динамічною системою, яка безперервно взаємодіє із середовищем. Як підсистема економічної системи, фінансова система є економічним інститутом, який сприяє розподілу у просторі й часі економічних ресурсів у суспільстві шляхом надання фінансових послуг і спрямування потоків фінансових ресурсів.*

1.2.3. СТРУКТУРА ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ

Компоненти і зв'язки фінансової системи. Будь-яка система характеризується складом – упорядкованою множиною взаємопов'язаних компонентів, яка має структуру та організацію і через яку реалізується функціонування й розвиток системи [153, с. 463, 610, 657]. Поняття *компонент системи* є відносним. Залежно від способу розглядання в одній і тій самій системі можуть виділятися як її компоненти найрізноманітніші "одиниці" – будь-які об'єкти, пов'язані з іншими об'єктами у складний комплекс. Тому доцільно компоненти фінансової системи умовно поділяти на елементи й підсистеми.

Елементи. Критерій виокремлення елемента системи запропонований В. Афанасьєвим. Елемент виступає границею членування в рамках даної якості системи і є неподільним, елементар-

ним носієм цієї якості [8, с. 74]¹⁴. За цим критерієм на рівні об'єкта елементом фінансової системи виступають *гроші*. Причому гроші, на наш погляд, слід розглядати як першоелемент фінансової системи: саме вони забезпечують рух і перерозподіл ресурсів у формі узагальненої купівельної спроможності. По-перше, наявність грошей із притаманними їм функціями створює можливість укладання контрактів на термін і робить таким чином можливим переміщення фінансових ресурсів у часі. По-друге, гроші дозволяють надавати заощадженням форму узагальненої купівельної спроможності, що створює можливість руху фінансових ресурсів від власників заощаджень до позичальників. По-третє, фонди фінансових ресурсів представляють собою запас грошей. Тому слід погодитися з точкою зору, відповідно до якої формою виявлення фінансових ресурсів є фонди грошових коштів [1, с. 126]. Отже, гроші не лише роблять можливим, а й становлять матеріальну основу існування самої фінансової системи.

На рівні суб'єкта елементом фінансової системи, як і економічної системи в цілому, виступає *індивід* із його потребами [8, с. 74; 50, с. 20–22; 81, с. 50]. По-перше, індивід виконує функцію цілепокладання, тобто задає цілі суб'єктам фінансових відносин, представником або складовою частиною яких він є. По-друге, індивід виступає носієм суспільних потреб, і як такий, він об'єктивно задає кожній підсистемі економічної системи (від окремої фірми до фінансової системи) її функцію – задоволення конкретних потреб. По-третє, обмін діяльністю між індивідами на основі поділу праці не лише дозволяє кожному індивіду виконувати певну економічну роль, а й становить основу для кооперативної взаємодії компонентів фінансової системи. Зрештою, саме діяльність індивіда є джерелом внутрішніх флуктуацій і національної економіки, і фінансової системи, як її складової. Як справедливо вказує В. Степін, взаємодія людини із системами, що саморозвиваються, відбувається таким чином, що "сама людська дія не є чимось зовнішнім, а начебто включається у систему, видозмінюючи кожний раз поле її можливих станів" [140, с. 113].

¹⁴ Як зазначає В. Афанасьєв, елемент є неподільним не взагалі, а лише в рамках даної якості. Членування його виводить дослідника в якісно іншу систему.

Підсистеми. На відміну від такого компонента фінансової системи, як елемент (який не поділяється на складові частини), підсистеми – це компоненти фінансової системи, які, у свою чергу, самі є складними системами. Оскільки фінансова система – багаторівнева складна система, то в її межах виділяються підсистеми різного порядку, які за своїм характером не є рівноправними. За таким критерієм, як функціональне призначення, підсистеми фінансової системи можна розмежувати на три типи: базові (суб'єктні) компоненти; фінансові підсистеми; підсистема управління.

Базові (суб'єктні) компоненти фінансової системи – це компоненти, які приймають рішення і стійка взаємодія яких веде до створення систем вищого порядку. Базові компоненти фінансової системи охоплюють економічних суб'єктів (суб'єкти первинних секторів економіки й фінансові інститути), що задають попит і пропозицію на фінансові ресурси й фінансові послуги та створюють механізми, що забезпечують рух фінансових ресурсів і фінансових послуг в економіці. Взаємодія і взаємозв'язок базових компонентів можливі завдяки наявності у них відмінної і навіть суперечливої системи потреб та інтересів щодо управління власними економічними ресурсами.

Унаслідок стійких взаємодій економічних суб'єктів одного з одним у межах фінансової системи утворюються нові структури, яким притаманні властивості цілісної системи – прагнення до самозбереження за змістом, до самоповторення за формою [110, с. 1]. Таким чином, на основі взаємодії економічних суб'єктів, яка характеризується сукупністю різноманітних зв'язків і відносин, усередині фінансової системи можна виокремити цілий ряд відмінних системних компонентів – *фінансових підсистем*.

- сегменти фінансової системи (кредитний і фондовий сегмент, або на більш дезагрегованому рівні – банківська система, система контрактних заощаджень, ринок цінних паперів тощо);
- фінансові ринки (прямі й посередницькі ринки);
- система корпоративного управління;
- платіжна система;
- грошова система тощо.

Фінансові підсистеми можуть бути об'єднані у спільну категорію – *сферу реальної фінансової системи*. Якісна відмінність останньої – реалізація визначених функцій фінансової системи в економіці.

Окрім цих компонентів фінансової системи методологічно важливим є виділення такого її компонента, як *підсистема управління* (система регулювання й контролю), основне функціональне призначення якої – забезпечення цілісності функціонування фінансової системи. З погляду системного аналізу, управління у складних системних об'єктах виступає як телеономічний вплив керуючих структур на керовані підсистеми для досягнення оптимального функціонування об'єкта в цілому. Телеономічність управління – його провідна характеристика: будь-яке регулювання передбачає досягнення заданого кінцевого стану керованих підсистем як головної задачі управління [86, с. 1].

Можна визначити три основних напрями дії підсистеми управління фінансової системи, спрямовані на підвищення ступеня цілісності фінансової системи. По-перше, система управління визначає спільні формальні "правила гри" у фінансовій системі, а також здійснює нагляд і контроль за дотриманням цих правил і взаємних зобов'язань, узятих на себе учасниками фінансової системи. По-друге, отримуючи інформацію про стан об'єкта управління (тобто реальної фінансової системи) і зовнішнього середовища, система управління координує зміни стратегічних параметрів функціонування фінансової системи відповідно до змін середовища, зокрема, економічної системи. Третій напрямок – створення системи стимулів, призначених спрямовувати діяльність учасників фінансової системи відповідно до реалізації завдань економічної системи в цілому. Система управління узгоджує приватні стимули з суспільним інтересом таким чином, щоб регулювання фінансової діяльності з боку керуючої системи (приміром, нагляд за фінансовими установами з боку державних органів) підсилювалося контролем з боку учасників фінансової системи (зокрема, через саморегулятивні організації). Завдяки цим функціям керуюча структура не лише регулює безпосередню поведінку реальної фінансової системи, а й формує внутрішній механізм її самоорганізації.

Оскільки фінансова система є складною системою, яка представлена різноманітними підсистемами, то ефективність управління передбачає, що власне система управління має бути не менш різноманітною. Це досягається за рахунок структуризації управляючої системи – у фінансовій системі формуються взаємодіючі підсистеми управління, кожна з яких вирішує певне часткове завдання в умовах відносної самостійності. У системі управ-

ління виокремлюються: 1) центральний орган управління, функцією якого є координація дій підсистем, стимулювання і регламентація їх діяльності. Це забезпечує узгодженість власних інтересів підсистем з метою усієї керованої системи; 2) локальні органи управління на рівні кожної з підсистем фінансової системи. Формування регулюючих підсистем на рівній кожній окремій підсистемі – від окремого фінансового інституту (приміром, страхової компанії чи комерційного банку) до визначеного фінансового сегмента (відповідно, страхової системи або системи комерційних банків) – дозволяє збільшити дієздатність системи управління. Парадоксальним є те, що на практиці у багатьох національних фінансових системах існує множина локальних органів управління, тоді як центральний орган управління фінансовою системою в цілому – відсутній. У результаті такі фінансові системи характеризуються множинною рівновагою або локальними оптимумами функціонування підсистем, але не здатні досягти глобального оптимуму функціонування фінансової системи. Ця характеристика має важливі наслідки для розвитку фінансових систем та їх впливу на економічний розвиток.

Іншою основою для розмежування системи управління є інституціональний статус керуючого органу. У першому наближенні можна виокремити механізми державного й недержавного управління: систему державного регулювання і контролю за фінансовою системою і систему саморегулювання фінансових інститутів та ринків. Держава створює соціальні інститути, які полегшують кооперацію діяльності (приміром, законодавство), а також конкретні економічні інститути (інстанції і процедури), які реалізують функцію управління – такі державні органи, як центральний банк, міністерство фінансів, комісія з цінних паперів, комітет з фінансових послуг тощо. Інший рівень управління реалізується через саморегулювальні організації. Останні встановлюють додаткові внутрішньосистемні "правила гри" у фінансовій системі як неформальні (приміром, через кодекси поведінки її учасників), так і формальні (через конкретні процедури, що регулюють взаємодію учасників фінансової системи).

Зв'язки. Компоненти фінансової системи існують не ізольовано, а пов'язані між собою складною системою зв'язків, які перетворюють фінансову систему з простого набору компонентів на цілісність. Ці зв'язки різняться як за характером (функціона-

льні й причинні), так і за напрямом дії (прямі та зворотні). Компоненти фінансової системи зв'язані між собою прямо або опосередковано – через інші компоненти. Це означає, що кожний з компонентів фінансової системи може безпосередньо взаємодіяти не з усією множиною інших компонентів, а лише з тією чи іншою її частиною. Оскільки відносно сталий спосіб (закон) зв'язку компонентів системи характеризує і визначає її структуру, то справедливо слід визнати точку зору, згідно з якою під зв'язками розуміють компоненти системи, які не приймають рішень і здійснюють взаємодію між іншими компонентами системи [46, с. 84].

У структурі фінансової системи присутні два типи зв'язків: *зв'язки субординації*, які відображають наявність у фінансовій системі особливих керуючих механізмів, через які структура цілого впливає на характер функціонування й розвиток частин (система управління); *зв'язки координації*, які узгоджують поведінку компонентів (елементів) у межах одного рівня.

За типологією Я. Корнаї, у будь-якій соціальній системі існує чотири основних форми координації – бюрократична, ринкова, етична та агресивна [73, с. 69–70]. Означені форми координації щодо взаємодії учасників фінансової системи можуть бути конкретизовані так:

- при бюрократичній координації поведінка економічних суб'єктів має адміністративно регламентований характер. В її основі – механізм адміністративного примусу та узаконені санкції за порушення визначеної поведінки;
- ринкова координація здійснюється в процесі обміну між рівноправними економічними суб'єктами. В її основі – взаємоузгодження інтересів (потреб) економічних суб'єктів через ринкові механізми, які надають інформацію і стимули (головним чином у формі цін), необхідні для прийняття рішень. Поведінка економічних суб'єктів визначається прагненням максимізації вигод;
- етична координація, як і ринкова, відбувається між рівноправними економічними суб'єктами, але взаємозв'язки між ними та їхня поведінка базуються на системі неофіційних норм, закріплених у традиціях і звичаях;
- агресивна координація базується на односторонній силі примусу, яка не регламентована правом і не визнається системою неофіційних норм. Взаємозв'язки між економічними суб'єк-

тами мають випадковий характер і здійснюються за змінюваними правилами, нав'язаними за "правом сильного". Цей тип координації найбільшою мірою притаманний угодам тіньового характеру.

Хоч у межах фінансової системи в принципі використовуються всі означені форми координації, системоутворюючими є дві – ринкова й бюрократична. У ринковій економіці зв'язок базових компонентів фінансової системи забезпечує ринок і, відповідно, основна форма координації у фінансовій системі має ринковий характер. При адміністративно-командній системі господарювання у фінансовій системі складаються висококонтрольовані зв'язки неринкового характеру і переважає взаємодія на основі адміністративної регламентації. На підставі домінуючої форми координації можна виокремити два *типи фінансових систем*.

- фінансова система ринкового типу;
- фінансова система адміністративного (неринкового) типу.

Зв'язки у фінансовій системі можуть мати інституціолізований і неінституціолізований характер. Інституціолізація ринкової форми координації спричинила виникнення конкретних фінансових установ (приміром, фондових бірж і комерційних банків), зв'язків субординації – формування органів державного регулювання й нагляду за діяльністю інститутів фінансової системи. Рівень інституціолізації зв'язків (отже, інституціонального оформлення реалізації фінансових відносин) є критерієм для виокремлення *форм фінансових систем* – організованих (формальних) і неформальних. Організовані фінансові системи охоплюють рух, посередництво та управління фінансовими ресурсами, інформаційними потоками й ризиками, які здійснюються за допомогою спеціалізованих фінансових інститутів і організованих фінансових ринків, що утворюють фінансовий сектор економіки. Неформальні фінансові системи базуються на двосторонніх відносинах і функціонують поза межами спеціалізованих фінансових інститутів, коли фінансові операції здійснюються в межах родини, через партнерства або інші форми неакціонерних підприємств [154, с. 37, 81]. У таких випадках фінансові угоди не формалізовані, домінують персоналізовані типи кредитування з механізмом виконання, який базується на групових нормах поведінки. Ці угоди не мають юридичного статусу й не підпадають під державне регулювання. Такого роду фінансова діяльність особливо поширена

на ринках, що формуються. Перехід від неформальних до формальних фінансових систем визначається зміною потреб споживачів і постачальників фінансових послуг. У міру розвитку економіки неформальні фінансові відносини стають менш важливими, інвестування на основі самофінансування спочатку поступається місцем запозиченням у банківських посередників, а потім – ринкам цінних паперів, які стають додатковим джерелом залучення зовнішніх ресурсів. У результаті, фінансові і ринкові посередники перетворюються на провідних учасників фінансової діяльності в економіці.

Система зв'язків, що встановлюються у фінансовій системі, забезпечує розподіл, напрями і рух матеріальних потоків (фінансових ресурсів і фінансових послуг), інформації і потоків впливу. Так, система управління надає інформацію у вигляді законів і нормативів, сфера реальної фінансової системи – економічну інформацію щодо обсягів фінансових ресурсів, напряму грошових потоків, якості та кількості фінансових інструментів і фінансових послуг, цін на них тощо. У межах фінансової системи інформація часто має інституціолізований характер – продукується спеціальними інформаційними агенціями, які утворюють інформаційну інфраструктуру фінансової системи. Інформаційні та матеріальні потоки і потоки впливу можуть пов'язувати між собою окремі компоненти фінансової системи та її підсистеми безпосередньо або через певні проміжні ланки. На основі різноманітних форм зв'язків між компонентами фінансової системи і між фінансовою та економічною системами виникають фінансові відносини – економічні відносини між учасниками фінансової системи.

Відносини. Згідно з поширеним підходом, фінансові відносини – це економічні відносини, пов'язані з формуванням і використанням фондів фінансових/грошових ресурсів або рухом грошових потоків [17, с. 126; 24, с. 4; 101, с. 7; 158, с. 27]. Інший підхід пов'язує фінансові відносини з міжчасовими рішеннями щодо доходу і споживання [604, р. 3–4]. Однак слід розрізняти змістовний і функціональний аспекти фінансових відносин. З системних позицій, специфіка фінансових відносин полягає в тому, що вони 1) є відносинами, які зумовлені участю компонентів (суб'єктів) фінансової системи в реалізації функцій фінансової системи в цілому, і як наслідок, 2) проявляються й функціонують через конкретні форми фінансово-економічної діяльності і тому завжди

є опосередкованими (предметними). Оскільки функції фінансової системи різноманітні, як і форми фінансово-економічної діяльності, це дозволяє стверджувати, що *функціонально* фінансові відносини не обмежуються відокремленими відносинами з формування і використання фондів фінансових ресурсів, спрямування грошових потоків між суб'єктами чи міжчасового вибору. У найбільш загальному (спрощеному) трактуванні їх можна визначити як економічні відносини, які полягають у впорядкуванні боргових і неборгових зобов'язальних відносин між економічними суб'єктами, що виникають в процесі управління економічними ресурсами. На глибинному сутнісному рівні – *це відносини з приводу використання й розподілу вартості, яка перебуває у власності економічних суб'єктів і набуває різної речовинної форми – як форми реальних активів (земля, споруди, обладнання, продукція, підприємства як майновий комплекс тощо), так і форми фінансових ресурсів.* Фінансова система забезпечує купівлю і продаж прав на вартість у вигляді торгівлі фінансовими активами; це втілюється у обміні й розподілі вартості між економічними суб'єктами. Фінансова система також надає можливість управляти вартістю без передачі прав на неї і без руху відповідної вартості між суб'єктами фінансових відносин. Проявом такого управління може служити самофінансування, зменшення (або уникнення) цінового ризику, пов'язаного з володінням товарами через укладання ф'ючерсних угод, корпоративне управління.

У результаті сукупності відносин, які складаються в межах фінансової системи і між її структурними компонентами та зовнішнім середовищем, характеризується великою різноманітністю форм, рівнів і ланок, які частково перетинаються між собою. Вони можуть бути згруповані за різними критеріями, наприклад:

- за суб'єктами відносин – відносини між виробниками (постачальниками) і споживачами (користувачами) фінансових послуг, між власниками заощаджень і позичальниками, між емітентами фінансових зобов'язань і покупцями фінансових активів/вимог (фінансовими інвесторами), між окремими фінансовими інститутами, між інститутами фінансового сектора і державою тощо;
- за секторами/галузями народного господарства – економічні відносини, пов'язані з наданням фінансових послуг і фінан-

сових ресурсів сільському господарству, промисловим підприємствам, сектору державного управління тощо;

- за підсистемами фінансової системи – відносини у фінансовій системі в цілому, в межах окремих її сегментів (банківської системи, приміром), усередині окремих фінансових інститутів тощо;
- за функціональною ознакою – відносини, пов'язані з розподіленням і користуванням економічними ресурсами; з акумуляцією і перерозподілом фінансових ресурсів; з виробництвом, наданням і споживанням фінансових послуг; з управлінням ризиками; з характером фінансування реального сектора економіки; з управлінням фондами фінансових ресурсів тощо;
- за сутністю – організаційно-економічні відносини, пов'язані з механізмом функціонування фінансової системи в цілому; відносини, пов'язані з реалізацією її окремих функцій, приміром з механізмом створення грошей;
- за типом відносин – стійкі (повторювані, регулярні) і випадкові (мінливі, неповторювані).

Означена класифікація не є вичерпною. Економічні відносини еволюціонують, і в процесі еволюції змінюються.

Суб'єктні компоненти фінансової системи. Спільним для суб'єктів фінансової системи є те, що в процесі управління власними економічними ресурсами кожний з них формує фонди фінансових ресурсів і використовує певну систему управління такими фондами, яка сполучає в собі відповідну фінансову політику, методи та інструменти тощо. При цьому вони чітко розділяються між собою за методами формування фондів фінансових ресурсів, за способом формування доходів і здійснення витрат, за характером економічних потреб у виробництві і споживанні фінансових ресурсів та фінансових послуг, а також за своєю функціональною роллю як у економічній системі в цілому, так і у фінансовій системі зокрема.

Фінансові інститути, або інститути фінансового сектора є постачальниками фінансових продуктів в економіці. Вони задовольняють такі види попиту в економіці: попит на засіб обміну і платежу (гроші); попит на фінансові ресурси для фінансування виробничого капіталу; попит на прибуткові активи, які втілюють різні комбінації ризику, доходності й ліквідності (усі види фінансових активів); попит на забезпечення в похилому віці (пенсійне

забезпечення); попит на допомогу в разі втрати людського капіталу (страхування життя і недієздатності) тощо. Фінансові інститути охоплюють різноманітні типи установ – від комерційних банків і страхових компаній до фондових бірж і брокерських фірм. Усі ці фінансові інститути поєднують те, що вони збирають, обробляють і розповсюджують інформацію, займаються переміщенням і розподілом фінансових ресурсів в економіці від власників заощаджень до позичальників і надають фінансові послуги. Відмінності між ними зумовлені характером їхньої діяльності в процесі переміщення фінансових ресурсів (згідно з типом посередництва) і надання фінансових послуг, впливом на створення ліквідності в економіці, характером виконуваних функцій тощо. Система фінансових інститутів, відповідно, поділяється на класи (інститути фінансового посередництва, інститути ринкового посередництва, інфраструктурні інститути) і типи (приміром, інститути фінансового посередництва за своїми функціями розмежовуються на депозитно-грошові інститути, контрактні ощадні інститути, інвестиційних посередників). Особлива роль належить інститутам фінансового посередництва. Вони надають вигоди від економії, зумовленої зростанням масштабу (ефект масштабу) і від спеціалізації при агломерації роздрібною капіталу та розпорошеної інформації. Завдяки спеціалізації та економії на масштабах, фінансові посередники істотно зменшують трансакційні витрати в економіці.

Особливість *суб'єктів первинних секторів економіки* як компонентів фінансової системи полягає в тому, що вони забезпечують і попит, і пропозицію фінансових ресурсів в економіці. З одного боку, кожний з них є споживачем фінансових ресурсів, який шляхом випуску фінансових зобов'язань може збільшити свій інвестиційний капітал. З іншого боку, кожний із суб'єктів первинних секторів з різною метою може накопичувати фінансові активи й у такий спосіб виступає як постачальник фінансових ресурсів. Водночас усі вони є споживачами фінансових продуктів в економіці.

Основними фінансовими потребами *домогосподарств* є платіжні послуги й залучення відносно невеликих сум кредитів. Як група, домогосподарства мають у своєму розпорядженні надлишкові кошти (заощадження) і виступають як чисті постачальники фінансових ресурсів. Тому вони визначають попит на ліквідні, зручні для володіння фінансові активи для зберігання заощаджень. Отже, домогосподарства зацікавлені у певній зручності і

простоті отримання фінансових послуг, ліквідності і безпеці фінансових продуктів, що пропонуються фінансовою системою.

У *суб'єктів підприємницького (корпоративного) сектора* фінансові потреби складніші. Поряд із споживанням платіжних послуг, фірми мають вкладати кошти на значні суми й тривалі терміни, використовувати акредитиви і гарантії, займатися купівлею і продажем іноземної валюти тощо. Підприємницькі фірми також можуть безпосередньо виходити на фінансові ринки шляхом емісії власних фінансових інструментів. Підприємницький сектор незмінно є чистим позичальником. Фірмам необхідні короткотермінові кредити для купівлі товарно-матеріальних запасів і довготермінові ресурси для фінансування розширення основного капіталу. Специфіка підприємницького сектора як учасника фінансової системи полягає в тому, що деякі найбільші нефінансові фірми пов'язані з виробництвом і наданням фінансових послуг. Перебираючи функції фінансових інститутів, вони надають власні фінансові послуги, наприклад торговельні кредити своїм замовникам.

Держава в особі сектора державного управління відіграє потрійну роль у фінансовій системі. По-перше, центральний уряд виконує регуляторні функції щодо фінансової системи. Крім того, держава втручається в діяльність фінансового сектора з метою здійснення контролю над грошима і кредитами: саме через фінансову систему проводиться монетарна політика. По-друге, держава виступає водночас і як безпосередній учасник фінансової системи. Будь-який уряд, центральний чи місцевий, користується платіжними та іншими фінансовими послугами. Часто уряд здійснює пряму абсорбцію заощаджень, використовуючи фінансову систему як джерело коштів на покриття поточних видатків і витрат на капітал. Дефіцит державного бюджету фінансується за рахунок продажу державних цінних паперів приватному сектору і банківських кредитів. У разі профіциту держбюджету держава виступає як постачальник фінансових ресурсів. По-третє, держава може діяти як фінансовий посередник. Функція посередництва держави проявляється при безпосередньому втручанні у процес розміщення фінансових ресурсів з метою фінансування розвитку насамперед через політику фінансової репресії, надання фінансування/кредитування за рахунок суспільних фондів державних фінансів, державну систему соціального страхування, пряму власність і управління фінансовими інститутами тощо [264, р. 15]. У багатьох країнах існують

програми обов'язкового кредитування пріоритетних галузей виробництва. Якщо ж держава є власником банків та інших фінансових інститутів, вона має можливість прямо брати участь у розміщенні фінансових ресурсів в економіці. Специфіка держави як фінансового посередника полягає в тому, що розміщення нею фінансових ресурсів (особливо при раціонуванні кредитів) базується на завданнях макроекономічної політики, а не на аналізі ризиків інвестування. Як наслідок, роль держави як фінансового посередника по суті роз'єднує інвестиційні рішення і стимули отримання прибутку і в загальноекономічному плані веде до підвищення фінансового ліверіджу корпоративного сектора економіки.

Оскільки національна фінансова система є складовою світових фінансової та економічної систем, до її учасників належать і суб'єкти інших країн, які в сукупності відіграють роль, аналогічну ролі інституціонального сектора економіки і тому можуть бути об'єднані в окремий *міжнародний сектор*. Фінансові угоди, пов'язані з міжнародною торгівлею, викликають припливи і відтоки фінансових ресурсів в економіку певної країни або з неї. При перевищенні імпорту товарів і послуг над експортом виникає зовнішнє запозичення, яке породжує чистий приплив капіталу у вигляді міжнародних позик, продажу довготермінових фінансових активів іноземним інвесторам, прямих іноземних інвестицій у дану країну тощо. Якщо країна виробляє більше, ніж споживає, то вона виступає чистим експортером капіталу. У цьому разі виникають потоки фінансових вимог до резидентів інших країн. Водночас учасники міжнародних економічних відносин користуються платіжними і розрахунковими послугами, управляють ризиками, здійснюють валютні операції тощо.

Підсистеми як компоненти фінансової системи. Організаційна структура фінансової системи. Щоб дослідити і формально описати процес функціонування фінансової системи, важливо представити її на рівні *функціональних блоків* – окремих підсистем як функцій певної сукупності відносин і властивостей.

Фінансова система характеризується значною глибиною (силою) і разом з тим різним ступенем тривкості інформаційних і матеріальних зв'язків між окремими компонентами. За своєю інтенсивністю зв'язки окремих компонентів між собою розрізняються. Рівень глибини і тривкості зв'язків між компонентами фінансової

системи – визначальний критерій для виокремлення підсистем. Останні можна розглядати як відносно самостійні локальні системи в межах системи вищого порядку, тобто власне фінансової системи, які мають ті чи інші додаткові ступені вільності. З цього погляду під *фінансовою підсистемою* слід розуміти таку сукупність компонентів фінансової системи, тіснота зв'язку між якими істотно перевищує тісноту зв'язку між виокремленою сукупністю та її середовищем. Таким чином, окремий комерційний банк або їх сукупність у вигляді системи комерційних банків, окремий фінансовий посередник або група фінансових посередників, виокремлених на основі видів їх діяльності і функцій в економіці (інвестиційні посередники, інститути контрактних заощаджень), можуть розглядатися як відповідні підсистеми фінансової системи. У результаті фінансова система роздроблюється на підсистеми, пов'язані між собою горизонтальними і вертикальними взаємодіями.

У зв'язку з цим методологічно важливим є визначення організаційної структури фінансової системи. У вітчизняних дослідженнях під організаційною будовою фінансової системи розуміють сукупність фінансових органів та установ, що управляють грошовими потоками [1, с. 142, 145; 60, с. 48–50]. Під *організаційною структурою* ми розуміємо внутрішню будову фінансової системи, форму організації фінансових відносин через фінансові інститути, яка відображає спосіб організації компонентів фінансової системи в єдине ціле. Для розкриття організаційної будови фінансової системи необхідно здійснити її послідовну декомпозицію, відзначаючи в ній підсистеми всіх рівнів, доступних аналізу.

У сукупності підсистеми фінансової системи за рівнем інституціалізації чітко розділяються на два типи:

- інституціонально-орієнтовані, або інституціонально-структуровані фінансові підсистеми;
- функціонально-орієнтовані, або функціонально-структуровані фінансові підсистеми, або функціональні підсистеми.

Цей поділ є умовним у тому сенсі, що кожен з типів фінансових підсистем: 1) виконує певні функції і тому має розглядатися як функціональна підсистема, 2) структурує взаємодії між учасниками фінансової системи і тому має інституціональний характер.

Інституціонально-структуровані фінансові підсистеми базуються на визначених економічних інститутах (організація) – фі-

нансових установах¹⁵. У найзагальнішому визначенні фінансові установи є результатом кооперативної взаємодії індивідів і "складаються з групи індивідів, пов'язаних між собою спільним прагненням досягти певних цілей" [97, с. 13]. Їм притаманна цілеспрямована організована економічна діяльність, яка має сталий характер і зберігається тривалий період часу (як правило, кілька десятиліть). Функції фінансових установ визначаються поділом праці і полягають у задоволенні суспільних потреб у визначених фінансових послугах.

Як підсистема фінансової системи фінансові установи представляють собою організаційну форму, яка оформлює відносини товарного виробництва [103, с. 200] з купівлі-продажу фінансових активів і фінансових послуг, і є самостійним суб'єктом господарювання. Конкретно-історичний тип фінансових інститутів визначається домінуючою формою їх діяльності, спрямованої на задоволення конкретних, історично обумовлених потреб у фінансових послугах. Фінансовій установі (як і будь-якій фірмі) притаманна така система ознак: вона є юридичною особою; використовує свої активи з метою отримання бажаних господарських результатів і виконання зобов'язань; об'єднує ресурси та індивідів; полегшує кооперацію праці індивідів; робить можливим узгодження їх потреб та інтересів [50, с. 25].

Те чи інше поєднання (конфігурація) фінансових установ на основі здійснюваних функцій та інтенсивності зв'язків дозволяє виокремлювати відповідні фінансові підсистеми вищого порядку. Основними серед них є фінансові підсистеми, що утворюються сукупністю фінансових установ, які виконують однакові функції в економічній системі. Приклад таких підсистем – система страхування, банківська система, система фондового ринку, система пенсійного страхування тощо. Вони є багатофункціональними підсистемами, які мають відносну самостійність. Так, функціями банківської системи є акумуляція заощаджень, розподіл фінансових ресурсів, оцінювання інвестиційних проектів, диверсифікація ризиків, створення грошей, забезпечення ліквідності інвестицій, трансфор-

¹⁵ "Установами в строгому сенсі слова можна назвати лише інституціональні організації, що є уречевленими або ж опредметненими інститутами, тобто різноманітні організації, які виступають безпосереднім інструментом упродовження й захисту існуючих інститутів" [162, с. 218].

мація строків і обсягів тощо. У сукупності фінансові інститути і відповідні підсистеми є основою фінансового сектора економіки.

Функціонально-орієнтованою фінансовою підсистемою, або власне функціональною системою є комплекс компонентів (інститутів і організацій), об'єднаних на основі виконання якої-небудь чітко окресленої і специфічної фінансової функції [4, с. 48; 7, с. 298–311]. У кожен функціональну підсистему вибірково об'єднуються різні компоненти і структури незалежно від їх організаційної приналежності. Функціональна підсистема отримує нові, не властиві її частинам якості, котрі їй притаманні *лише як цілісному утворенню*. За своїм масштабом і значенням функціональні підсистеми різноманітні. Серед них – платіжна система, система корпоративного управління, грошова система, система управління ризиками тощо.

Центральним системоутворюючим фактором кожної функціональної підсистеми є результат як корисний кінцевий ефект її діяльності. Він визначає доцільність функціонування такої системи, її організацію, якісну визначеність, удосконалення і розвиток, отже, виступає як універсальний організуючий фактор¹⁶. Націленість на результат зумовлює такі важливі риси функціональної підсистеми. По-перше, досягнення результату завжди тяжіє над системою, домінуючи над операціями з організації та регулювання системи. Унаслідок одні й ті самі функціональні системи можуть істотно розрізнятися за структурою. Так, платіжні системи здебільшого базуються на банківському секторі, але можуть включати також спеціалізовані установи, наприклад, клірингові або розрахункові палати, можуть бути централізованими або децентралізованими, розрізнятися моделями потоків повідомлень і моделями платіжних потоків, мати різні системи розрахунків (на валовій або на чистій основі), застосовувати різні методи здійснення грошових переказів (з використанням двосторонніх корес-

¹⁶ "Усі ланки цієї системи, – зазначав П. Анохін, – пов'язані взаємовпливом, який не відбувається хаотично або неорієнтовано, а розвивається таким чином, що всі компоненти системи сприяють один одному, тобто їх зусилля фокусуються на шляхах отримання корисного результату для даної системи або для організму в цілому. Отже, у функціональній системі результат є універсальним організуючим фактором. Саме це і визначає, в якому місці і в який час увімкнеться той або інший компонент системи" [3, с. 578].

понтентських стосунків, з використанням рахунків у банку-посереднику, який відіграє роль агента з розрахунків, з використанням спеціалізованих розрахункових установ і мереж) тощо. По-друге, результат є фактором інтеграції даної системи і збереження її цілісності. Невідповідність даного стану системи результату веде до того, що система змінює свій склад, щоб досягти необхідного результату. Звідси висока рухомість компонентів системи: якщо той чи інший її компонент не дає можливості досягнення результату – він замінюється. Приміром, нездатність платіжної системи за даної структури вчасно виконувати платіжні зобов'язання на якомусь ринку спричиняє зміну системи механізмів, які служать для переказу грошових сум і розрахунку за платіжними зобов'язаннями, що виникають між суб'єктами господарювання.

Таким чином, функціональні підсистеми – це спеціалізовані фінансові підсистеми, які здійснюють специфічні функції і структуровані під виконання певного завдання – отримання певного результату. Так, система корпоративного управління охоплює сукупність угод і механізмів, що визначають, яким чином зацікавлені групи здійснюють контроль над капіталом фірм, намагаються впливати на ключові рішення фірм і шляхи, якими вони здійснюють свій вплив [603, р. 4]. Її основна функція – захист вкладеного капіталу зовнішніх інвесторів через вплив на управління переданими в користування фірмам фінансовими ресурсами. Призначення грошової системи – створювати платіжні засоби в економіці. Натомість платіжна система включає будь-яку сукупність механізмів, які дозволяють суб'єктам господарювання виконувати зобов'язання, взяті ними при придбанні матеріальних або фінансових ресурсів. Це набір платіжних інструментів, банківських процедур і, як правило, міжбанківських систем переказу коштів, поєднання яких забезпечує грошовий обіг, разом з інституціональними та організаційними правилами і процедурами, що регламентують використання цих інструментів та механізмів [109, с. 12, 16]. Її базова функція полягає в забезпеченні передачі грошової вартості в обмін на товари, послуги і фінансові активи.

Крім означеного розмежування підсистеми фінансової системи можна поділити за характером діяльності в процесі здійснення функцій фінансової системи так:

- *основні (первинні)* – діяльність яких безпосередньо спрямована на забезпечення виконання тих або інших функцій фінансової системи в економічному середовищі;

- *допоміжні (вторинні)* – які утворюють фінансову інфраструктуру.

Системні характеристики першого типу фінансових підсистем вже розглянуті нами. Що стосується фінансової інфраструктури, то досить часто при дослідженні фінансових систем виокремлюють інституціональну інфраструктуру (що включає інформацію, законодавство, регулювання), яка необхідна для забезпечення нормального функціонування фінансових контрактів. Відповідно, пропонується таке визначення фінансової інфраструктури: цей термін призначений для позначення структури правил і систем, в рамках якої фірми і домогосподарства планують і здійснюють фінансові операції [154, с. 82]. Так, З. Боді і Р. Мертон відносять до фінансової інфраструктури процедури бухгалтерського обліку й судочинства; розрахунково-клірингові організації, які сприяють торгівлі фінансовими інструментами; регулюючі органи, які здійснюють нагляд за взаємовідносинами учасників фінансової системи [16, с. 98]. Подібним чином дослідники Світового банку виходять з того, що фінансова інфраструктура включає правові основи, регулювання і облік, державні інститути, процеси і системи, в рамках яких функціонують фінансові установи [122, с. XI, 43]. Більш детально трактують фінансову інфраструктуру Х. Ван Грюнінг і С. Брайовіч Братановіч [660, р. 18–24]. На їхню думку, це наглядові органи, платіжна система, фінансові професіонали (аудитори, актуарії), реєстратори власності, рейтингові агенції тощо. Отже, в будь-якому разі йдеться про інститути, які створюють основу для нормальної діяльності основних фінансових підсистем.

На наш погляд, під *фінансовою інфраструктурою* слід розуміти сукупність видів діяльності, які забезпечують функціонування основних фінансових підсистем в процесі реалізації тих чи інших функцій фінансової системи. Оскільки фінансова інфраструктура утворюється забезпечуючими підсистемами фінансової системи, то вона містить різні за характером діяльності інститути, які, залежно від виконуваних функцій, можна об'єднати в кілька підсистем (груп):

- регуляторна інфраструктура: наглядові й регуляторні органи та органи саморегулювання, відповідні регуляторні норми і настанови, а також регуляторні функції і процедури – реєстраційні, ліцензійні, наглядові тощо, які регулюють і координують діяльність учасників фінансової системи;

- правова (законодавча) інфраструктура: сукупність законів, що забезпечують дотримання договірних зобов'язань, а також механізми правозастосування в області норм і контрактів;
- система стандартів бухгалтерського обліку та аудиту: забезпечує стандартний формат надання й використання фінансової інформації та прозорість здійснення фінансових операцій;
- платіжна інфраструктура: розрахунково-клірингові процедури, які забезпечують виконання фінансових контрактів;
- система реєстрації прав власності: фіксація прав власності на ліквідні фінансові активи та реєстрація неліквідних активів, які використовуються для кредитного забезпечення (застави);
- мережа безпеки фінансового сектора: система страхування депозитів, пруденційний нагляд і регулювання, наявність кредитора останньої інстанції;
- інформаційна інфраструктура: фірми, що надають інформаційні послуги, приміром, рейтингові агенції, спеціалізовані системи електронної інформації про фінансові ринки; системи передачі фінансової інформації (повідомлень), наприклад, банківська мережа фінансових телекомунікацій S.W.I.F.T.; фінансова преса.

Конкретний зміст і склад підсистем фінансової інфраструктури залежить від типу та характеру фінансових послуг основних фінансових підсистем, діяльність яких вони забезпечують. У системі ринків цінних паперів формуються такі інфраструктурні інститути: реєстратори іменних цінних паперів, зберігачі цінних паперів, інвестиційні консультанти тощо. В інфраструктурі банківської системи виокремлюються такі інститути: бюро кредитних історій, система страхування депозитів тощо.

Ці загальні положення щодо особливостей фінансових підсистем слугують, на наш погляд, основою для визначення внутрішньої організації фінансової системи, зокрема, визначення її основних системних компонентів і співвідношення різних структурно-функціональних рівнів їх організації. У сукупності розглянуті фінансові підсистеми разом з відповідними взаємодіями між ними характеризують інституціональну і функціональну структуру фінансової системи. У результаті фінансова система постає як упорядкована конфігурація окремих фінансових підсистем, які доповнюють одна одну. Це відображає властивість комплементарності фінансової системи.

У процесі функціонування фінансової системи виявляється певна ієрархія таких підсистем, приміром, фінансовий інститут – галузь фінансових послуг – сектор фінансової системи. У сукупності вони безпосередньо відображають ієрархічний принцип організаційної побудови фінансової системи. Згідно з ієрархічною структурою фінансової системи система управління фінансовою системою теж має ієрархічний характер. Унаслідок своєї ієрархічності організаційна структура фінансової системи може бути представлена через структуру її частин – від великих підсистем, подібних банківській системі, до дрібних підсистем рівня окремих фінансових установ. В останньому разі між ними виникають відносини субординації: система центрального банку – система комерційних банків – комерційний банк – відділ комерційного банку. Таким чином, організаційна структура фінансової системи може розглядатися як по горизонталі (наприклад, різні типи фінансових інститутів, різні типи функціональних підсистем), так і по вертикалі – на основі виділення різних рівнів системи, кожний з яких, у свою чергу, включає ряд ієрархічно співвідпорядкованих рівнів на зразок, сегмент – підсистема – інститут (фінансова система – кредитна система – банківська система – система комерційних банків – комерційний банк – відділ комерційного банку).

Аналіз структури фінансової системи і принципів її побудови дає підставу для визначення фрактального характеру фінансової системи. Зважимо на те, що стосовно структури в літературі звертається увага передусім на фрактальність організаційної будови фінансової системи та її підсистем [116, с. 13; 117]. Це аргументується тим, що малий фрагмент структури фінансової системи (банк) подібний її іншому, більшому фрагменту (банківська система) або навіть структурі фінансової системи в цілому. На основі цього робиться висновок, що загальна ємність фінансового ринку має тенденцію до нескінченного зростання [116, с. 14]. Однак гіпотеза фрактальності організаційної будови фінансової системи не може поширюватися на структуру фінансової системи в цілому і з цього погляду є недостатньо обґрунтованою. Наявність у фінансовій системі функціональних підсистем і базових суб'єктних компонентів засвідчує, що за характером такі підсистеми не входять до послідовної вертикальної ієрархії підсистем, отже, не відповідають принципу масштабної інваріантності. Тому на рівні структури фінансової системи як цілісності можна говорити лише про обмежену фрактальність, межі якої задаються ієрархічною

структурою організаційної побудови фінансового сектора. Водночас фрактальність стосується динаміки розвитку та функціонування цілісної фінансової системи і пов'язана із самоподібністю зміни її стану в часі, при якій зберігаються і структура, і призначення фінансової системи.

На основі проведеного аналізу структуру фінансової системи можна представити, як показано в табл. 1.1.

Таблиця 1.1. Структура фінансової системи

Компоненти	Склад
Елементи	Гроші, індивід
Суб'єкти	Фінансові інститути, домогосподарства, нефінансові фірми, держава, суб'єкти міжнародного сектора
Об'єкти	Вартість, фінансові ресурси, фінансові активи, фінансові послуги
Зв'язки	Координації, субординації
Відносини	Див. текст
Підсистема управління	Система державного регулювання і контролю, система саморегулювання
Фінансові підсистеми	Основні (первинні) – банківська система, ринок цінних паперів, система контрактних заощаджень; прямі й посередницькі фінансові ринки; платіжна система; грошова система; система корпоративного управління тощо; допоміжні (вторинні) – фінансова інфраструктура

Все це дає підставу для висновку, що фінансова система – це складна система з великими відмінностями між її основними компонентами. Складність фінансової системи визначається різноманітністю потреб суспільства у фінансових послугах і варіантів їх можливого забезпечення, а також високим динамізмом як власне потреб, так і технічних рішень щодо їх забезпечення в міру поглиблення фінансового розвитку.

1.3. Роль фінансової системи в сучасному економічному середовищі

1.3.1. СУТНІСТЬ І СПІВВІДНОШЕННЯ ФУНКЦІЙ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ

Дослідження фінансового розвитку має виходити насамперед з позиції, наскільки повно фінансова система виконує притаманні їй функції. Водночас визначення та аналіз функцій фінансової системи представляє подальшу конкретизацію сутності фінансової системи.

Хоч єдиної дефініції *функція системи* в літературі не існує, згідно з найпоширенішим підходом, під функцією розуміють сенс існування, призначення, необхідність системи, взаємодію її як цілого із зовнішнім середовищем [36, с. 188; 50, с. 9–10; 153, с. 658, 751; 181, с. 6]. Поширене і розуміння функції як зовнішнього прояву властивостей об'єкта в даній системі відносин [152, с. 401]. Функція вказує на роль, яку дана система виконує щодо більш загальної системи, складовою частиною якої вона є. Функції фінансової системи об'єктивно зумовлені економічним середовищем і можуть бути досліджені лише як функції щодо економічної системи. Отже, функції фінансової системи можна визначити як специфічну роль, яку фінансова система відіграє в економіці щодо задоволення потреб суспільства.

Важливою в методологічному плані представляється точка зору Є. Єрохіної, згідно з якою функція задається будь-якій системі (отже, і фінансовій) ззовні – її середовищем [50, с. 10–11]. Положення про детермінованість функції середовищем вказує на те, що функціонування і розвиток системи визначаються не лише ендогенними, а й екзогенними чинниками – змінами середовища. По-перше, будь-яка зміна функції, спричинена середовищем, веде до зміни механізму функціонування системи, що викликає зміни її структури, зв'язків і поведінки. По-друге, з ускладненням функції в межах старої будови системи відбувається диференціація, яка є потенційною основою для виокремлення і відокремлення нового компонента, отже, розвитку системи. По-третє, від реалізації функції залежить можливість самого існування систе-

ми: якщо функція не виконується, вплив середовища на систему стає деструктивним і може викликати повне її руйнування. Оскільки функція визначає структуру, функціонування і розвиток системи, це дає підставу розглядати функції фінансової системи як головний системоутворюючий чинник.

Серед економістів не склалося єдиного підходу до функцій фінансової системи. Розбіжності стосуються і кількості самих функцій, і трактування їхньої сутності. При цьому виокремлюються як функції економічної категорії (фінансів, кредиту, грошей тощо), так і функції інститутів, за посередництва яких відбувається рух вартості (банків, організованих фінансових ринків тощо) [36, с. 314–318; 60, с. 14–16; 158, с. 28–29; 171, с. 11–12]. Аналіз дозволяє виокремити кілька основних підходів з цього приводу. На макроекономічному рівні найчастіше первинною (або головною) функцією фінансової системи визначається трансформація суспільних заощаджень у суспільні інвестиції [276, р. 3–4]. Інші економісти дотримуються думки, що первинною функцією фінансової системи є ефективний розподіл фінансових ресурсів [16, с. 64]. Згідно зі ще одним поглядом, первинна функція фінансової системи полягає в тому, що вона допомагає розміщувати ресурси в часі і просторі у непевному економічному середовищі [494, р. 691]. Іноді під первинною функцією фінансової системи розуміють забезпечення структури "суспільних рахунків", необхідної для відслідковування вимог різних економічних одиниць на суспільні ресурси [281, р. 1].

Первинна функція фінансової системи, як правило, поділяється на похідні (або базові) функції, які конкретизують головну функцію фінансової системи. І знову ж єдиного підходу до визначення і кількості похідних функцій фінансової системи не існує. З. Боді і Р. Мертон визначають шість базових функцій: забезпечення способів переміщення економічних ресурсів у часі, через кордони держав та з одних галузей в інші; забезпечення способів управління ризиками; забезпечення способів клірингу і здійснення розрахунків, які сприяють торгівлі; забезпечення механізму об'єднання фінансових ресурсів і розподілу володіння в різних підприємствах; надання цінової інформації, яка дозволяє координувати децентралізований процес прийняття рішень у різних галузях економіки; забезпечення способів

вирішення проблеми стимулювання [16, с. 65–74]. Р. Левін виокремлює п'ять таких базових функцій фінансової системи: мобілізація заощаджень, розміщення ресурсів, корпоративний контроль, забезпечення управління ризиками, сприяння торгівлі товарами, послугами і контрактами [494, р. 691]. Досить часто в літературі функції фінансової системи розмежовують на функції фінансових посередників і функції організованих фінансових ринків. О. Мертенс до числа найважливіших функцій фінансових посередників відносить: забезпечення системи розрахунків по операціях економічних агентів; розподіл ресурсів у часі; акумуляція заощаджень; перерозподіл ризику; узгодження терміновості активів і зобов'язань; забезпечення ліквідності інвестицій [89, с. 52–54]. В. Зимовець і С. Зубик поділяють функції фінансового посередництва на дві групи: 1) функції, що характеризують роль і значення фінансового посередництва в економіці; 2) функції як ряд специфічних завдань, що можуть виконуватися виключно в рамках цього виду економічної діяльності [56, с. 18]. В. Шелудько визначає такі функції фінансових ринків: забезпечення взаємодії фінансових активів, у результаті якої встановлюються ціни на фінансові активи, що зрівноважують попит і пропозицію на них; запровадження механізму викупу в інвесторів належних їм фінансових активів і тим самим підвищення ліквідності цих активів; сприяння знаходженню для кожного з кредиторів (позичальників) контрагента угоди, а також зменшення витрат на проведення операцій та інформаційних витрат [171, с. 11–12]. Звернімо увагу, хоч і кількість похідних функцій, і їхнє формулювання різняться, в цілому можна стверджувати про єдність їх економічного характеру.

Прихильники ресурсного підходу до аналізу фінансової системи визначають функції не фінансової системи, а фінансів. Одні виокремлюють три основні функції фінансів: розподільну (розподіл суспільного продукту і національного доходу), стимулювальну (вплив держави на розвиток підприємств і галузей економіки у потрібному для суспільства напрямі за допомогою системи фінансових важелів), контрольну (контроль за розподілом ВВП і національного доходу по відповідних фондах і витрачанням їх за цільовим призначенням) [158, с. 28–29]. Інші виходять з того, що найбільш повно соціально-економічний зміст

фінансів розкривається через дві функції – розподільну і контрольну [60, с. 14–16; 159, с. 17–21]. Перша пов'язана з розподілом і перерозподілом новоствореної вартості й частково вартості минулих років, друга стосується властивості фінансів кількісно віддзеркалювати процес відтворення у фінансових показниках. Іноді вважають, що контрольна функція фінансів реалізується через фінансовий контроль, "призначений сприяти успішній реалізації фінансової політики держави, а також забезпечувати процес формування та використання фінансових ресурсів усіх сфер господарювання" [60, с. 14–16].

У літературі представлена також точка зору, згідно з якою функції фінансової системи за своїм характером не є однаковими для різних економічних систем. За Ф. Кальєром, оскільки фінанси – суспільний інститут, отже, залежать від специфічних культурних, політичних, правових характеристик певного суспільства, то крім своєї головної функції (а саме, забезпечення структури "суспільних рахунків"), функції фінансової системи не обов'язково є універсальними [281, р. 1].

Незважаючи на те, що для визначення функцій фінансової системи існує кілька можливих обґрунтувань, наведемо найбільш прийнятні з погляду нашого попереднього аналізу. Методологічно важливим для аналізу функцій фінансової системи є визначення того, що виникнення фінансової системи є результатом суспільного поділу праці. Основою для її появи, як аргументується в теорії фінансового посередництва, виступають трансакційні витрати та асиметричність інформації¹⁷. Згідно з неокласичною моделлю розміщення ресурсів Ерроу – Дебре, в економіці з досконалими ринками і повною інформованістю агентів щодо цін та якості товарів, смаків та уподобань контрагентів відсутність витрат на отримання інформації і витрат на здійснення угод зумовлюють і відсутність потреби в існуванні фінансової системи. Але реальний процес економічної діяльності супроводжується великою кількістю різних за характером і причинами виникнення трансакційних та інформаційних витрат. Вони пов'язані з незбіганням у часі видатків і доходів, нерівномірним розподілом інфо-

¹⁷ Цей погляд широко представлений у літературі [494; 200, р. 1; 237; 268; 463, р. 4].

рмації, обмеженою віддачею від масштабу тощо. У результаті на певному етапі суспільно-економічного розвитку виникає об'єктивна економічна потреба у специфічній формі підприємницької діяльності, безпосередньо спрямованій на зменшення витрат на укладання угод у процесі розміщення економічних ресурсів суспільства. З'являються коаліції (організації) економічних суб'єктів – фінансові і ринкові посередники, які поєднуються для надання особливих (фінансових) послуг, призначених розв'язувати проблеми, зумовлені вартістю отримання інформації та здійснення операцій в економіці. Як справедливо звертає увагу Р. Левін, відмінності у типах і комбінації інформаційних і трансакційних витрат зумовлюють появу специфічних, відмінних один від одного, фінансових контрактів, ринків та інститутів [494, р. 690]. Таким чином, набір інститутів, які складають фінансову систему, необхідно розглядати як джерело задоволення сукупної потреби економіки в певних функціях.

Якщо виходити з цього положення, то вихідним пунктом дослідження ролі (функцій) фінансової системи в економіці має бути визначення того, який саме вплив здійснює фінансова система на розміщення економічних ресурсів. Саме цей підхід слід визнати найбільш змістовно точним, оскільки, за визначенням, функція відбиває призначення системи. Такий підхід, з одного боку, розширює розуміння функцій фінансової системи, з іншого – дозволяє їх узагальнювати і конкретизувати. З таких позицій, приміром, функція розподілу фінансових ресурсів, яку здійснює фінансова система, виступає як один із способів удосконалення управління економічними ресурсами.

Враховуюче сказане, *первинною функцією фінансової системи*, її цільовим призначенням в економіці, слід визнати *сприяння більш ефективному розміщенню економічних ресурсів у просторі й у часі*. Ця первинна функція реалізується через базові функції фінансової системи, які мають підпорядкований щодо первинної функції характер і показують напрями впливу фінансової системи на розміщення економічних ресурсів суспільства. В умовах сучасної економіки фінансовій системі, на наш погляд, притаманні такі базові функції:

- грошова (грошово-платіжна);
- перерозподілу фінансових ресурсів;

- управління ризиками;
- інформаційна;
- забезпечення механізму розподілу володіння й управління власністю.

Через ці функції фінансова система реалізує свою особливу роль в економіці, а процес здійснення цих функцій визначає і характеризує поведінку фінансової системи в економіці. Решта функцій фінансової системи (склад яких досить широкий і є предметом дискусій у літературі) підпорядковані виконанню визначених базових функцій, отже, другорядні щодо них.

Інше методологічно важливе зауваження стосується того, що свої функції фінансова система реалізує через виконання фінансовими інститутами визначених фінансових операцій. Так, комерційні банки здійснюють такі операції: залучення коштів економічних суб'єктів на депозитні рахунки; кредитування суб'єктів господарської діяльності і домогосподарств, вкладення у цінні папери, формування касових залишків і резервів, касове і розрахункове обслуговування фірм і домогосподарств, виконання валютних та інших банківських операцій. У результаті в літературі часто виокремлюються такі функції комерційних банків, як депозитно-кредитна, платіжно-розрахункова, мобілізація заощаджень тощо. Але з погляду фінансової системи як цілісності ці функції мають розглядатися на більш загальному рівні – як грошова функція (створення грошей в процесі депозитно-кредитної діяльності банків), посередницька функція (функція фінансового посередництва між власниками заощаджень і позичальниками) тощо. Звідси можна зробити висновок, що базові функції фінансової системи за своїм характером є комплексними і потребують подальшої конкретизації.

Кореспондування операцій і функцій фінансових інститутів та функцій фінансової системи представлено на прикладі банківської системи в табл. 1.2.

Таблиця 1.2. Взаємозв'язок функцій фінансових інститутів і функцій фінансової системи

Фінансові інститути	Операції та основні фінансові послуги фінансових інститутів	Конкретні функції фінансових інститутів	Агреговані функції фінансових інститутів	Функції фінансової системи
Центральний банк	Управління офіційними резервами; утримання резервів комерційних банків; валютні інтервенції; кредитування комерційних банків; купівля і продаж цінних паперів та інші операції	Емісія грошей; проведена монетарної і валютної політики; функція "банку банків", пруденційний нагляд і регулювання банківської діяльності; фінансовий агент уряду	Створення готівкових грошей; управління ліквідністю економіки	Грошова функція; функція перерозподілу фінансових ресурсів; функція управління ризиками; інформаційна функція; забезпечення механізму розподілу володіння і управління власністю
Комерційні (депозитні) банки	Залучення коштів на депозитні, вкладні рахунки і недепозитне залучення коштів; надання кредитів; інвестування в цінні папери; формування касових залишків і резервів; касове і розрахункове обслуговування економіки; валютні операції тощо	Депозитно-кредитна; платіжно-розрахункова; мінімізація ризику індивідуальних кредитів і об'єднання ризику	Створення депозитних грошей; залучення заощаджень; розміщення кредитних ресурсів; диверсифікація і трансформація ризиків; узгодження строків і обсягів інвестицій	

1.3.2. БАЗОВІ ФУНКЦІЇ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ

Грошова (грошово-платіжна) функція. У найзагальнішому значенні до грошової (монетарної) функції належить створення грошей фінансовою системою. На більш конкретному рівні вона реалізується через: 1) постачання грошей реальній економіці з боку центрального банку і системи комерційних банків (власне грошова функція); 2) забезпечення платіжно-розрахункових механізмів в економіці, які у своїй основі базуються на існуванні грошей (платіжна, або платіжно-розрахункова функція). Створюючи гроші і механізми для здійснення розрахунків, фінансова система не лише скорочує витрати обігу і стимулює обмін товарами, послугами і контрактами, а й дозволяє більш ефективно розподіляти економічні ресурси. Можна стверджувати, що забезпечуючи економіку засобами обміну (грошима) та ефективними способами і механізмами здійснення платежів, фінансова система робить свій найзначніший внесок у економічний розвиток.

По-перше, використання грошей і альтернативних засобів здійснення платежів (приміром, у вигляді таких платіжних інструментів, як векселі, чеки, банківські тратти, дебетні картки тощо) скорочує витрати на укладання контрактів і встановлення зв'язків між різними ринками. Це вивільняє продуктивні ресурси і сприяє розвитку спеціалізації. При вищому рівні спеціалізації існують ширші можливості для вдосконалення виробничих процесів, зростання продуктивності виробництва, отже, більш ефективного використання економічних ресурсів. Однак скорочення трансакційних та інформаційних витрат – не одноразовий акт при переході економіки до грошей [494, р. 700–701]. У міру розвитку та ускладнення економіки фінансова система продукує нові механізми, які стимулюють і забезпечують підвищення спеціалізації і продуктивності в економіці. Так, зростання спеціалізації пов'язане зі збільшенням кількості угод, отже, збільшенням витрат. Фінансова система реагує на це появою нових фінансових інститутів і фінансових інструментів, більш досконалих платіжних систем, які зменшують витрати, що, в свою чергу, сприяє збільшенню спеціалізації.

По-друге, оскільки гроші – засіб зберігання узагальненої купівельної спроможності, вони виступають механізмом, який дозволяє економічним агентам відкладати свої рішення і таким чином

відстрочувати та мінімізувати ризики, що виникають внаслідок неповноти ринкової інформації і невизначеності економічних перспектив. Створюючи запаси платіжних засобів і розподіляючи їх використання на декілька періодів, економічні суб'єкти підтримують безперервність виробництва та обміну в економіці, більш ефективно розподіляють у часі використання результатів своєї праці і свої вимоги на ресурси. Це забезпечує кращі можливості з управління економічними ресурсами в цілому.

Третій аспект реалізації грошової функції фінансової системи пов'язаний із впливом грошей на функціональні характеристики економічної системи. Існує чіткий взаємозв'язок між кількістю грошей в економіці і рівнем сукупної економічної активності, оскільки збільшення пропозиції грошей спричиняє зростання сукупного попиту. І хоча монетарна експансія виступає необхідною умовою економічного зростання, вплив її на економічний розвиток залежить від реакції реального сектора на динаміку сукупного попиту¹⁸. У результаті розширення пропозиції грошей і збільшення сукупного попиту може статися як зростання доходу і зайнятості в економіці, так і підвищення рівня цін.

Функція перерозподілу фінансових ресурсів. Перерозподіл фінансових ресурсів часто трактується як центральна функція фінансової системи. Зміст цієї функції полягає в переміщенні фінансових ресурсів між економічними суб'єктами з профіцитом бюджету і суб'єктами з дефіцитом бюджету, в процесі якого відбувається розподіл цих ресурсів у просторі і в часі. У першому випадку йдеться про залучення фінансових ресурсів від роздрібних власників заощаджень і розміщення їх серед різнотипних позичальників, які просторово роз'єднані між собою. Міжчасове переміщення фінансових ресурсів стосується фінансових потоків, які виникають на основі ринкового обміну сьогоднішньої вартості на майбутню (кредитування/запозичення, пенсійні заощадження тощо). На макроекономічному рівні реалізація цієї функції забезпечує трансформацію суспільних заощаджень у суспільні інвестиції.

¹⁸ Даний аспект впливу фінансової системи ми не розглядаємо. Механізми (канали) монетарної трансмісії, через які грошова експансія може впливати на економічний розвиток, впливаючи на складові ВВП, представлені в [136, с. 166–174].

За своїм характером функція перерозподілу фінансових ресурсів є комплексною. Її реалізація передбачає органічне поєднання таких споріднених функцій, як посередництво і трансформація¹⁹. Вони, у свою чергу, зумовлюють наявність у фінансовій системі інших функцій, таких, приміром, як акумуляція заощаджень. Необхідність реалізації цих функцій визначається тим, що потреби та інтереси учасників фінансової системи не співпадають.

Посередницька функція стосується як діяльності фінансових інститутів, які шляхом мобілізації заощаджень і надання позик забезпечують перетік фінансових ресурсів (тобто здійснюють фінансове – балансове посередництво) між первинними заощадниками і первинними позичальниками, так і функціонування ринків цінних паперів, які забезпечують безпосередню взаємодію між власниками заощаджень і позичальниками, зводячи разом покупців і продавців фінансових активів (так зване ринкове посередництво). Наразі функція посередництва виражається насамперед в акумуляції та об'єднанні заощаджень і перерозподілі фінансових ресурсів для спрямування їх на цілі розвитку економіки. Для виконання цієї функції фінансова система має підтримувати ліквідність фінансових інвестицій, узгоджувати невідповідність термінів і обсягів позичання. Відповідно, у процесі операцій з акумуляції заощаджень і розміщення фінансових ресурсів, фінансова система трансформує якість капіталу з погляду його обсягів, термінів, ліквідності, ризиків тощо.

Це пояснює можливість і необхідність виконання фінансовою системою *функції трансформації*. Трансформаційна функція у своїй основі реалізується через дроблення позики та узгодження термінів і обсягів суми позики. Вона включає трансформацію невеликих у середньому за розмірами заощаджень домогосподарств у великі інвестиційні проекти реального сектора і відносно короткотермінових фінансових інвестицій у довготермінові реальні інвестиції, трансформацію неліквідних активів фірм-позичальників у високоліквідні фінансові зобов'язання, трансформацію ризику інвестування шляхом його перерозподілу і диверсифікації тощо. Фінансові посередники реалізують цю функцію шляхом трансформації первинних фінансових зобов'язань пози-

¹⁹ Виокремлення цих функцій було запропоноване в роботах Д. Герлі і Е. Шоу стосовно банків та інших фінансових інститутів [420; 421; 612].

чальників (наприклад, позик), які мають непридатні для власників заощаджень характеристики, у нові – власні, так звані вторинні фінансові зобов'язання (наприклад, депозити) з потрібними характеристиками. Водночас при цьому вирішуються проблеми інформації і стимулів (або несприятливого відбору і морального ризику), які існують у взаємовідносинах кредиторів і позичальників. Фінансові посередники здійснюють експертизу економічного потенціалу позичальників і делегований моніторинг від імені заощадників. Виконуючи ці функції, фінансові інститути створюють вартість для економіки [605, р. 7–8]. Аналогічним чином ринки цінних паперів також виконують ті або інші з функцій трансформації: первинні ринки – дроблення позики, вторинні – забезпечення ліквідності інвестування. Кінцевий результат такої трансформації – узгодження попиту власників заощаджень на короткотермінові ліквідні фінансові активи і попиту позичальників на значні за обсягами довготермінові фінансові ресурси.

Важлива особливість сучасного фінансового розвитку – тісне поєднання балансового посередництва з ринковим. Як засвідчують Ф. Аллен і А. Сантомеро, у розвинених країнах роль банків зсунулася від фінансового посередництва до надання доступу до ринків капіталу і трансформаційних послуг, що надаються ринками цінних паперів економічним суб'єктам нефінансових секторів економіки [200].

Таким чином, у процесі переміщення і розподілу фінансових ресурсів посередницька функція фінансової системи органічно доповнюється її трансформаційною функцією. Завдяки цьому відбувається узгодження потреб одиниць із профіцитом і одиниць із дефіцитом, зростає ефективність розміщення економічних ресурсів. У більш широкому контексті це означає: виокремлення таких функцій фінансової системи, як акумуляція/мобілізація заощаджень, забезпечення ліквідності інвестицій, розміщення ресурсів, узгодження терміновості активів і зобов'язань як базових є недоречним. Усі вони мають підпорядкований характер – їх виконання і технічно, і логічно спрямоване на забезпечення перерозподілу фінансових ресурсів в економіці.

Функція управління ризиками. Важливість цієї функції фінансової системи визначається тим, що будь-який вид економічної діяльності наражає економічних агентів на ризики, які, в свою

чергу, впливають на їхні економічні рішення. Фінансова система забезпечує інституціональні механізми, які надають можливість об'єднання, розподілу і перенесення ризиків, з якими пов'язане володіння активами або укладання угод в економіці. Сукупність ризиків, управління якими фінансова система робить можливим, – широка. Серед них ризики, зумовлені утриманням фінансових активів; ризик втрати працездатності; ризик зменшення вартості майна внаслідок його пошкодження; ризик змін вартості людського капіталу; ризики, пов'язані зі зміною цін на фактори виробництва і продукцію, що виробляється; ризики, пов'язані з укладанням угод тощо. Нерозривність економічних процесів і ризику дає підставу деяким економістам стверджувати, що управління ризиками виступає основною функцією фінансової системи [194, р. 2–3; 200, р. 18–20].

Можна визначити кілька основних механізмів реалізації функції управління ризиками. *Перший* з них пов'язаний з диверсифікацією і ефективним розміщенням ризиків, що існують у даний час, стосовно наявного багатства або доходу. Це насамперед ризики, пов'язані з утриманням фінансових активів. І ринки цінних паперів, і фінансові посередники безпосередньо забезпечують управління диверсифікованими ризиками через обмін ризикованими активами таким чином, що обсяг ризику, утримуваного кожним економічним суб'єктом порівняно зменшується. Вони також надають можливість торгівлі ризиками, перерозподіляючи їх від тих, хто більше не схильний ризикувати, до тих, хто менше не схильний ризикувати. Цю функцію Ф. Аллен і Д. Гейл назвали кросс-секційним або внутрішньочасовим розподілом ризику, оскільки цей розподіл досягається через обмін ризиком серед індивідів у даний момент часу [195; 196, р. 13; 199; 200, р. 14–16]. Ринки цінних паперів пропонують різноманітні механізми хеджування ризиків, пов'язаних з невизначеністю цін на товари і фінансові активи, волатильністю відсоткових ставок і валютних курсів тощо. На цих ринках переважають специфічні форми ризик-менеджменту з використанням деривативів (форвардів, ф'ючерсів, опціонів, свопів) та інших подібних методів. Фінансові посередники трансформують ризики насамперед такими шляхами, як мінімізація ризику індивідуальних кредитів (тобто виявлення поганих ризиків), диверсифікація ризику, об'єднання ризику (так, накопичення великої кількості кредитів має своїм

наслідком "закон великих чисел", в результаті чого змінюваність збитків скорочується), збереження достатнього капіталу на випадок неочікуваних збитків тощо.

Другий механізм стосується управління так званими міжчасовими ризиками, що пов'язані з наявністю економічних ресурсів на рівні економіки в цілому, або з агрегованою вартістю усіх активів [196, р. 13–14; 605, р. 33–35]. Як аргументують Ф. Аллен і Д. Гейл, такі ризики не можуть бути диверсифіковані в даний момент часу через торгівлю ризикованими активами, але можуть бути усереднені шляхом міжчасового згладжування доходності активів. Це скорочує вплив ризиків на індивідуальний добробут. Фінансова система пропонує дві основні стратегії обмеження недиверсифікованих ризиків. Одна – це розподіл ризиків, пов'язаних з даним запасом активів, між поколіннями, які знаходяться в різних економічних ситуаціях. У цьому контексті основну роль відіграє система пенсійного страхування. Вона поглинає такий важливий клас ризику, як ризик втрати або зміни доходів внаслідок припинення трудової діяльності за вислугою років, через його розподіл між поколіннями, які займають різні позиції в їх життєвому циклі. Інша стратегія обмеження ризику – накопичення активів, щоб скоротити коливання споживання в часі. Застережливі заощадження дозволяють компенсувати непередбачувані витрати в майбутньому, переміщуючи дохід від періодів з високими доходами до періодів з низькими доходами. Фінансові посередники забезпечують згладжування міжчасового ризику через акумуляцію активів, змінюючи величину резервів відповідно до змін доходу власників заощаджень. Банки, наприклад, зменшують міжчасовий ризик за допомогою випуску низькоризикованих ліквідних зобов'язань (депозитів) для домогосподарств та акумуляції активів, і таким чином забезпечують максимізацію добробуту вкладників.

Третій механізм управління ризиками, що пропонується фінансовою системою – це створення економічних інститутів, які спеціалізуються на прийнятті ризику і тим самим знижують негативні фінансові наслідки настання несприятливих подій. Такі фінансові посередники, як страхові компанії, які безпосередньо спеціалізуються на діяльності, пов'язаній з переміщенням і торгівлею ризиками, і ф'ючерсні ринки – основні економічні інститути, функція яких полягає у сприянні перерозподілу ризику в межах економічної системи. Вони дозволяють зменшити ризики фінансових втрат,

що пов'язані не лише з економічними подіями, а й позаекономічними – смертю (компанії страхування життя), крадіжками, пожежами, нещасними випадками (компанії страхування від пожежі та нещасного випадку), ураганами, землетрусами ("катастрофічні" ф'ючерси) тощо. Поряд з цим фінансова система випускає й спеціальні контракти, які виконують ту ж саму економічну функцію. Приміром, кредитна гарантія страхує кредиторів від імовірних збитків унаслідок некредитоспроможності позичальника.

Варто зазначити, що фінансова система здатна ще більшою мірою розширити виконання своєї функції з управління ризиками. Згідно з існуючими дослідженнями існують можливості створення цінних паперів для хеджування таких ризиків, як зміни вартості нерухомості або зміни рівня національних, регіональних або професійних доходів [196, р. 15]. Однак унаслідок морального ризику, несприятливого відбору і трансакційних витрат відповідних ринків на сьогодні не існує. Неспроможність ринку призвела до втручання держави в розподіл ризиків. Це стосується насамперед таких сфер, як страхування по безробіттю, охорона здоров'я, страхування непрацездатності, пенсійне страхування тощо. Тому можна говорити, що державна система соціального страхування постає як додатковий (щодо приватної фінансової системи) механізм перерозподілу ризиків.

Інформаційна функція. Інформаційна функція фінансової системи полягає в накопиченні, відборі і передачі інформації у просторі й у часі. Фінансова система забезпечує учасників економічної діяльності інформацією про стан кон'юнктури як економіки в цілому, так і її окремих сегментів, що є ключовим елементом у процесі прийняття економічних рішень.

Існує кілька механізмів реалізації інформаційної функції. Добре відомий і найважливіший серед них – надання цінової інформації про курси цінних паперів і відсоткові ставки, яка слугує індикатором дефіциту й вартості ресурсів у конкретних секторах і галузях економіки і таким чином впливає на їх розподіл. Фактично, оцінювання ринком фінансових активів виступає як оцінювання тих ресурсів, майнові права на які уособлюють ці фінансові активи. Цінова інформація не лише дозволяє економічним агентам приймати обґрунтовані рішення щодо розподілу поточного доходу і розміщення заощаджень, а й дає можливість фірмам

приймати інвестиційні рішення щодо вибору інвестиційних проектів або укладання фінансових і товарних угод. Як наслідок, на основі цін активів і відсоткових ставок відбувається узгодження незалежних децентралізованих рішень, які приймаються в різних секторах економіки.

Хоч ціни і виявляють інформацію, необхідну для ефективного прийняття рішень, їхня роль в агрегуванні інформації у різних за рівнем розвиненості фінансових системах є різною і залежить від ступеня інформаційної ефективності ринків. Якщо ціни і, відповідно, ринки інформаційно ефективні, відображають усю доступну інформацію, то вони забезпечують найбільш ефективний механізм для розміщення ресурсів.

Другий напрямок – управління інформаційними потоками, які впливають на формування і функціонування фінансових ринків. Це стосується насамперед розголошення інформації про діяльність фірм, акції та облигації яких беруть участь у публічних торгах, та інформації про ціни й обсяги угод з цінними паперами. Поряд із цією публічно доступною інформацією у фінансовій системі діють інформаційні агенції, які накопичують фінансову інформацію і надають інформаційні послуги. Емпіричні дослідження про ефективні ринки засвідчують, що значна частка цієї інформації відбивається в цінах фінансових активів.

Третій важливий механізм реалізації інформаційної функції фінансової системи пов'язаний з подоланням асиметричного розподілу інформації в економіці і зменшенням витрат на її отримання. У цьому сенсі ключовою є діяльність фінансових посередників, зокрема банків. Банки накопичують значні обсяги інформації про фірми, які вони кредитують, і тому здатні вирішувати різні інформаційні проблеми – від зменшення витрат на залучення та обробку інформації про окремі фірми до оцінювання потенційних інвестиційних можливостей і укладання конкретних типів фінансових угод, які зменшують інформаційні витрати у майбутньому [494, р. 697].

У цілому ж, як підкреслюють З. Боді і Р. Мертон, поява кожного нового фінансового інструменту надає й нові можливості для отримання інформації. Скажімо, поява опціонів істотно "підвищила обсяг інформації відносно ступеня ризику різних економічних і фінансових операцій" [16, с. 70]. Уся ця інформація слугує для прийняття рішень щодо більш продуктивного розміщення ресурсів в економіці.

Функція забезпечення механізму розподілу володіння й управління власністю. Здатність фінансової системи виконувати цю функцію базується на характеристиках фінансових активів. За своєю економічною природою фінансові активи втілюють права на певні економічні ресурси (які уособлюють різні речовинні форми вартості і є об'єктом власності) і визначають умови, за яких власник фінансового активу може скористатися цими правами²⁰. Це стосується як боргових зобов'язань, так і титулів власності, як обігових стандартизованих цінних паперів (акцій, облігацій, нот, деривативів тощо), так і індивідуальних нестандартних контрактів (кредитних і депозитних угод), обмежених рамками конкретної угоди, як фондових (капітальних) фінансових активів, призначених для формування і нарощування капіталу або отримання доходу (акції, облігації, депозити, кредити), так і комерційних (товарних) цінних паперів, які опосередковують товарні угоди і товарообіг (коносамент, акредитив). Так, акція засвідчує про частку в спільному капіталі корпорації, і чітко визначає особливі майнові права власника акції на частину її прибутку і частину її майна в разі ліквідації. Боргові зобов'язання фіксують права власності на заповичену вартість – фінансові ресурси, які передаються у борг, а також визначають зобов'язання позичальника перед утримувачем фінансового активу. Коносамент засвідчує права на розпорядження товарами, що знаходяться в дорозі або на складі.

Кожному виду економічних ресурсів у господарстві відповідають власні фінансові активи, які виражають і підтверджують права (насамперед права власності) на них, і у свою чергу, є об'єктом власності і можуть слугувати основою для створення інших фінансових активів – похідних фінансових інструментів (табл. 1.3). В останньому разі фінансові активи виступають як своєрідні ресурси, майнові права на які існують відокремлено від них. У міру поглиблення фінансового розвитку різноманітність фінансових активів, які втілюють права на ті або інші економічні ресурси, зростає. Сучасна фінансова система пропонує фінансові активи – права на вартість, втілену у формі інформації. Це похідні фінансові інструменти, в основі яких майбутня невизначеність результатів будь-якої події: ф'ючерсні угоди на результат президентських виборів, на температуру повітря тощо.

²⁰ У даному разі ми спираємось на економічне визначення цінних паперів як прав на ресурси, запропоноване Я. Міркіним [91, с. 65–66].

Таблиця 1.3. Відповідність між економічними ресурсами і фінансовими активами (адаптовано за [91, с. 66])

Вид ресурсу	Відповідні фінансові активи
Земля	Іпотека
Будівлі, обладнання і т. д.	Іпотека
Фірма як майновий комплекс	Прості і привілейовані акції; інвестиційний сертифікат; іпотека
Продукція, товари	Коносамент; обігове складське свідоцтво; товарний ф'ючерс; товарний опціон
Гроші (фінансові ресурси)	Депозитні/кредитні контракти; облігація; нота; вексель; депозитний сертифікат
Фінансові активи	Фінансовий ф'ючерс; фінансовий опціон; варанти; підписні права; депозитарні розписки; конвертовані облігації

Фінансові активи – товар, виробництво якого і торгівлю яким забезпечує фінансова система. Тому справедливо стверджувати, що фінансова система створює товар, рух якого: 1) опосередковує відносини з використання і розподілу вартості, яка перебуває у власності економічних суб'єктів; 2) забезпечує рух і перерозподіл прав власності на економічні ресурси в суспільстві; 3) задовольняє потреби економічних суб'єктів у доступі до різного роду економічних ресурсів. У цьому полягає "корисність" фінансових активів як товару. Наразі фінансові активи не лише слугують основою для руху фінансових ресурсів в економіці, а й уособлюючи права на вартість, втілену в різних речовинних формах (економічні ресурси), виступають інструментом, за допомогою якого можна управляти цією вартістю.

Створюючи фінансові активи і відповідні ринки для їх розподілу і перерозподілу, фінансова система тим самим утворює механізми, які надають можливість для розподілу володіння та управління власністю. Серед них: концентрація капіталу шляхом агрегування дрібних заощаджень і забезпечення доступу до розподілу капіталу крупних підприємств (корпорацій) серед значної кількості власників; здійснення моніторингу за використанням вкладеного капіталу і корпоративного управління; швидкий перерозподіл капіталу і, відповідно, власності між підприємствами (на основі вилучення вкладеної вартості і спрямування її до інших сфер інвестування); реорганізація підприємницького бізнесу через консолідацію активів (злиття й поглинання) або передачу

частини активів (перетворення частини компанії в дочірню); оцінювання прав власності та зміна форми власності (приміром, трансформація форми власності через корпоратизацію) тощо.

Безпосередньо і найбільш очевидно ця функція виявляє себе через функціонування організованих фінансових ринків, зокрема рух акцій. Водночас вона реалізується і через запозичення вартості на основі боргових зобов'язань, оскільки надання в борг фінансових ресурсів означає передачу узагальненої купівельної спроможності, яка дає можливість доступу до будь-якого виду ресурсів. Розподіляючи на економічні частки сукупний капітал, фінансова система розширює можливості інвестиційного вибору для власників заощаджень і дозволяє їм прямо (як акціонерам) або опосередковано (через інвестиційні фонди) брати участь у реалізації інвестиційних проектів, які потребують значних обсягів фінансових ресурсів, і таким чином ставати економічною часткою великого "сукупного" власника. На економічні ефекти такого механізму звертав увагу ще К. Маркс. Завдяки створенню акціонерних товариств, – писав він, – відбувається "колосальне розширення масштабів виробництва і виникнення підприємств, які були неможливі для окремого капіталу" [87, с. 479]. Водночас ринковий обіг фінансових активів забезпечує оцінювання (через ціни) власне економічних ресурсів та ефективності їх використання. Це дає можливість за економічної необхідності перерозподіляти власність (через купівлю-продаж відповідних фінансових активів) до більш вигідних сфер, орієнтуючись на найвищі показники ефективності застосування ресурсів в економіці²¹.

Завдяки цій функції забезпечується не лише економія на масштабах при управлінні економічними ресурсами суспільства, а й створюється додаткова вартість, насамперед, внаслідок дії синергетичного ефекту та економії витрат обігу ресурсів. Приміром, структура акціонерної власності лежить в основі реалізації корпоративних рішень щодо злиття і поглинання, які дозволяють досягти синергетичного ефекту за рахунок ефективнішого використання факторів виробництва. Економія на масштабах виробництва і розподілу товарів, усунення дублювання витрат у сфері виробництва і розвитку технології, здійсненні науково-дослідницьких

²¹ Концепція "вартості акціонерного капіталу" як основного мірила оцінювання ефективності менеджменту компанії сьогодні отримала широке поширення.

робіт тощо ведуть до того, що вартість виробничих активів об'єднаної фірми перевищує суму активів фірм, що об'єднуються. Завдяки реалізації синергетичного ефекту чиста вартість з точки зору суспільства в цілому збільшується і через відповідне підвищення ринкової вартості об'єднаної фірми, і внаслідок зростання її скритої суспільної вартості (додаткова вартість у вигляді приведеної вартості податкових надходжень) [16, с. 538].

Інший ефект зумовлений тим, що оскільки фінансові активи втілюють права на економічні ресурси, вони здатні використовуватися як субститути цих ресурсів. У результаті рух фінансових активів заміщує рух економічних ресурсів, що різко знижує трансакційні витрати на обіг останніх і на перерозподіл прав власності в економіці. Завдяки ліквідності фінансових активів, втілена в капіталі власність легко може бути вилучена з будь-якого підприємства і переміщена до іншого шляхом купівлі й продажу відповідних фінансових активів.

Аналіз базових функцій фінансової системи показує, що оскільки ці функції реалізуються через здійснення фінансових операцій, то змістовне наповнення (конкретний характер) функцій фінансової системи залежить від характеру й рівня розвиненості фінансової системи. Нестача у фінансовій системі тих або інших економічних інститутів обмежує виконання нею відповідних функцій. Приміром, відсутність страхових компаній не дозволяє управляти ризиками через торгівлю ними, а відсутність форвардних і ф'ючерсних ринків унеможлиблює управління ризиками через механізм хеджування. Це свідчить про те, що в процесі еволюції можуть змінюватися як шляхи реалізації функцій фінансової системи, так і їх конкретний зміст, відповідно, роль фінансової системи в економіці має змінюватися і в часі, і по країнах. Таким чином, функції фінансової системи характеризують не лише її поведінку, а й структуру.

1.3.3. ВЗАЄМОЗВ'ЯЗОК МІЖ ФІНАНСОВИМ РОЗВИТКОМ ТА ЕКОНОМІЧНИМ ЗРОСТАННЯМ

Аналіз функцій фінансової системи дозволяє дійти висновків, які мають досить вагоме значення, оскільки вказують на характеристики і механізми впливу фінансів на поведінку економічної системи. Фінансові ринки і посередники змінюють стимули й об-

меження економічного розвитку і у такий спосіб впливають на економічне зростання. Серед функцій фінансової системи, які відносяться до довготермінового функціонування економіки і безпосередньо впливають на умови економічного зростання, слід виокремити насамперед ті, що пов'язані з мобілізацією заощаджень і розміщенням фінансових ресурсів.

Вплив на заощадження. Накопичення заощаджень можна розглядати як потік реальних ресурсів, не спожитих у даний момент часу і тому доступних для використання як інвестиції. Таке накопичення визначає інвестиційний потенціал економіки і темпи можливого росту виробничих потужностей, отже, економічного зростання. Існує кілька механізмів, за допомогою яких фінансова система здатна позитивно впливати на рівень накопичення заощаджень і підвищення акумуляції капіталу в економіці.

Перше. Обсяг заощаджень залежить від наявності і доступності інструментів заощадження. Фінансова система мобілізує заощадження шляхом випуску фінансових інструментів з такими характеристиками щодо номіналу, термінів платежу, ризику несплати, які задовольняють різні потреби власників заощаджень у зручних для володіння фінансових активах для зберігання заощаджених коштів. Роблячи фінансові активи доступними і привабливими, фінансова система стимулює заощадників накопичувати більше, змінюючи відсоток заощадженого доходу. Водночас, залучаючи фінансові ресурси багатьох дрібних власників заощаджень, фінансова система забезпечує ефективну агломерацію (інтеграцію) заощадженого капіталу і тим самим робить ресурси доступними для фінансування виробничих інвестицій. У результаті, поряд з прямим впливом на обсяг заощаджень і накопичення капіталу, ефективна мобілізація заощаджень фінансовою системою виступає чинником стимулювання й технологічних інновацій: доступ підприємців до необхідного зовнішнього фінансування сприяє вибору стратегії інвестування на користь інноваційної технології проти традиційної.

Друге. Фінансова система впливає на поведінку власників заощаджень щодо використання заощадженого доходу для придбання реальних або фінансових активів. Вибір заощадників визначається порівнянням відносних характеристик ризику і доходності інвестиційного проекту, з яким пов'язані доступні фінансові

активи. Заощадники будуть надавати свої ресурси фінансовому сектору для подальшого розміщення серед реальних інвесторів, а не купувати реальні активи, лише якщо ризик і доходність фінансових активів будуть порівняно привабливими, ніж у реальних. Інший аспект – ліквідність. Інвестиції у реальні активи неліквідні. Завдяки фінансовій системі власники заощаджень отримують можливість формувати портфелі ліквідних активів. Наявність фінансових активів дозволяє заощадникам: 1) змінювати свої портфелі швидко і недорого; 2) переглядати боргові угоди в будь-який час, навіть якщо кінцевий позичальник має фінансові ускладнення або виявляється неплатоспроможним; 3) з мінімальними витратами обмінювати куплений фінансовий інструмент на гроші, якщо виникає потреба доступу до своїх заощаджень. Ці можливості сприяють збільшенню обсягу заощаджень в економіці і стимулюють заміну нефінансових форм заощаджень фінансовими. Таким чином, пропонуючи ліквідні й доступні фінансові інструменти, які приносять доход, фінансова система сприяє збільшенню потоку заощаджень в економіці і впливає на форму утримання заощадженої частини доходу: зі збільшенням реальної доходності фінансових активів заощадники переводять частину своїх заощаджень із реальних активів у фінансові.

Третє. Обсяг фінансових угод в економіці залежить від витрат на їх укладання. Фінансова система забезпечує зменшення витрат на мобілізацію заощадженого капіталу і передачу його для фінансування капіталовкладень. З одного боку, за відсутності зовнішнього фінансування значна кількість виробничих процесів не може вийти за межі економічно неефективних масштабів [494, р. 699], тоді як безпосередня мобілізація фірмами багатьох різнотипних заощаджень пов'язана зі значними операційними та інформаційними витратами. З іншого боку, пряма купівля реальних активів власниками заощаджень вимагає витрат на оцінювання інвестиційних перспектив фірми, розпізнавання та оцінювання платоспроможності потенційного первинного позичальника, потребує певної кваліфікації для оцінки характеру його дій. Фінансова система, об'єднуючи кошти заощадників і здійснюючи значні за розміром фінансові операції, забезпечує зменшення сумарних витрат – на збирання інформації, експертизу та оформлення угод, моніторинг за їх виконанням тощо. Таким чином, фінансові посередники реалізують економію на масштабах і як

кредитори, і як позичальники. Керуючи інвестиціями у зобов'язання первинних позичальників (фірм), фінансові посередники скорочують середні трансакційні витрати завдяки розміру власного портфеля. За рахунок ефекту масштабу відбувається скорочення витрат на одиницю інвестицій як для кожного окремого заощадника, так і для реального інвестора.

Для більш формальної ілюстрації впливу фінансової системи на скорочення трансакційних витрат, визначимо відсоткову ставку як R , трансакційні витрати (виражені у відсотках від кредиту) як T_L і T_B для кредитора-заощадника і позичальника-інвестора, відповідно. При прямому укладанні угоди між ними чистий доход кредитора зменшується на суму витрат $R_L = R - T_L$, а чисті витрати позичальника зростають на суму витрат $R_B = R + T_B$. При цьому розрив між ставкою кредитування і ставкою запозичення визначається сукупними трансакційними витратами $R_B - R_L = T_B + T_L$. Поява фінансового посередника вводить новий елемент витрат C , який є платою за позичання, вираженою у відсотках. Тоді чистий доход для кредитора становитиме $R_L = R - T_L^*$, а чисті витрати для позичальника – $R_B = R + T_B^* + C$, де T_L^* і T_B^* відповідні трансакційні витрати після появи фінансового посередника. У такому разі розрив між ставками кредитування і запозичення складе $R_B - R_L = T_B^* + T_L^* + C$. Цей розрив між ставками нижчий, ніж у попередньому випадку і вигідний обом партнерам: $(T_B + T_L) - (T_B^* + T_L^*) > C$. Як наслідок, фінансова система знижує загальні витрати на трансферт ресурсів від заощадників до реальних інвесторів, що збільшує відсоток, сплачуваний вкладникам, і здешевлює фінансування для підприємств-позичальників. Це сприяє зростанню рівня заощаджень, що залучаються до фінансової системи, і збільшенню інтенсивності інвестування в реальному секторі економіки. Отже, в даному разі фінансова система впливає на економічний розвиток через два канали: збільшує норму заощаджень і ступінь їх доступності для фінансування інвестицій; зменшує витрати на трансферт коштів від власників заощаджень до позичальників, тим самим полегшуючи перерозподіл фінансових ресурсів в економіці. За нерозвиненості фінансової системи інвести-

ційний потенціал економіки у вигляді накопичених заощаджень не може повністю реалізуватися у виробничих інвестиціях.

Вплив на розміщення фінансових ресурсів та інвестиційний процес. Фінансова система слугує каналом для руху фінансових потоків в економіці. Породжувані мікроекономічні ефекти – забезпечення міжгалузевого і міжрегіонального переливу капіталу, спрямовування його в технологічно або економічно прогресивні галузі виробництва і до найбільш перспективних регіонів, вирівнювання споживання економічних суб'єктів у часі, економія на трансакційних витратах фінансування нового капіталу в економіці тощо.

Фінансовий сектор визначає розподіл ресурсів серед альтернативних інвестиційних можливостей двома основними способами. *Перший* – найбільш очевидний: фінансові посередники безпосередньо розміщують фінансові ресурси серед різнотипних позичальників, що звертаються за фондами, тоді як механізм ринку цінних паперів дозволяє заощадникам формувати портфелі активів через купівлю акцій та облігацій, випущених різними підприємствами. Але ефективно розміщення фінансовою системою ресурсів виходить за межі простого технічного удосконалення процесів розподілу або перерозподілу фінансових ресурсів в економіці. *Другий спосіб* пов'язаний з придбанням інформації про інвестиції і розміщення фінансових ресурсів у найефективніші інвестиційні проекти.

Інвестування коштів вимагає досить високих витрат на оцінювання стану окремих фірм і діяльності менеджерів, аналіз економічної кон'юнктури тощо. Внаслідок високої вартості отримання і переробки інформації, індивідуальні заощадники або утримуються від безпосереднього інвестування виробничих проектів, або використання ними капіталу є неефективним. Завдяки ефекту масштабу, фінансові посередники здатні економити на інформаційних видатках та оцінюванні ризиків інвестування. Зменшення вартості визначення реального стану фірм дозволяє накопичувати інформацію про потенційні інвестиційні можливості, отже, зменшує інформаційну асиметрію і дає можливість значно покращити процес розміщення ресурсів. Іншими словами, фінансове посередництво, завдяки наявній інформаційній перевазі, підвищує ефективність інвестування в економіці. Вкладення коштів у методи перевірки та оцінку потенційних інвестиційних можливос-

тей дозволяє фінансовим посередникам серед значної кількості компаній, які прагнуть залучити фінансування, ідентифікувати найбільш перспективні фірми та обрати інвестиційні проекти з найвищою доходністю [417], збільшуючи у такий спосіб, з одного боку, віддачу від вкладених фінансових ресурсів, з іншого – суспільну граничну продуктивність капіталу і, як наслідок, темпи зростання економіки. Крім ідентифікації кращих виробничих технологій, фінансові посередники можуть також стимулювати темпи технологічних інновацій, ідентифікуючи підприємців з кращими шансами на успішне впровадження нових товарів і виробничих процесів [493, р. 871–872].

Важливу роль у розповсюдженні інформації про інвестиційні можливості відіграють і фондові ринки [198, р. 68–89; 527]. Найкращим показником, що відображає інвестиційну привабливість тих або інших активів, є їхня ринкова ціна. Ціни агрегують і відображають різнобічну інформацію про основні економічні фактори, що впливають на ризик і доходність фінансових активів. Уже саме отримання такої інформації інвесторами сприяє збільшенню фінансування фірм і, відповідно, зростанню економічних показників їх функціонування. Постійно контролюючи та оцінюючи різні напрями економічної діяльності через механізм ринкових цін, фондові ринки визначають найперспективніші напрями інвестування і дозволяють перерозподіляти інвестований заощадниками капітал на користь активів, які забезпечують найвищу доходність. У результаті капітал залишає неприбуткові галузі і рухається в напрями найбільш прибуткових, наслідком чого стає поліпшення якості і продуктивності інвестицій в економіці.

На продуктивність інвестування можуть впливати й власне заощадження у фінансовій формі. Чим більше заощаджень перерозподіляється через фінансову систему, тим більш складний і розвинений механізм її функціонування. Більш складна фінансова система прискорює економічне зростання шляхом підвищення продуктивності інвестицій. Це відбувається через механізм відсоткових ставок. Позитивні реальні відсоткові ставки (реальна доходність фінансових активів) стимулюють розвиток процесу заощадження у фінансовій формі, і тому сприяють удосконаленню і ускладненню фінансової структури. Оскільки фінансові інститути здатні відбирати найбільш ефективні інвестиційні проекти, то вищий ступінь фінансового посередництва забезпечує фінансування більшої кількості найкращих інвестиційних проектів і тим

самим збільшує середню величину ефективності інвестування. Наразі більш розвинені фінансові системи сприяють економічному зростанню головним чином шляхом покращення якості інвестицій, а не внаслідок збільшення кількості останніх. Це означає, що фінансова система забезпечує ефективне посередництво між заощадженнями і найбільш високодоходними інвестиційними можливостями, а здатність фінансової системи ефективно отримувати та опрацьовувати інформацію виступає важливим чинником економічного зростання.

Роль моніторингу за використанням капіталу і корпоративного контролю. Фінансова система забезпечує підвищення рівня моніторингу і корпоративного контролю у фірмах, які залучають зовнішнє фінансування. У термінах довготермінового економічного зростання фінансові угоди, які удосконалюють корпоративний контроль, сприяють швидшому накопиченню капіталу та економічному зростанню завдяки збільшенню ефективності розподілу капіталу [44, с. 151].

Так, поряд зі зниженням витрат на отримання та опрацювання інформації на етапі вибору інвестиційного проекту, фінансова система дозволяє скоротити витрати, пов'язані з наглядом за діями менеджерів і здійсненням корпоративного контролю вже після надання фінансування [249]. Іншими словами, вона здатна відслідковувати ефективність використання фінансових ресурсів з найнижчими витратами. Приміром, на відміну від випадку, коли фірма фінансує свої потреби за допомогою залучення коштів від кількох різних зовнішніх джерел, і кожний із зовнішніх кредиторів має нести витрати на здійснення корпоративного контролю, фінансове посередництво дозволяє зекономити на таких витратах, оскільки завдяки делегованому моніторингу прямий контроль здійснюється не кількома первинними кредиторами, а лише одним фінансовим посередником. Скороченню витрат сприяє і встановлення тривалого співробітництва між фінансовими посередниками і фірмами. Відповідне зменшення інформаційної асиметрії і посткредитного морального ризику забезпечує фірмам кращий доступ до джерел зовнішнього фінансування і більші можливості розвитку. До того ж банківське фінансування захищає менеджерів від впливу інших зовнішніх інвесторів (особливо, від нераціональних вимог дрібних акціонерів). Відповідно до концепції, яка акцентує увагу на ролі ініціатив і самостійних рішень

менеджменту, така захищеність сприяє реалізації більш довготермінової стратегії розвитку корпорації і росту спеціалізованих інвестицій, упроваджуваних менеджментом [120, с. 14].

Корпоративний контроль здійснюють не лише фінансові посередники, а й ринки цінних паперів. Активний фондовий ринок, публічна торгівля акціями на якому ефективно відбиває стан компанії через ціни, дає можливість власникам акцій встановлювати винагороду менеджерам згідно з курсом акцій, отже, продуктивністю виробництва. Прямий зв'язок між курсом акцій і виплатами менеджерам (наприклад, через використання акціонерних опціонів) усуває конфлікт інтересів менеджерів та акціонерів, сприяючи "вирівнюванню" їхніх цілей. Серед додаткових ефектів можна назвати опосередкований корпоративний контроль через ринкові механізми – "вихід" з фондового ринку індивідуальних інвесторів та злиття і поглинання корпорацій, які мають дисциплінуючий вплив на поведінку менеджерів і підвищують якість корпоративного управління.

Наразі фінансова система створює механізми, що регулюють таку поведінку фірм, яка забезпечує інтереси зовнішніх інвесторів (акціонерів і кредиторів) проти менеджерів і мажоритарних акціонерів, схиляє їх до інвестування у фірму і надання їй кредитів, отже, збільшує потік зовнішнього фінансування. У результаті фінансові умови моніторингу, забезпечуваного фінансовою системою, сприятливо впливають на процес накопичення капіталу, розподіл ресурсів і довготермінове зростання²².

Разом з тим відмінності у фінансовому посередництві по країнах визначають розподіл міжнародних потоків капіталу, отже, темпи економічного зростання. Як показують Дж. Бойд і Б. Сміт [269], капітал може рухатися від країн з дефіцитом капіталу до країн з його надлишком, якщо фінансові посередники в останніх ефективніші в посиленні корпоративного контролю, ніж в регіонах з дефіцитом капіталу. Тому, навіть якщо фізичний продукт капіталу вищий у країнах з дефіцитом капіталу, інвестори визнають, що їх фактична прибутковість залежить критично від моніторингу, здійснюваного посередниками. Тому нерозвиненість фінансового посередництва в країні веде до субоптимального розміщення капіталу.

²² Проблема впливу фінансової системи на корпоративне управління не має однозначного теоретичного обґрунтування і часто пояснюється через протилежні механізми і, відповідно, наслідки.

Роль управління ризиками. Рух фінансових потоків в економіці відбувається спільно з рухом потоку ризиків, зумовлених непевністю стосовно майбутніх виплат. Агрегування, перерозподіл і скорочення цих ризиків – фундаментальна функція фінансової системи. З погляду економічного зростання важливим є те, що згідно з новим розподілом ризиків відбувається перерозподіл ресурсів у сфері виробництва і споживання [16, с. 341].

Управління ризиками інвестування за допомогою фінансової системи дає можливість заощадникам безпосередньо (через ринки цінних паперів) або опосередковано (через фінансових посередників) утримувати власні заощадження у формі продуктивних активів. Це позитивно впливає на обсяги інвестування та економічне зростання. Найпростіший варіант – ризик ліквідності. Виробничі інвестиційні проекти потребують довготермінового вкладення капіталу. Власники заощаджень зазвичай не схильні відмовлятися від контролю над своїми фінансовими ресурсами на тривалий період часу. Підвищуючи рівень ліквідності довготермінових інвестицій за допомогою випуску ліквідних фінансових активів, фінансова система усуває ризик ліквідності і збільшує обсяг інвестицій у високодоходні виробничі проекти. Аналогічним чином ліквідність впливає і на швидкість запровадження технологічних нововведень, які потребують довготермінового вкладення капіталу на дослідження і розвиток нових технологій. Отже, здійснюючи портфельне посередництво, фінансова система забезпечує ліквідність вкладених коштів для власників заощаджень і захищає виробників від непередбаченого або передчасного анулювання залученого інвестиційного фінансування, скорочуючи тим самим імовірні інвестиційні збитки.

Означеним ефектом стимулювальний вплив фінансової системи на економічний розвиток не обмежується. Інший аспект – скорочення ступеня ризику шляхом диверсифікації. Розподіляючи залучені кошти між різними напрямками їх використання, фінансові посередники обмежують або навіть усувають індивідуальний ризик, пов'язаний з кожним конкретним видом вкладень. З погляду окремих заощадників, кошти яких залучаються посередницьким інститутом, це означає розширення можливостей диверсифікації, яке зменшує їхній власний ризик. Наразі об'єднання заощаджень і, відповідно, ризику багатьох економічних агентів дозволяє фінансовим посередникам не лише обмежити загальний рівень ризику, але й сприяє зменшенню індивідуального ри-

зику заощадників. Здатність фінансової системи забезпечувати диверсифікацію ризиків впливає на процес економічного зростання двома шляхами: через зміну рівня заощаджень і через зміну ефективності розміщення коштів. Оскільки власники заощаджень уникають ризиків, а високоприбуткові проекти зазвичай ризикованіші, ніж малоприбуткові, то диверсифікація ризиків дозволяє перерозподіляти інвестиційні портфелі на користь тих інвестиційних проектів, які здатні забезпечити найвищі прибутки. У результаті зростає рівень заощаджень, які спрямовуються на інвестування, і ефективність їх використання. Разом з тим, фінансова система сприяє диверсифікації ризиків, пов'язаних з інвестиціями у високі технології, які визначають технологічний прогрес і прискорюють економічне зростання. Складніші і продуктивніші технології виробництва, як правило, більш спеціалізовані і тому більш вразливі до шоків, отже, більш ризиковані. Але фінансова система дозволяє не лише переносити ризики на інших економічних агентів через механізми хеджування, але й диверсифікувати напрями вкладень серед великої кількості ризикованих проектів, досягаючи при цьому загального зниження рівня ризику без втрати доходності. Оскільки диверсифікація портфеля інноваційних проектів зменшує ризик, вона стимулює надходження інвестицій на інноваційну діяльність.

Наведеними ефектами вплив фінансової системи на економічне зростання не вичерпується. Завдяки зменшенню витрат міжчасового обміну, фінансова система може стимулювати накопичення людського капіталу [333; 494, р. 700–701]. За заданого бюджетного обмеження для індивіда фінансова система дає йому можливість отримати позику на період оволодіння новими навичками. Це полегшує процес утворення людського капіталу в економіці і, як наслідок, сприяє економічному зростанню. Однак, якщо обмежитися нашим аналізом, можна дійти висновку, що в процесі реалізації своїх базових функцій фінансова система впливає на економічне зростання принаймні по чотирьох основних напрямках, що доповнюють один одного, а саме: через збільшення норми заощадження і прискорення накопичення капіталу у виробництві; зменшення витрат на переміщення фінансових ресурсів в економіці; ефективніше розміщення інвестиційних ресурсів; стимулювання запровадження технологічних інновацій.

1.4. ТИПОЛОГІЯ ФІНАНСОВИХ СИСТЕМ

1.4.1. БАЗОВІ ВЗАЄМОЗВ'ЯЗКИ ФІНАНСОВОЇ СТРУКТУРИ

Питання оптимальної конфігурації фінансової системи є як теоретичним, так і практичним. Загальна ідеологія формування транзитивних фінансових систем базується на моделях, що існують у розвинених країнах. Така точка відліку актуалізує визначення концептуальних принципів і структури інституціональних взаємозв'язків зрілих фінансових систем і вимагає дослідження практики і напрямів їх трансформації.

В основі типології фінансових систем – фінансова структура, або архітектура фінансової системи. У найпростішому і найпоширенішому визначенні, яке бере свій початок з основоположної роботи Р. Голдсмита [413], фінансова структура – це поєднання фінансових інструментів, ринків та інститутів, що оперують в економіці [377, р. 13; 494, р. 702]. Ширше визначення пропонує Р. Стульц [624, р. 5], згідно з яким, фінансова структура складається з інститутів, фінансових технологій і правил гри, що визначають, яким чином фінансова активність організована в момент часу. Ми визначаємо *фінансову структуру (архітектуру)* як *модель організації фінансової системи, яка відбиває її таксономію – функціональне співвідношення та структурне підпорядкування компонентів фінансової системи, що задають механізм її функціонування і визначають характер узгодженості взаємодій між економічними суб'єктами*. Важливість фінансової структури зумовлюється тим, що залежно від спектра і поєднання існуючих фінансових інститутів і ринків, фінансових інструментів і механізмів укладання контрактів, правових і неформальних правил, що визначають організацію фінансової діяльності, одні й ті ж функції фінансової системи можуть виконуватися краще або гірше, стимулюючи фінансовий розвиток і економічне зростання або перешкоджаючи їм. Концепція фінансової структури передбачає, що за побудовою фінансові системи різних країн відрізняються між собою і змінюються в процесі економічного розвитку кожної окремої країни, пристосовуючись до змін середовища [279].

Історично у світі склалося два основні *типи фінансових систем* з відмінною архітектурою. Перший – фінансові системи, в основі яких знаходяться банки: "банківська" модель, або "банківська" фінансова система. Другий – фінансові системи, що базуються на ринках цінних паперів: "ринкова" модель, або "ринкова" фінансова система. Архетипом "банківської" фінансової системи є фінансові системи Німеччини та Японії, "ринкової" – США і Великої Британії. У теорії фінансової структури основні характеристики альтернативних моделей фінансової організації традиційно узагальнюються на історичному досвіді цих чотирьох країн. На практиці у більшості сучасних національних фінансових систем домінують банки, однак, останнім часом відносна важливість фондового ринку виявляє тенденцію до зростання – роль його тим більша, чим вищий рівень розвитку країни.

Історична ретроспектива показує також існування трьох *типів банківських систем*, два з яких репрезентують протилежні моделі, а третій є певним симбіозом між ними. Це модель універсального банку (Німеччина, Нідерланди, Швейцарія), модель розподіленої банківської діяльності (США, Японія) і змішана модель (Велика Британія, Австралія, Канада). Хоча класифікація фінансових систем на "банківські" і "ринкові" не може бути безпосередньо застосована до моделі організації банківської справи, тип фінансової структури і модель банківської системи тісно пов'язані між собою. Загальна закономірність така – фінансові системи, орієнтовані на банки, втілюють переважно універсальну модель банківської справи, у "ринкових" фінансових системах домінує розподілена банківська діяльність. Спільним напрямом сучасного розвитку банківського сектора є універсалізація банківської справи.

Різним типам фінансових систем притаманні особливі структури володіння акціями, яким відповідають англосаксонська і континентально-західноєвропейська *моделі фондового ринку*. У першому випадку домінуючим учасником ринку є інституціональні інвестори, а переважна маса акцій вільно обертається як на біржовому, так і на позабіржовому ринках, у другому – більша частка акцій іммобілізована у великого розміру контрольних пакетах, а на ринку головна роль належить банкам.

Характер взаємовідносин між фінансовим сектором і реальним залежить від природи фінансових контрактів, що укладаються між

ними. Альтернативні фінансові інструменти – банківські позики та акції – надають інвесторам різні можливості контролю над підприємницькими рішеннями менеджменту компаній. Залежно від пануючого в економіці типу фінансування відрізняються між собою і *моделі корпоративного управління* в реальному секторі економіки. Як правило, серед них виділяють дві основні: англо-американську, орієнтовану на короткотермінові взаємовідносини і ринковий контроль з боку інвесторів; і японо-німецьку, яка характеризується тісними довготерміновими інвестиційними відносинами між банками і промисловістю. У ширшому контексті аналогічне розмежування робиться між інсайдерськими та аутсайдерськими системами корпоративного контролю [603, р. 21–22]. За системи інсайдерського контролю, контроль за діяльністю компанії здійснюється на підставі механізмів, які передбачають наявність учасників з привілейованим доступом до інформації та інструментів впливу (інсайдерів). За системи аутсайдерського контролю діяльність компанії визначається по суті зовнішніми ринковими механізмами: учасники, які діють на ринках, впливають на компанії і контролюють їхній менеджмент через свою ринкову поведінку. Підтримуючи відсторонені відносини з компаніями, вони не мають ні привілейованого доступу до інформації, ні прямого особистого впливу на діяльність компанії, і в цьому сенсі є аутсайдерами.

Різні типи фінансових систем передбачають *відмінності у фінансовому регулюванні*. Універсальні фінансові інститути, які забезпечують широкий набір фінансових послуг, більш складні для управління і здійснення нагляду за їх діяльністю, ніж вузькоспеціалізовані. Вони потребують консолідованого інституціонального регулювання (консолідоване регулювання). Натомість при жорсткому розподілі сфер операційної діяльності і функцій різних видів фінансових інститутів система фінансового регулювання може бути більш функціональною – сегментованою за видами фінансової діяльності (сегментоване функціональне регулювання).

Практично це означає, що та або інша архітектура фінансової системи задає певним чином визначену модель функціонування банківської системи, модель організації ринку цінних паперів і модель корпоративного управління в економіці, параметри і характеристики яких взаємоузгоджені. Означену взаємозалежність схематично ілюструють базові співвідношення фінансової структури на рис. 1.1.



Рис. 1.1. Базові взаємозв'язки фінансової структури

Відмінності між різними типами фінансової структури можуть мати і ширший характер, оскільки вони пов'язані з поведінковою різницею на макрорівні. Це насамперед стосується механізму монетарної трансмісії. Зміни в управлінні грошовою базою впливають на стан фінансових ринків і реальний сектор економіки у різний спосіб: через зміну ринкових відсоткових ставок, цін на фінансові активи, валютний курс, загальну ліквідність та умови кредитування економіки [136, с. 166–174]. Залежно від існуючої фінансової структури і відповідної поведінки корпорацій, змінюється й ефективність упровадження монетарної політики через різні трансмісійні канали, відповідним чином мають змінюватися і домінуючі механізми впливу грошово-кредитної політики. У країнах з більшою залежністю від банківського фінансування відносно важливіші "кількісні" трансмісійні механізми (ефект банківських позик, балансний ефект), тоді як у "ринкових" фінансових системах відносно сильнішими є "вартісні" (ефект ціни активів).

1.4.2. МОДЕЛІ ОРГАНІЗАЦІЇ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ

Парадигми фінансової структури. Незважаючи на значну кількість досліджень фінансової структури, до сьогодні не існує достатнього і чіткого пояснення появи, розвитку та економічної

суті різних фінансових структур, а теоретична основа порівняльного аналізу фінансових систем тільки починає розвиватися [494, р. 702–703]. Початково відмінності між типами фінансової структури пов'язувалися з джерелами фінансування і фінансового обслуговування промислової сфери і, відповідно, з домінуючим механізмом фінансування підприємств. Із часом ці розбіжності втратили свою актуальність, а акцент у відмінностях між альтернативними моделями поступово змістився до інформаційних проблем. Визначення типу (моделі) фінансової системи залежить насамперед (але не виключно) від рівня функціонального розподілення банківської справи між комерційною та інвестиційною діяльністю, ролі ринку цінних паперів в економіці, характеру розподілу акціонерної власності і відповідних механізмів корпоративного управління тощо [197; 222; 278; 317; 343; 372; 383; 403; 515; 603; 668].

Можна визначити чотири основні складові, які характеризують базові економічні взаємодії в межах різних типів фінансової структури, і за допомогою яких конкретна фінансова система може бути охарактеризована:

- характер фінансового посередництва в економіці (уособлюється у співвідношенні структурних сегментів фінансового сектора);
- домінуючий тип зовнішнього фінансування (через банки або через фондові ринки);
- тип інформації, домінуючий в економіці, ступінь і характер її розкриття (приватна проти публічної);
- характер корпоративного контролю (прямий з боку банків через борг та володіння або ринковий через купівлю-продаж акцій).

Відмінності у структурі інституціональних взаємозв'язків за альтернативних типів фінансової структури уособлюються в поведінці фінансових інститутів, ринків цінних паперів, в умовах фінансування і контролю корпорацій, структурі заощаджень домогосподарств тощо.

"Банківська" модель. У фінансовій системі "банківського" типу домогосподарства зберігають заощадження переважно в банках, а останні виступають основним джерелом зовнішнього (опосередкованого фінансовою системою) фінансування для підприємницького сектора. У таких системах діють універсальні банки з диверсифікованим спектром фінансових послуг, які здійснюють водночас і традиційну банківську діяльність, і інвестиційну діяльність на ринку цінних паперів. Вони надають коротко- і довготе-

рмінові кредити, комерційні та інвестиційні банківські послуги. Їх активність на ринку цінних паперів охоплює андеррайтинг, дилінг і брокерські послуги по всіх видах цінних паперів та всіх аспектах бізнесу, пов'язаного із взаємними фондами. Інституціональне посередництво розвинуте незначним чином, що частково пов'язано з існуючою системою соціального страхування, і переважно контролюється банками. Проте у таких системах компанії значною мірою залежать від внутрішнього фінансування, зокрема, через утримання на балансах пенсійних резервів.²³

Характерна особливість "банківської" фінансової системи – банки виступають основними інвесторами на ринках акцій і корпоративних боргів, тому є водночас і кредиторями, і акціонерами корпорацій. Це забезпечує тісне зрощування банківського і промислового капіталу і дозволяє банкам здійснювати прямий і опосередкований контроль над корпораціями (система інсайдерського контролю). Прямий корпоративний контроль спирається на володіння акціями і контрольні права банків як кредиторів. Володіння значною часткою акціонерного капіталу корпорацій дозволяє банкам мати представництво у раді директорів (отже, доступ до конфіденційної інформації), наглядати за діяльністю корпорацій і грати активну роль у корпоративному управлінні. А оскільки банкам належить значна частка кредиторських вимог в економіці, то для впливу на рішення керівництва компаній банки можуть також укладати обмежувальні кредитні договори, варіювати термінами боргу або здійснювати щодо корпорації політику короткотермінового кредитування. Опосередкований контроль над корпораціями виникає в процесі брокерської і трастової діяльності банків або при управлінні взаємними фондами. У даному разі банки отримують можливість впливати на корпоративне управління, на-

²³Так, обмежена роль пенсійних фондів у німецькій фінансовій системі пов'язана з тим, що більшість пенсійних схем компаній тривалий час базувалася на внутрішніх фінансових резервах, які реінвестувалися у спонсорські компанії і були недоступні для інвестицій у корпоративні цінні папери. Лише третина контрольованих пенсійними фондами коштів розміщувалася за межами "своєї" фірми. Поточна пенсійна реформа передбачає доповнення традиційної системи PAYG розвитком фондової пенсійної системи. Проте процес переходу до частково фондової пенсійної системи є довготерміновим (імовірно, кілька десятків років), оскільки і потік зобов'язань за традиційними пенсійними схемами має бути сплачений, і необхідно створювати активи фондової пенсійної системи.

приклад, через використання прав голосування, що надані їм через зберігання акцій, чи трастове управління акціями індивідуальних інвесторів. Внаслідок тісного зв'язку банківського і промислового капіталу компанії мають довготермінові фінансові відносини закритого характеру з обмеженим колом кредиторів та акціонерів. Довготермінові взаємовідносини між банками і компаніями зменшують інформаційну асиметрію у фінансовій системі і роблять приватну інформацію більш важливою, ніж публічна. Домінування у корпоративному управлінні банків обмежує права міноритарних акціонерів, а відсутність детальної фінансової інформації не стимулює індивідуальних інвесторів до вкладання коштів у акції.

"Банківській" фінансовій системі відповідає континентально-західноєвропейська модель фондового ринку. На ринку цінних паперів знаходяться в обігу насамперед облігації крупних банків, державні й муніципальні облігації. Акції більшості компаній не котируються; ті ж акції, які мають котирування, утримуються кількома крупними акціонерами. Поширене перехресне володіння акціями між компаніями, спрямоване не стільки на контроль, скільки на зміцнення альянсів. Оскільки переважна частка акцій знаходиться в контрольному пакеті, то перехід компанії з рук у руки – зміна власника контрольного пакета – неможлива без згоди її власника. Тому кількість поглинань у "банківській" системі незначна. Поширенню практики поглинання заважає і велика частка некотируваних акцій. За цієї моделі на фондовому ринку домінують банки, через які проходить основна маса доручень на укладання угод з цінними паперами, завдяки чому вони фактично концентрують попит і пропозицію на ринку. Як наслідок, фондові ринки у "банківських" системах відносно невеликі за масштабами і ліквідністю, а операції з цінними паперами мають порівняно закритий характер.

За таких умов як пряме, так і опосередковане поширення публічної інформації малорозвинене. У цілому, попит на публічну інформацію відносно низький у разі, коли фондові ринки мають обмежене значення для розміщення заощаджень домогосподарств і залучення фінансування фірмами. У поєднанні з обмеженим попитом з боку інституціональних інвесторів і відносно незначною кількістю компаній з публічним лістингом, стимули до розвитку інформаційної інфраструктури, зокрема, у вигляді аналітичних агенцій, що надають інформаційно-фінансові послуги, низькі. Навпаки, банки, як головні постачальники зовнішнього фінансування фірмам, потребують детальної інформації (включаючи приватну), яка не завжди прийнятна для пуб-

лічного розголошення. Домінування універсальної банківської справи, яка базується на довготермінових і тісних відносинах між банками і компаніями, в свою чергу, дає можливість банкам накопичувати значну кількість інформації про фірми, які вони кредитують. Участь банків у власності і корпоративному управлінні компаніями надає їм додаткову інформацію і нові можливості для збору даних. Тому з погляду як накопичення, так і використання, інформація у "банківській" фінансовій системі є переважно приватною, а не публічною.

Отже, у "банківській" фінансовій системі банки відіграють головну роль у мобілізації заощаджень, розміщенні капіталу, у контролі за рішеннями корпоративних менеджерів щодо основних напрямів політики корпорацій, у той час як базові обігові фінансові інструменти (акції, облігації, комерційні папери) функціонують як банківські продукти поряд з традиційними банківськими кредитами і депозитами. Відповідно, особливістю балансової структури основних макроекономічних секторів у фінансових системах "банківського" типу є зосередження фінансових активів у банківському секторі, низький рівень активів інституціональних інвесторів щодо ВВП, висока частка банківських позик у зобов'язаннях корпорацій.

"Ринкова" модель. У "ринковій" фінансовій системі інвестиційна і банківська діяльність існують відокремлено. Комерційні банки або не мають законодавчого дозволу здійснювати інвестиційні операції з акціями, або обмежують інвестиційну діяльність з корпоративними цінними паперами за традицією, зосереджуючись на короткотерміновому кредитуванні та наданні інших комерційних банківських послуг. Ринок цінних паперів конкурує з банками за залучення заощаджень населення, здійснення корпоративного контролю та управління ризиками. Пропонуючи численний спектр фінансових інструментів, він забезпечує широкі й різноманітні можливості як для інвестування і диверсифікації інвестиційних портфелів, так і для залучення корпоративного фінансування. Наразі банківські депозити не є основним інструментом заощадження. Заощадження домогосподарств існують здебільшого у формі інвестицій у ринок цінних паперів, безпосередньо або опосередковано – через інститути спільного інвестування.

Банки мають відносно менше значення як джерело фінансування корпоративного сектора, ніж в орієнтованих на банки фінансових системах. Банківське кредитування є короткотерміновим і супроводжується "відстороненими" взаємовідносинами між

банками і промисловістю. Банки не відіграють активної ролі у корпоративному управлінні і реструктуризації компаній, які вони кредитують. Зовнішнє фінансування компаній залежить від ринків цінних паперів прямо (випуск боргових зобов'язань та акцій) та опосередковано (сек'юритизовані позики), а головними поставальниками фінансових ресурсів є інституціональні інвестори. Тому у фінансовому секторі домінують не комерційні банки, а небанківські фінансові посередники – пенсійні фонди, страхові компанії, інвестиційні і взаємні фонди тощо.

Залучення значної частини корпоративного фінансування через ринок цінних паперів зумовлює відсутність дієвого механізму "внутрішнього" контролю фінансових посередників та індивідуальних інвесторів за діями корпоративного менеджменту. По-перше, як правило, існують жорсткі законодавчі обмеження щодо контролю над корпорацією з боку банків і небанківських фінансових інститутів. По-друге, внаслідок розпорошеного володіння акціями, контроль за менеджерами з боку індивідуальних інвесторів потребує значних витрат і на практиці є частковим. Це надає менеджменту значну свободу дій і дозволяє приймати рішення, які не завжди вигідні для акціонерів. Корпоративне управління з боку інвесторів є опосередкованим і відбувається шляхом продажу акцій компаній, діяльність яких не відповідає цілям акціонерів (система аутсайдерського контролю). Основою прийняття фінансових рішень виступає інформація, що базується на котируваннях акцій і показниках дивідендних виплат. У зв'язку з цим одна з необхідних умов ефективного функціонування "ринкової" фінансової системи – публічне розкриття великого обсягу фінансової інформації про діяльність корпорацій. Тому у "ринковій" фінансовій системі корпоративна звітність і вимоги розкриття інформації пристосовані до надання публічної інформації. Крім того, активні фондові ринки і високий рівень прямого і непрямого інвестування заощаджень домогосподарств у цінні папери створюють стимули для виробництва приватної інформації фінансовими аналітиками (для продажу) і фондowymi менеджерами (чия інформація опосередковано стає публічною через вплив їх торгової поведінки на ціни акцій). Як наслідок, у "ринковій" фінансовій системі домінує публічна інформація, а не приватна. Моніторинг діяльності корпорацій здійснюють спеціалісти, такі як рейтингові агенції, фірми венчурного капіталу, інвестиційні банки тощо.

"Ринковій" фінансовій системі відповідає англосаксонська модель фондового ринку. Вона характеризується тим, що основна маса ак-

цій перебуває у вільному ринковому обігу, контрольні пакети акцій порівняно невеликі, а в торгівлі цінними паперами домінують інституціональні інвестори. Перехресного володіння акціями між компаніями майже не спостерігається. Фондовий ринок високорозвинений і відзначається великим оборотом коштів і ліквідністю. Йому притаманна висока прозорість і відкритість, які значною мірою базуються на надійній фінансовій інформації. Завдяки невеликому розміру контрольного пакета, при даній моделі існує реальна можливість скупити значну кількість акцій і сформувати контрольний пакет. При неефективному управлінні компанією (коли дивіденди скорочуються, ринкова ціна акцій падає) виникає висока ймовірність її поглинання, оскільки єдиним механізмом контролю, який знаходиться в розпорядженні індивідуальних інвесторів є "вихід" з фондового ринку. Тому поширена практика несумлінного (ворожого) поглинання – всупереч бажанням менеджменту корпорацій²⁴. Несумлінне поглинання виступає засобом контролю над менеджерами, яке не дозволяє їм зловживати своїм становищем щодо акціонерів. Загроза поглинання корпорації і навіть її обнародування діє як обмежувач поведінки менеджерів. Відповідно, фондовий ринок як ринок корпоративного контролю (через механізм злиття і поглинання) виступає другим важливим механізмом корпоративного управління у "ринковій" фінансовій системі.

Отже, відмінна особливість "ринкової" фінансової системи – широкий розвиток ринків цінних паперів (включаючи ф'ючерсні й опціонні), які є активним механізмом випуску й торгівлі цінними паперами, здійснення корпоративного контролю і залучення корпоративного фінансування. Як наслідок, балансова структура макроекономічних секторів при фінансовій системі "ринкового" типу характеризується переважанням в активах фінансового сектора акцій та облігацій, невеликим щодо ВВП розміром банківського сектора, високою часткою ринкових цінних паперів у зобов'язаннях корпорацій.

Основні порівняльні ознаки протилежних типів фінансових систем (згідно з теорією фінансової структури) і відповідні характеристики транзитивних фінансових систем наведено у табл. 1.4.

²⁴ Характерно, що у США і Великій Британії можливе поглинання без згоди керівництва і викуп контрольного пакета за рахунок кредиту.

Таблиця 1.4. Порівняльна характеристика моделей організації фінансової системи

Характерні ознаки	"Ринкова" модель		"Банківська" модель		Гібридна модель
	США	Велика Британія	Німеччина	Японія	
Рівень фінансового посередництва	Високий	Високий	Високий	Високий	Низький
Роль у розміщенні фінансових ресурсів: банки інституціональні посередники і ринки	Вторинна Первинна	Вторинна Первинна	Домінуюча Допоміжна	Первинна Вторинна	Домінуюча Мінімальна
Модель банківської системи	Спеціалізація де-юре ¹	Спеціалізація де-факто ²	Універсальні банки	Універсальні банки	Універсальні банки
Основний тип акцій у портфелі домогосподарств	Ринкові цінні папери	Ринкові цінні папери	Вимоги на банки і страхові компанії	Боргові вимоги на фінансові інститути	Боргові вимоги на банки
Характер володіння акціями	Широке коло інвесторів (індивідуальних та інституціональних)	Широке коло інвесторів (індивідуальних та інституціональних)	Переважає банківське володіння контрольним пакетом	Перехресне володіння в межах господарської групи (кейрецу)	Утримуються переважно великими інсайдерами

Характерні ознаки	"Ринкова" модель		"Банківська" модель		Гібридна модель Перехідні економіки
	США	Велика Британія	Німеччина	Японія	
Корпоративний контроль	Ринковий контроль, що базується на вартості акцій і механізмі поглинання	Зовнішній контроль з боку ринків цінних паперів	Контроль з боку основних акціонерів, менеджерів і робітників компанії	Контроль з боку крупних акціонерів і банків і компанії	Контроль з боку крупних інсайдерів
Інтегрованість міжнародні фінансові ринки	Висока	Висока	Висока	Висока	Низька

¹ До 1999 р. у США існувало законодавче розмежування банківської та інвестиційної діяльності (закон Гласа – Стігалла).

² Особливістю фінансової системи Великої Британії є її підпорядкованість не стільки законам, скільки традиціям.

Теоретично, наявність відмінних типів фінансової структури показує: незважаючи на те, що фінансова система представляє собою сукупність взаємодоповнюючих (комплементарних) компонентів, характер їх взаємодії і спільного функціонування може бути різним. Обидві моделі фінансових систем істотно відрізняються одна від одної характером взаємозв'язків, але кожна з них є несуперечливою і послідовною системою, компоненти якої узгоджені між собою. Роль банків і ринків у кожній з моделей відповідає домінуючому механізму фінансування інвестиційних потреб корпорацій і структурі заощаджень домогосподарств; домінуючий спосіб корпоративного фінансування скоригований з режимом корпоративного управління, характером взаємовідносин банк – клієнт, специфікою розкриття інформації тощо. Це вказує на те, що обом моделям фінансової системи притаманна властивість консистентності, яка породжує синергетичний ефект і тим самим забезпечує ефективність їх функціонування.

Множинність узгодженості компонентів фінансової системи не лише є підставою диференціації фінансових систем за структурними характеристиками ("банківські" і "ринкові"), а й дозволяє припустити, що внутрішньо узгоджені фінансові системи є стійкими до структурних змін, спрямованих на їх видозміну. Зміна одного або кількох структурних компонентів фінансової системи не є достатньою, щоб змінити фундаментальну структуру даної системи, а збільшення подібності одного або кількох елементів різних за структурою фінансових систем ще не свідчить про їхню тотожність чи функціональне зближення. Цей аспект побудови фінансових систем є важливим для аналізу їх розвитку і вирішальним з погляду розробки політики фінансового розвитку.

Порівняльні переваги і недоліки альтернативних моделей фінансової системи. Дискусії щодо ролі фінансової структури, переваг і недоліків кожної з моделей фінансової системи, тривають серед економістів понад століття. Спочатку вони стосувалися відносних переваг німецької і британської фінансових систем. Наприкінці XIX ст. німецькі економісти стверджували, що фінансова система, яка базується на "банківській моделі", дозволила Німеччині обігнати Велику Британію за основними параметрами промислового розвитку. Упродовж XX ст. ці дебати охопили представників США, Великої Британії, Японії та інших

країн [137, с. 77]. Нещодавно, коли виникла нагальна потреба у формуванні фінансових систем у великій кількості країн з ринками, що формуються, проблема визначення спільного підходу до проектування фінансової структури привернула особливу увагу. Потребували відповіді такі питання: яка модель фінансової системи краще забезпечує економічне зростання – "банківська" чи "ринкова"? Яка з них більшою мірою відповідає потребам сучасного розвитку і має впроваджуватися у країнах з виникаючими ринками? Чи існує особлива модель фінансової системи для трансформаційних економік?

Ні теорія, ні практика не дають однозначної відповіді на питання щодо оптимальної структури фінансової системи. Кожна з моделей має відносні переваги й недоліки, своїх прихильників і критиків. У межах загальної аргументації на користь "банківської" або "ринкової" фінансових систем акцентується увага на проблемах, пов'язаних з функціонуванням альтернативної моделі фінансової архітектури; визначаються порівняльні переваги даної моделі.

Аргументи на користь "банківської" фінансової системи. До поширених недоліків фінансової системи, що базується на ринках, прихильники "банківської" моделі відносять характер розповсюдження інформації, неефективність корпоративного контролю, високу залежність компаній від фондового ринку [614; 622].

Перший недолік – отримання інформації як суспільного товару, що веде до знецінення її корисності. Швидке оприлюднення необхідної інформації у ринкових цінах зменшує мотивацію окремих інвесторів витратити приватні ресурси на самостійне її збирання. У результаті можливості виявлення інноваційних проектів скорочуються, що обмежує ефективність розподілу ресурсів в економіці [255; 622]. Із характером розповсюдження інформації на високоліквідних ринках пов'язують і проблему "фрірайдерства". Вона виявляється по-різному. Так, будь-який інвестор, котрий збирає певну інформацію про діяльність фірми і ризики інвестування в її активи не спроможний запобігти її використанню іншими агентами (через швидке розповсюдження інформації), отже, не може повною мірою отримати прибуток від зібраної інформації. Аналогічним чином будь-який акціонер, котрий прагне здійснювати корпоративний контроль, змушений брати на себе всі відповідні витрати, тоді як вигода від цього розподіляється між усіма акціонерами. Як наслідок, у "ринковій" фінан-

совій системі стимули до накопичення інформації і здійснення корпоративного контролю в інвесторів зменшуються.

Іншим недоліком вважається нездатність дрібних інвесторів впливати на корпоративне управління належним чином, оскільки: 1) менеджери володіють якіснішою інформацією і можуть змовлятися з найбільш впливовими членами правління, 2) можливість легкого і швидкого продажу акцій різко знижує мотивацію інвесторів до активного нагляду за роботою менеджерів. За наявності ліквідних ринків акціонерам простіше продавати свої акції, ніж координувати зусилля для запровадження поточного контролю за роботою менеджерів. Це скорочує можливості корпоративного контролю і спричиняє зниження продуктивності у загальнонаціональному масштабі. Головний механізм – "транзитне" володіння акціями доповнене відсутністю вирівнювання між цілями інвесторів і менеджерів, що веде до формування корпоративного менеджменту з короткотерміновим інвестиційним горизонтом, котрий прагне досягти максимальної поточної прибутковості на шкоду довготерміновим виробничим інвестиціям [239; 385, р. 29]. Тому більший розвиток ринків може заважати не лише корпоративному контролю, а й економічному зростанню.

На думку прихильників "банківської" фінансової системи, комбінування цих рис визначає неефективне розміщення заощаджень, тоді як банки з їх довготерміновими відносинами з окремими підприємствами пом'якшують зазначені недоліки. До порівняльних переваг "банківської" моделі відносяться ті, що зумовлені традиційними перевагами фінансового посередництва. Це: накопичення інформації про фінансовий стан фірм та дії менеджерів і на основі цього вдосконалення розміщення капіталу й корпоративного управління; забезпечення управління міжгалузевим і міжчасовим ризиками та ризиком ліквідності, що сприяє збільшенню інвестиційної ефективності та економічного зростання; мобілізація капіталу з використанням економії на масштабах, що зменшує постійні витрати на одну операцію тощо [63, с. 45–46; 198; 228; 345; 574; 616, р. 81–128]. Ці висновки підкріплюються результатами досліджень [216], які показують, що функціональні регуляторні обмеження негативно впливають на діяльність власне комерційних банків. Вони доводять, що обмеження можливості банків здійснювати операції з цінними паперами і володіти нефінансовими компаніями, тісно асоціюється з посиленням нестабільності у банківському секторі.

Аргументи на користь "ринкової" фінансової системи. Прихильники ринково орієнтованої фінансової структури, навпаки, акцентують увагу на слабкості "банківської" фінансової системи. Вони стверджують [248; 569; 672], що великі банки мають тенденцію заохочувати фірми здійснювати надто консервативні інвестиційні проекти, встановлюють високі відсоткові ставки, через що підприємства залишаються з низькими доходами і втрачають стимули до розробки нових та інноваційних продуктів. Банки можуть стримувати нововведення також через прагнення до отримання інформаційної ренти і захисту споріднених з ними фірм від конкуренції. При цьому власники акцій мало контролюють банківських менеджерів, які, в свою чергу, контролюють не лише банки, а й фірми. Разом з тим прихильники "ринкової" моделі звертають увагу на потенційний ризик для стабільності банківської системи у разі, коли банки є крупними власниками ризикованих підприємств, а також на конфлікт інтересів внаслідок подвійної ролі банків як кредиторів і власників підприємств. Зокрема, великі банки з незначними регуляторними обмеженнями на їхню діяльність можуть змовитися з менеджерами фірм проти інших кредиторів і перешкоджати ефективному корпоративному управлінню [673, р. 41–78].

На противагу підкреслюється, що у "ринковій" фінансовій системі ринки цінних паперів відіграють інноваційну роль і здатні забезпечувати фірмам більший обсяг фінансування. По-перше, вони пропонують широкий набір фінансових інструментів, який дозволяє диверсифікувати ризики та ефективніше застосовувати техніку ризик-менеджменту, ніж у більш стандартизованих і консервативних системах "банківського" типу. При цьому фондові ринки створюють механізми для управління ризиками з урахуванням конкретних особливостей зацікавлених осіб [497; 536]. По-друге, розвинені ринки дають більше стимулів для фірмових досліджень, оскільки торгівля на великих і ліквідних ринках цінних паперів дозволяє отримати прибуток за рахунок нової інформації [437]. По-третє, фондові ринки підвищують якість корпоративного управління, оскільки, полегшуючи злиття компаній, дають можливість пов'язати менеджерську компенсацію і продуктивність виробництва [447]. По-четверте, конкурентні ринки цінних паперів відіграють позитивну роль в агрегуванні розсіяних інформаційних сигналів і ефективній передачі цієї інформації інвесторам, що, в свою чергу, сприяє збільшенню фінансування компаній [198; 256]. Саме розвинені ринки акцій дозволяють сформу-

вати систему, що найкраще втілює у ринкових цінах різнобічну (і специфічну для кожної корпорації) інформацію, і тим самим здатні забезпечити ефективніше розміщення ресурсів [527]. Тому прихильники "ринкової" фінансової системи доходять висновку, що ринки цінних паперів зменшують внутрішню притаманну банкам неефективність і сприяють економічному зростанню.

Мінливість порівняльних переваг фінансових структур. Зрештою, існує й більш широкий підхід до визначення порівняльних переваг "банківської" і "ринкової" фінансових систем. У його основі – ідея про те, що фінансова структура з часом змінюється, оскільки у міру розвитку економічних систем еволюціонують і фінансові системи. Прихильники цього підходу визнають, що банки важливіші для економічного зростання за одних умов, тоді як ринки цінних паперів мають більшу значимість за інших альтернативних умов, а тому не надають перевагу жодному з означених типів фінансових систем. Дж. Бойд і Б. Сміт [271] аргументують, що оптимальність фінансової структури змінюється зі зміною доходу на душу населення. Згідно з їх моделлю, банки відіграють особливо важливу роль на низьких рівнях економічного розвитку. Зі зростанням доходу, однак, ефективнішими стають фінансові системи "ринкового" типу, коли ринки цінних паперів починають активно впливати на економічне зростання. Отже, в міру економічного розвитку країни отримують більші вигоди від становлення більш "ринкових" фінансових систем. Ф. Аллен і Д. Гейл [193; 197; 198] пов'язують оптимальність фінансової структури з технологічними змінами і структурою виробництва. Як вони стверджують, банки мають перевагу проти ринків цінних паперів для секторів економіки зі сталими технологіями і проектами. За цих умов банківський моніторинг ефективно виявляє і коригує відхилення від норми прибутковості проектів. І навпаки, у технологічно передових секторах економіки, де триває процес технологічних перетворень, модифікується продукція, що випускається, швидко змінюється ринкова структура тощо, ринки цінних паперів здатні ефективніше оцінювати нові напрями діяльності і забезпечувати ці сектори фінансовими ресурсами. Відповідно, ринки цінних паперів необхідні в ситуації швидкого розвитку технологій, тоді як банки – в умовах сталих технологій. Натомість інші економісти [372; 403; 570; 573] доводять, що оптимальність фінансової структури залежить від характеру інституціонального середовища, зокрема, правової системи країни. На їхню думку,

фінансові системи "банківського" типу мають порівняльні переваги у країнах з недостатньо розвиненими правовими системами, яким притаманні слабкі стандарти захисту прав акціонерів, недостатньо забезпечені права власності, нерозвинені механізми реалізації умов контрактів тощо. У країнах зі слабкими інститутами, банки здатні більш ефективно виявляти інформацію про фінансовий стан фірм і мають кращі можливості змусити фірми повертати борги, ніж атомістичні ринки цінних паперів. Маючи інформацію про фінансовий стан компаній, банки можуть ефективно контролювати корпоративний менеджмент, гарантуючи стабільність, яка необхідна для розвитку і здійснення довготермінової стратегії і, завдяки цьому, краще сприяють економічному зростанню. Згідно з цим підходом, економіки отримують вигоду від становлення фінансових систем більш "ринкового" типу лише за умов удосконалення їхніх правових систем.

Як бачимо, точки зору щодо ефективності різних моделей фінансової системи, їхнього впливу на економічний розвиток – різні. Але ці відмінності навряд чи варто перебільшувати. *Перше* – обидва типи фінансових систем виконують одні й ті самі функції: збирання інформації про інвестиційні можливості, нагляд за показниками діяльності корпорацій і застосування тих чи інших заходів щодо оптимізації розподілу інвестиційних ресурсів з урахуванням отриманої інформації. Ефективність їх виконання визначається ступенем узгодженості взаємодій компонентів фінансової системи в процесі її функціонування. *Друге* – сучасні теоретичні підходи не дають підстави для висновку про однозначні переваги жодного з розглянутих типів фінансової структури. *Третє* – в процесі фінансового розвитку відбувається еволюція фінансових систем, яка виявляється в тому числі й у трансформації їх фінансової структури.

1.4.3. ФІНАНSOVA СТРУКТУРА: ВІДПОВІДНІСТЬ ТЕОРІЇ І ПРАКТИКИ

Моделі фінансових систем дещо ідеалізовано описують комбінацію компонентів фінансової системи в межах конкретної фінансової структури. Відмінності між різними типами фінансової структури в реальності не настільки очевидні, як в теорії. Це спричинено трансформацією фінансової структури, складністю визначення типу структури фінансової системи на практиці.

Перше, на що слід звернути увагу – в науковій літературі не існує загальноприйнятого чіткого визначення "банківської" і "ринкової" фінансових систем²⁵, а теоретичні моделі фінансової структури недостатньо точні в плані відповідності їх безпосередній практиці навіть тих країн, досвід яких покладений в основу моделей. У Великій Британії ("ринкова" модель) банки мають широкі права у здійсненні операцій з цінними паперами і щодо володіння нефінансовими фірмами, у страховій діяльності та операціях з нерухомістю, які фактично відповідають характеру універсальної банківської діяльності "класичної" фінансової системи "банківського" типу – німецькій. В Японії ("банківська" модель) на діяльність банків у сфері цінних паперів накладається більше обмежень, ніж у взірцево обмеженій до 1999 р. "ринковій" фінансовій системі США.

Одна з причин цього – різноманітність історичного досвіду розвитку фінансових систем і моделей розвитку корпоративного фінансування. Національні фінансові системи навіть країн з однаково визначеною фінансовою структурою різняться генезисом, масштабами і характером фінансового розвитку, формами і ступенем взаємозв'язку з промисловістю, методами впливу на економіку. Важливими чинниками формування структури фінансової системи є регулювання, оподаткування та організація соціального забезпечення, які суттєво відрізняються в різних країнах. Результатом чого є не лише різна організаційна структура фінансових систем або моделі взаємозв'язку між фінансовим і реальним секторами економіки, а й відсутність однозначного тлумачення базових понять, що пов'язані з визначенням фінансової структури. Так, є два основні значення терміну *універсальна банківська справа*, у межах контексту яких існує низка подальших відмінностей²⁶. Вузьке визначення стосується спроможності банків долучатися до широкого діапазону фінансових послуг, зокрема бізнесу цінних паперів. Широке визначення стосується спроможності

²⁵ Деякі економісти обґрунтовують відповідність теорії і практики фінансової структури, тоді як інші критикують ті чіткі відмінності в типах фінансових структур, які існують у літературі. Наприклад: [603] проти [278, р. 86, 95; 607, р. 301–323].

²⁶ Серед таких відмінностей можна назвати розбіжності між типами фінансово-промислових зв'язків (банківські інститути як власність промислових підприємств або промислові підприємства як власність банків), у структурі участі банків у бізнесі цінних паперів (безпосередня участь, участь через підпорядковані філії, участь через філію холдингової компанії).

банків не лише надавати повний спектр фінансових послуг, а й володіти і контролювати нефінансові корпорації. На додаток до цих двох базових визначень поняття *універсальна банківська справа* поширюється також на японську модель, де між банками і нефінансовими корпораціями поряд з перехресним володінням акціями існують довготермінові контрактні відносини, що розширюють контрольні права банків і забезпечують їх приватною інформацією про діяльність фірм [383, р. 370–371]. Тенденція з розподілом контрольних прав та інформації в Японії відповідає ситуації, що спостерігається в країнах, де у фінансовій системі домінують банки: стабільні довготермінові відносини фірм з постачальниками кредиту, стабільне володіння боргом і акціонерним капіталом, поширення механізму перехресного володіння акціями, велика частка акцій промислових корпорацій у власності банків. Відмінна риса – створення корпоративних угруповань, суб'єкти яких незалежні як від зовнішніх інвесторів, так і від банків, що не входять до корпоративної групи, а механізм мобілізації капіталу кожної групи відбувається на колективній основі через головний банк групи [77]. Ступінь інтеграції між банками і промисловістю дає підставу визначати Японію саме як "банківську" фінансову систему, хоча на операційну діяльність банків у сфері цінних паперів тут накладаються жорсткі обмеження й у строгому розумінні їх не можна розглядати як універсальні інститути.

Такого роду розбіжності між теорією і практикою фінансової структури виявляють себе і на рівні розподілу фінансових активів і зобов'язань між макроекономічними секторами. Дослідження балансової структури основних макроекономічних секторів показують, що теоретичне розмежування фінансових систем на "банківські" і "ринкові" фактично не є достатньо обґрунтованим (табл. 1.5). Згідно з даними Дж. Барні і Е. Девіса [278], "ринкова" Велика Британія на практиці має характерні риси "банківської" фінансової системи: великий банківський сектор, незначний розвиток взаємних фондів, порівняно низький рівень володіння акціями з боку домогосподарств, великий корпоративний борг щодо ВВП. Балансовій структурі "банківських" фінансових систем континентально-європейських країн притаманні особливості "ринкової" моделі. Серед банківських активів Німеччини частка облігацій майже втричі перевищує частку акцій, французькі та італійські домогосподарства володіють більшою часткою акцій, ніж британські, а активи континентальних взаємних фондів (щодо ВВП) істотно перевищують їх рівень у Великій Британії.

Таблиця 1.5. Ступінь відповідності сформованої фінансової структури теоретичним моделям (на основі балансів макроекономічних секторів) [278, р. 94]

Сектор	Теоретична модель		Існуюча практика	
	"Банківська" фінансова система	"Ринкова" фінансова система	Позитивне відхилення	Негативне відхилення
Активи домогосподарств	Висока частка облігацій і депозитів, низький рівень показника "активи/ВВП" (нефондовані поточні пенсії)	Висока частка акцій, інвестицій у страхові компанії, пенсійні і взаємні фонди, високий рівень показника "активи/ВВП"	Італія, Німеччина: високий рівень взаємних фондів; Франція: високий рівень володіння акціями	Велика Британія: низька частка прямого володіння акціями; Франція: низька частка прямого володіння облігаціями
Зобов'язання домогосподарств	Низький борг, значна іпотека	Високий борг, висока частка споживчого кредиту	Німеччина: показник "борг/ВВП" порівнянний до показника Великої Британії; Італія: висока частка споживчого кредиту	Франція: низька частка кредитів; Велика Британія: частка облігацій; Італія: низький рівень показника "борг/ВВП"
Корпоративні зобов'язання	Висока частка позик, високий рівень показника "борг/ВВП" (банківські взаємовідносини)	Висока частка облігацій, акцій і інструментів грошового ринку, низький рівень показника "борг/ВВП"	Франція: висока частка акцій; Велика Британія: високий рівень показника "борг/ВВП"	Франція: низька частка кредитів; Велика Британія: частка облігацій; Італія: низький рівень показника "борг/ВВП"

Сектор	Теоретична модель		Існуюча практика	
	"Банківська" фінансова система	"Ринкова" фінансова система	Позитивне відхилення	Негативне відхилення
Активи фінансового сектора	Позики переважають (банки), менший показник фінансового сектора	Облігації та акції переважають, можливі депозити (інституціональні інвестори), великий показник фінансового сектора	Франція: висока частка акцій, інструментів грошового ринку, великий рівень показника "активи/ВВП"	Франція: низькі позики; Велика Британія: низька частка облігацій та інструментів грошового ринку
Активи банківського сектора	Більше позик і акцій (банківські взаємовідносини), великий показник "банківський сектор/ВВП"	Більше боргових цінних паперів, менший показник "банківський сектор/ВВП"	Німеччина: висока частка облігацій; Велика Британія: високий рівень показника "активи/ВВП"	Велика Британія: низький рівень показника "взаємні фонди/ВВП"
Активи інституціональних інвесторів	Низький рівень показника "активи/ВВП"	Високий рівень показника "активи/ВВП"	Німеччина, Франція: високий рівень показника "взаємні фонди/ВВП"	Велика Британія: низький рівень показника "взаємні фонди/ВВП"

Проте навіть якщо визнати, що парадигмам фінансової структури не вистачає однозначності та точності, сучасна побудова національних фінансових систем не дає можливості чітко розмежувати їх на суто "ринкові" або "банківські". Так, у країнах, що розвиваються, банки традиційно спеціалізуються на торговому і короткотерміновому фінансуванні, в той час як спеціалізовані фінансові установи (фінансові інститути розвитку) забезпечують довготермінове промислове та інвестиційне фінансування. У багатьох з цих країн держава відіграє вагомий роль у фінансових системах як за рахунок володіння фінансовими інститутами, так і внаслідок прямого розподілу фінансових ресурсів. Відповідні форми організації фінансової системи більш доречно можуть бути охарактеризовані як орієнтовані на кредити або орієнтовані на державу. Але в будь-якому разі спільною їх рисою з "банківською" моделлю є домінування в структурі фінансування підприємств банківських позик на противагу корпоративним цінним паперам. Тому їх зазвичай розглядають як фінансові системи, що базуються на "банківській" моделі [118, с. 7]. Це, принаймні, означає, що не всі фінансові системи "банківського" типу передбачають функціонування банків як універсальних фінансових інститутів.

Те ж саме стосується концентрації корпоративної власності і корпоративного контролю. Класичним атрибутом "ринкової" фінансової системи виступає корпорація, акції якої розподілені серед великої кількості акціонерів, "банківської" – висока частка корпоративної власності, що припадає на банки. Дослідження розподілу корпоративної власності показують, однак, що подібна структура відносин власності і контролю не є типовою. Корпорації з розосередженим володінням притаманні обмеженій кількості країн світу з різними типами фінансової структури. Найширше вони представлені у Великій Британії, США, Канаді, Японії, Швейцарії та Австрії. Натомість у більшості економік спостерігається висока концентрація акціонерної власності, коли переважна частка акцій зосереджена у порівняно невеликій кількості власників (Греція, Туреччина, Ізраїль, Німеччина, Італія, Іспанія тощо), а в деяких країнах великих корпорацій з розосередженою структурою володіння акціями взагалі не існує (Аргентина, Бразилія, Мексика). При цьому в багатьох економіках домінуючим типом акціонерної власності залишається сімейне володіння (Бельгія, Ізраїль, Греція, Швеція, Португалія тощо). За таких обставин істот-

но змінюється взаємозв'язок між акціонерною власністю і корпоративним управлінням. Представники сімей нерідко безпосередньо беруть участь в управлінні корпорацією. Таке зближення власності та управління не гарантує не лише оптимального, а й професійного управління, а запрошені менеджери мають обмежену незалежність у прийнятті рішень. І в будь-якому випадку – корпорації з концентрованою власністю, а надто сімейною, незначною мірою піддаються впливові регулювання з боку ринку [120, с. 7–10].

Невідповідність теоретичних моделей фінансової системи реаліям фінансового розвитку не дозволяє повною мірою застосовувати їх для визначення й дослідження фінансової структури тих або інших країн. У зв'язку з цим постає проблема вимірювання чи оцінювання фінансової структури за допомогою достатньо чіткого критерію. Проте в економічній літературі не існує єдиного економічного індикатора, на основі якого можна визначити характер фінансової структури. При дослідженні фінансових систем окремих країн, як правило, застосовують якісні, специфічні для даної економіки критерії фінансової структури. У Німеччині – це ступінь банківського володіння акціями і правами голосування, у США – роль поглинань у механізмі корпоративного контролю [492, р. 4]. Навіть у межах певної парадигми фінансової структури, наприклад, "банківської", для визначення типу фінансової системи країни застосовуються різні якісні критерії: характер фінансування підприємств (країни, що розвиваються), спектр операцій, дозволених банкам (Німеччина), ступінь інтеграції банків і промисловості (наявність у корпорації головного банку в Японії). Оскільки фінансові структури і взаємовідносини між фінансовим і корпоративним секторами відрізняються між країнами, застосування таких специфічних індикаторів є складним або навіть неприйнятним при дослідженні фінансової структури інших країн чи проведенні порівняльного аналізу національних фінансових систем.

Неадекватність якісних критеріїв потребам порівняльного аналізу актуалізує кількісну оцінку фінансової структури. Типові, але далеко не бездоганні економічні показники, які використовуються з цією метою – ринкова капіталізація, рівень банківського кредитування, сукупна вартість торгівлі на фондовому ринку, коефіцієнт обороту, накладні витрати у банківському секторі, фінансові активи і зобов'язання макроекономічних секторів тощо [278; 343; 492; 608]. Проблема в тім, що застосування стандартних кількісних по-

казників може давати викривлену і суперечливу картину фінансової структури, особливо для нерозвинених фінансових систем. Так, показники фінансової структури можуть бути високими через те, що країна має добре розвинений фондовий ринок, або тому, що її банківська система невелика і розвинена недостатньо. І навпаки, країна може мати низькі індикатори фінансової структури і тому, що рівень банківського розвитку порівняно високий, і тому, що відносно нерозвинений і неліквідний фондовий ринок²⁷. Відсутність чітких стандартних кількісних критеріїв типологізації моделей фінансових систем призводить до того, що іноді оцінки фінансової структури носять суб'єктивний характер і є суперечливими.

З методологічного погляду відсутність однозначних критеріїв і кількісних показників оцінювання фінансової структури, як і невідповідність між теоретичними моделями і сформованою на практиці фінансовою структурою, зумовлює потребу в широкій сумарній оцінці моделі фінансової системи, яка охоплює аналіз минулих тенденцій її розвитку (оскільки історія має значний вплив на поточні характеристики фінансового розвитку), дослідження основних передумов і факторів формування тієї або іншої фінансової структури, визначення її взаємозв'язку з фінансовим регулюванням, дослідження якісних характеристик фінансової системи, аналіз кіль-

²⁷ Так, розмір фондового ринку характеризує показник ринкової капіталізації, а розмір банківського сектору – показник внутрішнього кредиту. Їхнє співвідношення (оцінене щодо ВВП) має відбивати "ринковий" (вищий показник капіталізації) або "банківський" (вищий показник банківського кредиту) тип фінансової структури. Згідно з цим показником, приміром, Сербія і Чорногорія мають бути ідентифіковані як "ринкові" фінансові системи. Хоча в дійсності жодна з них не має високорозвиненого фондового ринку, просто їхній банківський сектор надто малий і нерозвинений за міжнародними стандартами. Це підтверджується оцінкою фінансової структури цих країн за іншими показниками. Ті ж самі Сербія і Чорногорія, оцінені за показником активності ринкового і банківського секторів (співвідношення показника сукупної вартості торгівлі на фондовому ринку і показника банківського кредиту приватному сектору) мають ідентифікуватися як "банківські" фінансові системи, оскільки активність банківського сектору перевищує активність фондового ринку. Реальна ж причина – ці країни мають неефективний фондовий ринок, а не ефективно функціонуючі банки. Тобто фактично проблема лежить у площині рівня фінансового розвитку і слід говорити про нерозвинену фінансову структуру в цих країнах.

кісних показників її функціонування та якісну інтерпретацію останніх. Це означає, що оцінювання фінансової структури має інтегральний характер і лише на основі всієї сукупності отриманих даних можна дати точне визначення структури фінансової системи. Без наявності такої інтегральної оцінки можна говорити лише про тенденції розвитку фінансової структури окремих країн.

Спираючись на аналіз фінансових систем 150 країн, проведений А. Деміргюч-Кунтом і Р. Левіном, та аналіз фінансової структури 42 країн, здійснений Т. Беком і Р. Левіном [222, р. 16–17, table 2; 343, р. 81–140], можна визначити такі загальні тенденції формування структури фінансових систем:

- у країнах з високим рівнем доходів ринок цінних паперів стає більш активним і ефективним, ніж банки. Фінансові системи таких країн мають тенденцію бути більш "ринковими";
- країни, де гарантується захист прав акціонерів, встановлені якісні стандарти обліку, корупція перебуває на низькому рівні, відсутня система страхування депозитів, мають більш "ринкові" фінансові системи;
- країни, яким притаманні слабкі стандарти обліку, незадовільний захист прав акціонерів і кредиторів, істотні обмеження на функціонування банківських систем і високий рівень інфляції, зазвичай мають малорозвинені фінансові системи;
- країни, де існує незначна кількість регуляторних обмежень на банківську діяльність у сфері цінних паперів (андеррайтинг, дилінг, брокерська діяльність і т. д.), страхування (страховий андеррайтинг і продаж), нерухомості (інвестиції в нерухомість та управління) або володіння і контролю за нефінансовими компаніями, як правило, мають більш "банківські" фінансові системи;
- країни з високим ступенем державної власності у банківському секторі мають тенденцію до формування більш "банківської" фінансової системи;
- країни, які мають малорозвинені за міжнародними стандартами ринки цінних паперів і банківську систему не можуть бути ідентифіковані як "банківські" або "ринкові" фінансові системи. Вони мають об'єднуватися у третій категорії – країни з нерозвиненою фінансовою структурою.

Ці тенденції вказують, що при аналізі конкретних національних фінансових систем доречніше говорити про їх орієнтацію на

переважно "банківський" або переважно "ринковий" тип фінансової структури, а не про впровадження "ринкової" чи "банківської" моделі фінансової системи.

1.4.4. АЛЬТЕРНАТИВНІ ПІДХОДИ ДО ДИФЕРЕНЦІАЦІЇ ТИПІВ ФІНАНСОВИХ СИСТЕМ

Нечіткість, неоднозначність і певне усунення відмінностей між альтернативними моделями фінансової структури на практиці дозволили економістам говорити про інші типи диференціації фінансової системи. М. Лонг і Д. Віттас стверджують, що основне розмежування полягає між системами, що орієнтовані на особисті стосунки, і системами, які орієнтовані на угоди [118, с. 7]. У фінансових системах першого типу банки і промислові компанії встановлюють тісні зв'язки і довготермінові відносини, які не лише впливають на забезпечення фінансуванням, а й визначають надання інших фінансових послуг, таких, як наприклад, допомога при злиттях і поглинаннях. У фінансових системах, орієнтованих на угоди, зв'язки менш тісні. Промислові корпорації націлені на отримання найвищого прибутку, отже, прагнуть використовувати найефективніших партнерів, які дозволяють їм максимізувати вигоду.

Г. Пол, Гр. Еджейчак і Р. Андерсон вважають за доцільне розрізнати відмінності між фінансовою практикою, спрямованою на контроль над підприємством, і практикою, що будується виключно на комерційних принципах [112, с. 9]. Вони аргументують це так. Якщо у компанії є провідні інвестори, які володіють значною часткою акцій або довірчих голосів, то керівництво перебуватиме під пильним контролем. Однак, якщо акції знаходяться у великій кількості інвесторів, а залучення довірчих голосів контролюється керівництвом, вплив акціонерів незначний і майже не відрізняється від існуючого при банківському фінансуванні на суто комерційних принципах. У разі незадовільних результатів роботи компанії єдиний вихід для акціонерів полягає у продажу акцій. Отже, і при концентрованому банківському кредитуванні ("банківська" модель), і при розосередженому володінні акціями ("ринкова" модель) компанія може потрапити під контроль кредиторів, тоді як інвесторам залишиться лише роль сторонніх спостері-

гачів. А це означає, що істотної різниці між традиційними моделями фінансової структури не існує.

Інший підхід до розмежування фінансових систем акцентує увагу на розбіжностях між правовими системами країн, які відображають різні інституціональні умови їх функціонування і, відповідно, на контрасті фінансових систем, які діють у рамках правових структур різного походження [488; 489]. Вихідна аргументація така. Фінанси – це набір контрактів, які визначаються і здійснюються більш або менш ефективно залежно від існуючих у країні юридичних прав захисту індивідуальних інвесторів і примусових механізмів виконання контрактів. Різні типи правових структур (англійського, німецького, скандинавського або французького походження) мають різний вплив на фінансовий розвиток, насамперед, з погляду диференціації захисту прав різних учасників фінансової системи – кредиторів, міноритарних акціонерів, менеджерів фірм, власників контрольних пакетів акцій тощо. Приміром, правові системи, що виникли на основі англійського загального права, більш ефективні з погляду фінансового розвитку, ніж ті, що побудовані на основі кодексу Наполеона. Відмінності між типами правових структур впливають на відносний розвиток фондового ринку і ринків боргових зобов'язань і банківського фінансування, на ступінь розосередження структури володіння акціями і рівень зовнішнього фінансування акціонерних підприємств і, таким чином, на загальний розвиток і структуру фінансового сектора. Розвинена і ефективна правова система оптимізує функціонування як ринків цінних паперів, так і фінансових посередників. Згідно з цим підходом, лише загальний рівень і якість фінансових послуг, які детермінуються правовою системою, покращують ефективний розподіл ресурсів та економічне зростання.

Кожний з наведених підходів висуває свій критеріальний параметр диференціації фінансових систем, проте в останнє десятиліття з'явилися роботи, автори яких не визнають ніякої переваги жодної з існуючих моделей фінансової структури і вважають дебати з цього приводу недоречними [216; 463, р. 12–13; 494, р. 719–720; 496; 498; 518]. Ці роботи об'єднуються в межах так званого підходу фінансових послуг. Підкреслюючи другорядне значення протиставлення типів фінансової структури, прихильники даного підходу виходять з того, що основне призначення фінансової системи – надавати фінансові послуги, такі як оцінювання потенційних інвес-

тиційних можливостей, встановлення корпоративного контролю, полегшення управління ризиком, збільшення ліквідності, полегшення мобілізації заощаджень. Надаючи ці фінансові послуги більш або менш ефективно, різні фінансові системи більшою або меншою мірою стимулюють економічне зростання. Здатність фінансової системи зменшувати інформаційні і трансакційні витрати не залежить від того, банки чи ринки цінних паперів надають фінансові послуги. І перші, і другі відіграють важливу роль у фінансовому розвитку. Для них важливо збалансовано розвиватися, забезпечуючи економіку додатковими фінансовими послугами і позитивно впливаючи на економічне зростання. Більш того, і банки, і ринки цінних паперів можуть і мають діяти водночас, доповнюючи один одного в наданні фінансових послуг. Головна проблема – створення середовища, в якому фінансові посередники і ринки цінних паперів зможуть надавати якісні фінансові послуги. Концептуально, такий підхід узгоджується і з "ринковою", і з "банківською" моделями фінансової структури й фактично відбиває процеси фінансової конвергенції у розвинених країнах, зосереджуючи аналітичну увагу на проблемі створення таких банківських систем і ринків цінних паперів, які здатні найкраще функціонувати і фінансово забезпечувати розвиток економічних систем. Недолік такого підходу – неврахування комплементарних характеристик функціонування фінансових систем.

Проведений аналіз дає підставу для трьох важливих висновків: 1) сучасна економічна наука не має нормативної теорії щодо оптимальних методів побудови (організації) фінансової системи; 2) національні відмінності вказують, що у кожній країні сформована така фінансова система, яка найбільше відповідає історичній традиції господарювання. У процесі розвитку фінансові структури виявляють тенденцію до змін, пристосовуючись до нових вимог; 3) розбіжності між теорією фінансової структури і практикою структурування фінансових систем з системного погляду засвідчують, що сучасні фінансові системи різною мірою використовують потенціал ефективності, який походить з комплементарності фінансової системи. У сукупності це означає, що спираючись на існуючі парадигми фінансової структури і практику функціонування фінансових систем конкретних країн, неможливо визначити оптимальну модель організації фінансової системи для трансформаційних економік.

1.5. СТРУКТУРНІ ЗРУШЕННЯ ЯК ФАКТОР ТРАНСФОРМАЦІЇ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ

1.5.1. ЗАГАЛЬНОСИСТЕМНІ ЗРУШЕННЯ У СВІТОВИХ ФІНАНСАХ

Упродовж останніх тридцяти років середовище, яке формує умови функціонування фінансових ринків і характер рішень їхніх учасників, швидко змінюється, задаючи нові тенденції фінансового розвитку і трансформуючи архітектуру й модель функціонування світової фінансової системи та її окремих функціональних сегментів і національних складових. Головна тенденція – формування принципово нової структури світової економіки у формі фінансономіки [182, с. 77, 215–216], де провідна роль переходить від промислового і торговельного капіталу до фінансового. Проблематика структурних зрушень у світових фінансах узагальнюється як фінансова революція, зміна типу фінансового ландшафту і т. п. За своїм характером ці зрушення мають загальносистемний характер і відображають процес переходу до новоякісної фінансової системи з новим характером взаємодій. Основних режимів зрушень два: макрорівень (зміна моделі функціонування національних фінансових систем і характеру діяльності цілісної глобальної фінансової системи) і мікрорівень (зміна специфіки функціонування окремих сегментів фінансової системи і окремих типів фінансових інститутів). До числа зрушень, які найбільшою мірою впливають на трансформацію фінансової системи, ми відносимо лібералізацію фінансової сфери і стандартизацію фінансової діяльності, фінансову глобалізацію, телекомунікаційні технології і фінансові інновації, формування світового фінансового циклу. Зазначимо, що структурні зрушення – явище суперечливе. Їх ослаблення сповільнює процеси фінансового розвитку. Надмірні структурні зрушення можуть руйнівно вплинути не тільки на фінансову систему, а й на економічну.

Лібералізація фінансової сфери і стандартизація фінансової діяльності. Лібералізація і дерегламентація фінансової діяльності виявили себе як домінуюча тенденція з 80-х рр.

XX ст. Їх ступінь і характер задаються рівнем рестриктивного регулювання національного фінансового сектора на початок процесу фінансової лібералізації. Окрім усунення контролю над фінансовими умовами, до загальних напрямів відносяться дерегулювання поведінки і структурне дерегулювання. У більшості країн банки отримали можливість займатися напрямами фінансової діяльності, які раніше були заборонені для них (дерегулювання поведінки); небанківські фінансові інститути – здійснювати ті види фінансової діяльності, які раніше були притаманні виключно банкам (структурне дерегулювання). Звернімо увагу, що в даному випадку не йдеться про відмову від фінансового регулювання, лише про зменшення функціональних відмінностей між банківськими і небанківськими постачальниками фінансових послуг. Це визначає реструктуризацію традиційної ролі фінансових інститутів, їх вихід на нові ринкові сегменти, отже, появу нових форм і збільшення конкуренції на ринку фінансових послуг.

Процес фінансової лібералізації об'єднується з тенденцією до стандартизації фінансової діяльності і на цій основі – заміною одних форм регулювання іншими. Певною мірою ця тенденція може бути охарактеризована як процес ререгулювання конкретних сфер і напрямів фінансової діяльності. Він спрямований на усунення потенційних джерел системних ризиків в умовах збільшення взаємозалежності національних фінансових систем та їх сегментів. Перший етап цього процесу спостерігається з початку 90-х рр. У банківській сфері це запровадження нових вимог щодо розміру банківського капіталу (на основі єдиних міжнародних стандартів щодо показників достатності власного капіталу банків з урахуванням ризику), граничних обсягів наданих позик тощо. У сфері цінних паперів це введення норм, спрямованих на усунення використання інсайдерської інформації, маніпулювання цінами фондового ринку тощо. Другий етап розпочався на зламі ХХ–ХХІ ст. Він репрезентується запровадженням міжнародних фінансових стандартів секторального або функціонального характеру на двох рівнях: 1) у сферах, що пов'язані з фінансовою діяльністю – стандарти прозорості національної макроекономічної політики (монетарної і фіскальної), стандарти у сфері інституціональної та ринкової інфраструктур (принципи здійснення клірингу платежів і проведення розрахунків між установами різних країн, принципи корпоративного управління, міжнародні стандарти ау-

диту тощо); 2) на рівні конкретних секторів фінансової системи – стандарти регулювання і нагляду банківського сектора, страхового сектора, ринку цінних паперів²⁸. Прикладом останніх є більш жорсткий підхід до регулювання банківської сфери, який включає три напрями – новий підхід до оцінки достатності банківського капіталу з більш тісною прив'язкою до банківських ризиків, посилення контролю за стандартами капіталу і діяльністю окремих банків, введення стандартів розкриття інформації про діяльність банків. Третій етап, ініційований системною світовою фінансовою кризою, розпочався у 2008 р. Його головна спрямованість – забезпечення стійкості глобальної фінансової системи на основі нової світової структури нагляду і регулювання [14; 35; 126; 316; 561; 562]. Виокремлюється чотири основні сфери розширення масштабів регулювання: 1) вироблення більш досконалих методів оцінки системного ризику і моніторинг системного ризику на глобальному рівні (реалізація глобальної наглядової функції); 2) підвищення ступеня прозорості, підзвітності, розкриття інформації і ризиків, що приймаються різними учасниками ринків, включаючи страхові компанії, хеджові фонди і збалансовані одиниці; 3) розширення міжвідомчої і транскордонної сфери регулювання; 4) модернізація системи міжнародної координації економічної політики та впровадження механізмів для ефективнішої координації дій при розв'язанні глобальних проблем (підхід багатосторонньої координації).

Обидва процеси – лібералізація і ререгулювання, тісно пов'язані між собою і мають об'єктивний характер. Глобалізація та інтегрованість посилюють структурну взаємозалежність національних економічних систем, коли події або політика в одній країні впливають на економічну активність в іншій. Структурна взаємозалежність породжує міжнародні екстерналії національної економічної політики як позитивні, так і негативні. Важливий прояв негативних екстерналій – зменшення ефективності національного регулювання, яке зазнає обмежень від систем регулювання інших країн. У фінансовій сфері це проявляється як негативний вплив закордонних стандартів і механізмів фінансового регулювання на конкурентоспроможність національної фінансової системи. Незважаючи на інтенсивну кооперацію національних на-

²⁸ Основні міжнародні фінансові стандарти наведені у дод. 31.

глядових органів і тенденцію до запровадження міжнародних стандартів, правові і наглядові рамки фінансової діяльності залишаються національними, а режим національного регулювання є неминуче нерівним. Такі умови формують основу для поширення міжнародного регуляторного і фінансового арбітражу. Використовуючи відмінності у нормативно-правовому регулюванні між країнами, міжнародні інвестори виступають у ролі своєрідних *регуляторних арбітражерів*, які спрямовують потоки капіталу з країн з жорсткішим режимом регулювання до країн з меншими обмеженнями на банківську і фінансову діяльність. Міжнародний фінансовий арбітраж характеризується переміщенням фінансової діяльності у країни з нижчими податками, вигіднішими бухгалтерськими стандартами, мінімальними вимогами розкриття інформації тощо. За таких умов підтримку *регуляторної конкурентоспроможності* національної фінансової системи забезпечує фінансова лібералізація з "найнижчими" регуляторними стандартами.

Протилежна тенденція породжена посиленням нестабільності світових фінансових ринків, що зумовлює необхідність захисту національних фінансових систем від зовнішніх шоків. Очевидним наслідком цього є потреба у запровадженні процедур і механізмів національного регулювання, які зменшують негативний вплив міжнародних фінансових потоків на національну економіку. В умовах поведінкового і структурного дерегулювання першочерговими стають заходи, спрямовані на забезпечення надійності фінансових інститутів і діючої фінансової інфраструктури. Формується мережа безпеки, спрямована на обмеження крихкості національної фінансової системи. Противагою операціям регуляторного і фінансового арбітражу виступає створення більш однорідного "ігрового поля" в міжнародному фінансовому середовищі, на формування якого спрямовані посилення координації фінансового регулювання між країнами і розробка та прийняття єдиних міжнародних стандартів діяльності у фінансовій сфері. Концепція однорідного "ігрового поля" включає забезпечення рівного доступу на міжнародні фінансові ринки; уніфікацію регулювання національних фінансових ринків шляхом усунення національних відмінностей у вимогах до розміру власного капіталу фінансових інститутів і контролю за ризиками; усунення обмежень на фінансову діяльність, пов'язаних, зокрема, з відокремленням комерційного банківництва від інвестиційної справи;

створення однакових умов доступу на національні ринки для вітчизняних та іноземних фінансових інститутів; усунення контролю над рухом капіталу тощо. Оскільки регуляторна однорідність фінансових ринків має тенденцію посилювати міжнародну конкуренцію і сприяти зростанню ефективності функціонування світових фінансів, можна очікувати, що в умовах подальшої глобалізації, міжнародна стандартизація та уніфікація діяльності фінансових інститутів і ринків цінних паперів та фінансового регулювання буде посилюватися. У кінцевому рахунку, їх реалізація може стати основою регуляторної конвергенції на світовому рівні, подібної до тієї, яка відбувається в ЄС.

Фінансова глобалізація. Фінансова глобалізація (або, як іноді її називають, міжнародна фінансова інтеграція [675, р. 2]) характеризується руйнуванням географічних та економічних бар'єрів у взаємодії національних фінансових систем і проявляється у всіх формах фінансових послуг. Її зовнішні виміри – зростання транскордонних потоків капіталу, глобальна присутність міжнародних фінансових інститутів і участь іноземних фінансових установ на національних ринках, збільшення світових обсягів випуску цінних паперів і кредитних операцій, зростання обсягів транскордонних угод з фінансовими інструментами, зростаюча інтеграція внутрішніх і міжнародних фінансових ринків тощо.

В її основі – вступ світового господарства до нової фази "глобального капіталізму", який супроводжується фундаментальними змінами в напрямі розвитку інтегрованого і координованого глобального поділу праці у виробництві й торгівлі і спричиняє принципове перевизначення економічних, політичних, соціальних і технологічних складових попередніх етапів розвитку [37, с. 39]. Як об'єктивна тенденція формування "нового світового порядку" фінансова глобалізація зумовлена різними чинниками. У багатьох відношеннях вона є побічним продуктом технологічних змін і скасування фінансових обмежень. У міру фінансової лібералізації і відкритості зростаюча кількість фінансових інститутів почала розширювати іноземне інвестування і надавати фінансові послуги на ринках приймаючих країн. Новітні інформаційні технології забезпечили збільшення ефективності розповсюдження фінансової інформації та аналізу інвестиційних можливостей, встановлення прямих взаємозв'язків між учасниками фінансових систем

різних країн, і тим самим підвищили обсяги і швидкість здійснення міжнародних угод. Запровадження електронної торгівлі фінансовими послугами (у тому числі інтернет-угоди) полегшує транскордонну торгівлю і створює нове міжнародне фінансове середовище з більшим потенціалом для значних і швидких переміщень потоків капіталу через кордон.

У своїй сучасній формі фінансова глобалізація – певною мірою перехідний, однобічний і недостатньо інституціолізований процес. Вона не має адекватної системної інфраструктури на національному і глобальному рівнях і не вбудована в систему існуючих інститутів, таких як держава, національні традиції тощо. Втім головна її тенденція – посилення взаємозалежності і взаємозв'язку у фінансовій сфері і відповідна інтенсифікація інтегрування міжнародних і національних фінансових ринків у напрямі створення єдиного світового фінансового ринку – виявляється достатньо чітко. Практично вже можна говорити про те, що склалася функціонально взаємопов'язана глобальна фінансова система, яка рухається в напрямі створення цілісної системи, підсистемам якої притаманний принципово новий характер взаємодій. Підтвердження означеного процесу – збільшення синхронізації фінансових потоків між країнами, уніфікація цінової поведінки національних фінансових активів (приміром, зростання корельованості руху фондових індексів) у розвинених країнах, формування нових механізмів міжнародного поширення фінансової нестабільності. Загальносвітовий характер фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр. чітко показав, що фінансова система носить глобальний характер при сильних взаємозв'язках між країнами. Криза, яка починалася як криза окремого ринкового сегменту (іпотечна криза) в окремій країні (США), охопила весь світ і викликала рецесію світової економіки.

Як наслідок, фінансова глобалізація породжує дві ключові тенденції – максимізацію можливостей кожної країни із забезпечення найкращих фінансових послуг незалежно від джерела; зростання ризиків фінансової нестабільності та їх перенесення між країнами. Відкритий доступ на національні фінансові ринки посилює зв'язок між національними фінансовими системами. Інтенсивність глобальних фінансових операцій набагато випереджає здатність фінансової системи забезпечувати їх впорядковане ведення. Це веде до посилення рівня системного ризику – своєрідної глобалізації фінансових ризиків.

Іншим її аспектом є те, що в умовах створення глобального фінансового ринку різко зростає конкуренція як поміж фінансовими посередниками, так і між ними і ринками цінними паперів, витримати яку можуть лише найбільші і найсильніші у фінансовому відношенні установи. Стратегічний вплив фінансової глобалізації на структуру фінансових систем виявляється у зміні стратегії діяльності їх учасників і розвитку процесу фінансової консолідації, коли фінансові інститути змушені об'єднуватися – активно (поглинати) або пасивно (зливатися і поглинатися). Процес фінансової консолідації на міжнародному рівні відбиває так звану глобалізацію фінансових інститутів, або *інституціональну глобалізацію*. Вона відбувається за кількома напрямками: 1) серед фірм, конкуруючих в одному і тому ж сегменті фінансової системи певної країни (банк США – банк США); 2) серед фірм, які функціонують у різних ринкових сегментах однієї країни (банк Великої Британії – страхова компанія Великої Британії); 3) серед фірм, що діють в одному і тому ж сегменті фінансової системи, але знаходяться в різних країнах (банк Фінляндії – банк Швеції); 4) серед фірм, які займають різні ринкові сегменти і діють у різних країнах (банк США – інвестиційна компанія Великої Британії).

Базовими способами фінансової консолідації виступають злиття і поглинання, стратегічні альянси і спільні товариства. Основна форма консолідації у фінансовій системі – угоди зі злиття і поглинання, переважна більшість яких стосується банківської сфери. Фірми з цінних паперів є цілями злиття і поглинання приблизно у чверті укладених угод. Консолідація фінансових інститутів – комерційних та інвестиційних банків, інвестиційних компаній і фондів, фондових бірж і позабіржових торговельних систем, а також відповідне створення об'єднаних міжнародних структур – важливий чинник подальшої інтегрованості національних фінансових систем в напрямі створення єдиного світового фінансового ринку. Хоча єдиного індикатора, який повністю охоплює інституціональну глобалізацію в усіх її аспектах і формах, не існує, наявна ілюстрація означеної тенденції – обсяг транскордонних злиттів і поглинань у фінансовій сфері. Особливо різко вони почали зростати з 2000 р. [411, р. 99]. і нині становлять майже 40 % загальної вартості злиттів і поглинань у фінансовій системі (табл. 1.6).

Таблиця 1.6. Злиття і поглинання у фінансовій індустрії у 1996–2006 рр.

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<i>По регіонах, млрд дол. США</i>											
Розвинені країни	76,4	238,9	477,5	362,0	459,5	306,0	215,0	302,1	442,1	513,0	778,5
Трансгордонні угоди	0,3	0,0	8,3	4,9	56,2	79,6	93,1	80,0	117,9	174,9	293,8
Решта країн світу	2,7	4,8	23,7	16,2	42,5	70,2	44,1	28,8	57,3	85,3	124,1
Трансгордонні угоди	0,0	0,2	0,0	2,0	8,5	29,5	17,6	14,8	22,2	54,6	85,6
Усього	79,1	243,7	501,2	378,2	502,0	376,1	259,1	330,9	499,4	598,2	902,5
Трансгордонні угоди	0,3	0,2	8,3	6,9	64,8	109,1	110,6	94,9	140,1	229,4	259,5
<i>Трансгордонні угоди, % загальної вартості</i>											
Розвинені країни	0,3	0,0	1,7	1,3	11,2	21,2	35,9	24,2	23,6	29,2	30,3
Решта країн світу	0,0	0,1	0,0	0,5	1,7	7,8	6,8	4,5	4,5	9,1	9,5
Усього	0,3	0,1	1,7	1,8	12,9	29,0	42,7	28,7	28,1	38,4	39,8

Глобальні телекомунікаційні технології. Цей тип загальносистемних зрушень більшою мірою технічний і характеризується незворотною динамікою. Він спричинений розвитком телекомунікаційних технологій (мобільний зв'язок, комп'ютер, інтернет), привілейованою галуззю застосування яких стала саме фінансова індустрія. Деякі економісти [602, р. 8] вбачають у розвитку технологій історичну паралель з винайденням залізниці, яка зменшила витрати на перевезення, збільшила розмір ринків і цілком змінила структуру багатьох галузей економіки²⁹. Причина такої оцінки проста: ключовий аспект інформаційних технологій – обробка інформації – складає основу фінансового посередництва і фінансових ринків.

Розвиток інформаційних технологій модифікував функціонування і банківського, і ринкового сегментів. Загальний вплив інформаційних технологій потрібний. *Перше* – нові технології зменшують витрати надання фінансових послуг загалом і змінюють їх структуру: постійні витрати зростають, змінні різко скорочуються. З метою скорочення вищих фіксованих витрат постачальники фінансових послуг намагаються поширити їх на більший обсяг бізнесу, отже, конкурують між собою за більшу частку ринку фінансових послуг незалежно від типу цих послуг і відповідних фінансових продуктів. Для отримання конкурентних переваг через економію на масштабах і фінансові посередники, і інститути ринку цінних паперів використовують консолідацію. *Друге* – інформаційні технології ведуть до перерозподілу конкурентних переваг між банками, небанківськими фінансовими посередниками і ринками цінних паперів, змінюючи баланс на користь останніх. Банки втрачають монополію на традиційну банківську діяльність (приміром, втрата конкурентних переваг банків у сфері кредитування ТНК, роздрібно-банківської справи) і в тенденції, як вважають деякі дослідники, програють своїм конкурентам

²⁹ Упровадження телекомунікаційних технологій у фінансову сферу спричинило не лише вигоди, а й витрати через, зокрема шахрайство. За деякими оцінками, близько 80 % розрахунків через мережу інтернет шахрайські. Аналогічним чином, за свідченням керівника британської платіжно-клірингової асоціації (APACS) К. Пірсона, обсяг втрат від шахрайських операцій з платіжними картками у країні становить більш як 1 млн євро на день, а у Європі карткова махінація відбувається кожні вісім хвилин [347; 549].

[602, р. 10, 11]. *Третє* – внаслідок технологічних інновацій відбувається видозміна внутрішньої діяльності і організаційної структури фінансових інститутів і ринків. У банківській сфері – це комп'ютеризація багатьох функцій бек-офісу, запровадження електронної банківської справи, заміна філіальних мереж комп'ютерними тощо. Застосування інтернет-технологій поряд із розвитком електронної комерції істотно вплинули на канали традиційної дистрибуції кредитних ресурсів і фінансових послуг. Вони дозволили комерційним банкам, приміром, надавати клієнтам комплексні фінансові послуги з ведення рахунків, кредитування і депонування коштів водночас (через платіжні картки), фінансового планування тощо. Як наслідок, змін зазнала й інституціональна структура банківської сфери. Серед нещодавніх прикладів – розвиток інтернет-банків³⁰. Реструктуризація банківського обслуговування дрібних вкладників на основі інтернет-технологій визначила відхід від традиційної банківської діяльності через розвиток філіальної мережі і скорочення банківських відділень. Зміна банківської інфраструктури супроводжується тенденцією виходу на ринок банківських послуг небанківських корпорацій, що володіють новітніми інформаційними технологіями.

Глобальне технологічне переозброєння фінансових ринків на основі телекомунікаційних технологій виступає ключовою структурною тенденцією змін на ринку цінних паперів, повністю змінюючи його ідеологію. Розвиток електронної торгівлі на традиційних фондових біржах супроводжується впровадженням нових механізмів торгівлі цінними паперами. Альтернативою традиційним біржам та організованим позабіржовим торговельним системам стали: 1) торговельні системи прямого доступу – незалежні електронні системи торгівлі, які забезпечують пряме укладання угод між інституціональними інвесторами, 2) інститут електронних (он-лайн) брокерів, котрі надають послуги з торгівлі цінними паперами за допомогою інтернету. Розвиток технологій зумовив появу нових інформаційних систем, які забезпечують

³⁰ Перший інтернет-банк – американський ощадний банк з федеральною ліцензією Security First Network Bank – з'явився у 1995 р., а на початку XXI ст. у світі вже налічувалося понад 1500 банків, що надають традиційні банківські послуги через інтернет. Одні з них аффілійовані з традиційними банками, інші від початку створені як самостійні інститути, що функціонують у режимі реального часу на основі комп'ютерних технологій.

учасників ринку оперативною інформацією щодо цінової кон'юнктури ринку, динаміки попиту і пропозиції, обсягу торгівлі тощо. Структуруючий вплив телекомунікаційних технологій пояснюється тим, що вони технічно забезпечили появу електронних систем торгівлі з майже необмеженим віддаленим доступом. Це зумовило докорінну зміну моделі функціонування ринку цінних паперів. По-перше, інтернет-технології усувають національні кордони між фінансовими ринками і сприяють встановленню безпосередніх зв'язків між інвесторами та емітентами безвідносно до їх резидентного статусу. По-друге, інтернет-технології уможливили вільну участь приватних інвесторів у інвестиційних процесах як на міжнародному ринку, так і на національних ринках інших країн. По-третє, інтернет-технології дозволили різко знизити транзакційні витрати на укладання угод³¹. Наразі електронна торгівля визначає збільшення ефективності, отже, загальної привабливості ринків цінних паперів як для емітентів, так і для інвесторів. Природний наслідок – зміна концепції біржового ринку³². Ураховуючи цей розвиток, багато спеціалістів прогнозують, що через зміни в корпоративній структурі та інституціональній організації традиційні фондові біржі взагалі припинять своє існування у нинішній формі.

³¹ У середньому комісійні і гонорари за угоду скоротилися з 52,89 дол. на початку 1996 р. до 15,67 дол. у середині 1998 р., а вже у 2000 р. деякі он-лайнні брокери взагалі знизили розмір комісійних за окремі послуги до нуля [313].

³² Традиційно під біржовим ринком розуміли особливий інституціонально організований ринок з локально визначеним місцем торгівлі. Розвиток електронних систем торгівлі, де відбувається торгівля на зразок біржової, тобто виставлення, обробка і виконання заявок, спричинив нову інтерпретацію поняття "біржа". У 1999 р. розширено концепцію біржового ринку у законодавстві США. Згідно з Правилем 3b-16, під біржею розуміється будь-яка організація, асоціація чи група людей, що зводить разом ордери (заявки) на цінні папери від великої кількості продавців і покупців; використовує заздалегідь установлені методи/алгоритми, що не допускають стороннього втручання і відповідно до яких такі заявки взаємодіють одна з одною і виконуються. Покупці і продавці, котрі вводять такі ордери в систему, мають бути заздалегідь згодні з умовами торгівлі і правилами обробки ордерів.

Фінансові інновації. Процес фінансових інновацій, розпочатий у 70-х рр. ХХ ст., із 90-х рр. набуває усе більшого поширення у фінансовій сфері. Він охоплює проектування, розроблення та реалізацію інноваційних фінансових інструментів і процесів, а також нові підходи у діяльності фінансових установ. У результаті процесу фінансового інжинірингу з'явилися принципово нові фінансові інструменти і продукти, нові способи торгівлі та укладання фінансових угод, нові системи платежів, нові організаційні форми надання фінансових послуг і фінансового посередництва, нові технології у сфері створення і надання фінансових послуг, розповсюдження фінансової інформації тощо. На загальному рівні їх поява викликана бажанням економічних суб'єктів мінімізувати ризики і збільшити прибутки шляхом зменшення витрат усіх груп учасників фінансової системи. Основа процесу нарощування фінансових інновацій – новітні технології обробки інформації, які сприяли конструюванню і масовому використанню складних фінансових інструментів і дозволили створювати диференційовані фінансові продукти під конкретні типи інвесторів.

У сфері фінансових інструментів результатом процесу фінансового інжинірингу стало: 1) розширення спектра фінансових активів і послуг, що створило новий широкий спектр інвестиційних можливостей і спричинило модифікацію функцій фінансових посередників; 2) зменшення транзакційних витрат на проведення фінансових угод, внаслідок чого зросли обсяг і швидкість здійснення операцій і, в кінцевому рахунку, прибутковість фінансових інститутів; 3) зменшення вартості залучення фінансових ресурсів для позичальників і поява можливостей більш якісної диверсифікації портфеля активів для інвесторів, що створило нове середовище для збільшення капіталу для компаній і стимулювало попит на альтернативні банківським джерела фінансових ресурсів; 4) створення нових сегментів фінансового ринку на основі появи принципово нових фінансових продуктів. Інший напрямок інноваційного процесу у фінансовій сфері – розгалуження мережі фінансових посередників і поширення нових типів фінансових інститутів (фінансові супермаркети, "страхобанки" (bankassurance), кондуїти тощо). Виникнення нових форм фінансового посередництва, з одного боку, створило додаткові інвестиційні можливості для приватних інвесторів за рахунок нових

способів отримання доходів, з іншого – розширило спектр учасників фінансових ринків і привело до зміни структури останніх.

Конкретна фінансова інновація є функцією часу: будь-яка нова фінансова технологія з часом перетворюється на масове, традиційне явище. Сучасна хвиля фінансових нововведень характеризується поєднанням якісно нових технологій з якісно новим використанням відомих технологій. Цей процес включає три основні напрями. Перший – розповсюдження фінансових продуктів, що базуються на похідних інструментах. Новий тип – кредитні похідні (кол-опціон на кредитний спред, опціон на дефолт, своп на кредитний дефолт, кошиковий своп на кредитний дефолт, своп на сукупну доходність), які дозволяють ефективно перерозподілити ризики, делегувати їх третім особам. За їх допомогою кредитний ризик відокремлюється від грошового потоку, а власник активу – від власника ризику. Загальний результат – радикальне зниження вхідних бар'єрів на фінансових ринках, форсоване коригування розподілу активів між інституціональними і роздрібними інвесторами. У ході цього процесу відбуваються зміни у чинниках, що визначають ринкові оцінки, волатильність, співвідношення між позиковими і власними коштами, швидкість обігу грошей і ліквідність [183, с. 32–33]. Означені зміни супроводжуються диверсифікацією і перерозподілом видів банківської діяльності: зменшується важливість простих кредитних продуктів, що надаються індивідуальним позичальникам, з одночасним збільшенням частки продуктів з високою доданою вартістю (насамперед, інструментів ризик-менеджменту).

Другий напрямок – сек'юритизація активів. Традиційна сек'юритизація (інновація 70-х рр.) спричинена насамперед змінами у банківському регулюванні, пов'язаними із встановленням більш жорстких вимог до капіталу і розвитком системи страхування депозитів. Вона дозволяє банкам видаляти ризик з балансів та уникати нормативних вимог відносно мінімального розміру капіталу шляхом продажу позик. В останнє десятиріччя характер сек'юритизації радикально змінився [38, с. 48–49]. *Перше* – вона більше не прив'язана до традиційних активів з конкретними умовами, такими як іпотеки, банківські позики або споживчі кредити (так звані активи, що самопогашаються). Спектр цінних паперів, забезпечуваних активами, значно розширився. Вони можуть забезпечуватися корпоративними і суверенними позиками, фінан-

суванням за проектами, дебіторською заборгованістю по лізингу/торгівлі, індивідуалізованими кредитними угодами тощо. *Друге* – сек'юритизація здійснюється не лише банками, а й іншими фінансовими інститутами і корпораціями. Фінансові установи застосовують сек'юритизацію для передачі кредитного ризику по створюваних активах зі своїх балансів на баланси інших фінансових інститутів: банків, страхових компаній і хеджових фондів. Для корпорацій – це нове джерело фінансування шляхом переведення активів зі своїх балансів або запозичення під ці активи для рефінансування первинного кредиту. *Третє* – виникла "синтетична" сек'юритизація, за якої цінні папери створюються на основі портфеля похідних інструментів. У цьому разі первинні кредитори продають не активи (так звана "сек'юритизація зі справжнім продажем"), а тільки кредитний ризик, пов'язаний з активами, без передачі юридичного права власності. Звернімо увагу, що тенденція до сек'юритизації активів виступає важливим чинником процесу дезінтермедіації. Витискуючи пряме банківське кредитування, вона фактично відображає істотну зміну функцій банків – їх перетворення на андеррайтерів: вони організують кредити, а потім розпродають їх зі знижкою. За деякими оцінками, сек'юритизація означає передачу традиційних функцій банків (таких як надання кредитів і перебирання на себе ризику, зумовленого змінами відсоткових ставок за активами і пасивами балансу) іншим типам фінансових інститутів та іншим фінансовим ринкам, тоді як основною функцією комерційних банків залишається обслуговування депозитів і сек'юритизація наданих кредитів [90, с. 221].

Третій напрямок – спеціалізація банків у напрямі розвитку інфраструктурної, юридичної та інституціональної інфраструктури ринку синдікованих кредитів. Розвиток синдікованого кредитування зумовлений насамперед тим, що воно забезпечує значне за обсягами і швидке фінансування багатьох видів складних корпоративних інвестицій та великомасштабне фінансування суверенних позичальників, поєднуючи публічне фінансування з індивідуальним банківським підходом. Головна тенденція – наближення умов синдікованих кредитів за параметрами до обігових боргових зобов'язань, завдяки чому банки отримали конкурентноздатний проти цінних паперів фінансовий інструмент [645, р. 299–329]. Це стосується організації і структури кредитного синдикату, експертизи стану позичальника і контролю його фінансового стану на увесь

період кредитування, конфіденційності угод, упровадження рейтингової оцінки кредитів, стандартизації кредитних контрактів і розрахункових процедур, характеру ціноутворення (плаваюча відсоткова ставка на основі референтної ставки плюс зростаюча або понижуюча часова структура маржі) і оподаткування (відсоткові платежі здійснюються за вирахуванням податків), ліквідності (створення вторинного ринку) тощо. Ці характеристики синдикуваного кредитування сформувалися переважно в 90-х рр. і супроводжувалися різким щорічним зростанням обсягу ринку – з 220,9 млрд дол. у 1993 р. до 2,2 трлн дол. США у 2005–2007 рр. [244, р. А82; 443, р. 34]. Трансформація ринку синдикуваних кредитів від традиційного банківського фінансування у напрямі активів, які за своїми характеристиками належать до класу інструментів ринку цінних паперів, дозволяє інтерпретувати ці зміни як свідчення руйнування банківської спеціалізації та інтеграцію посередницьких і непосредницьких фінансових ринків. Створюючи додатковий тиск на розвиток і кредитних ринків, і ринків цінних паперів, такі напрями банківської активності як синдикуване кредитування і сек'юритизація активів, виступають ключовими елементами трансформації фінансової структури.

Формування світових фінансових циклів. Фундаментальною зміною світового фінансового розвитку постає формування світових фінансових циклів. Попри те, що циклічність не є властивістю структурних зрушень, вона визначає помітний зсув у поведінці глобальної бази інвесторів і національних фінансових систем, що дозволяє розглядати її як зрушення системного характеру.

Циклічні характеристики фінансового розвитку визначилися особливо чітко у розвитку фінансових систем в останні десятиліття (рис. 1.2). Фінансовий цикл не є стандартним єдиним регулярним явищем. Фактично, це сукупність циклів на різних ринках (грошовому, кредитному, фондовому тощо), які накладаються один на одного, мають різну тривалість, різну амплітуду і, відповідно, різні макроекономічні ефекти. Хоч фінансовий цикл має стандартний перебіг фаз, кожен з яких можна ідентифікувати за допомогою фінансових показників, слід відзначити, що традиційний перебіг циклу дещо модифікований: у його межах спостерігаються короткотермінові хвилі фінансової активності. На загальносвітовому рівні перший такий цикл, пов'язаний із різким зро-

станням і падінням кредитів, тривав з початку до кінця 70-х рр. Другий фінансовий цикл позначився у 80-ті і призвів до економічного спаду в низці розвинених країн. Різке скорочення обсягів кредитування приватного сектора і падіння цін активів на початку 90-х рр. характеризує фазу спаду третього циклу. На 2006 р. припадає фаза короткотермінового буму поточного циклу, початок якого датується з кінця 90-х рр. [263, р. 5; 325, р. 2; 676, р. 3–4]. Його характерна особливість – швидке зростання цін на житло (і пов'язане з цим зростання інвестицій у житлове будівництво), яке набуло глобального характеру, охоплюючи як розвинені країни, так і ринки, що формуються³³. У трансформаційних економіках внутрішні тенденції до формування фінансового циклу на основі швидкого зростання кредиту, цін активів та інвестицій були посилені припливом міжнародного капіталу. Початок фази спаду даного циклу – 2007 р.



Рис. 1.2. Взаємодія світових фінансових та економічних циклів
(розраховано і побудовано за даними [701])

³³ Динаміка останнього циклу в розвинених країнах така: спочатку почали змінюватися курси акцій (і привели до зростання ділової активності у секторі комунікацій), потім розпочалося швидке зростання кредитування, пізніше його змінило швидке зростання цін на житло. Серед розвинених країн лише Японія і Німеччина уникнули зростання цін на нерухомість. Це пояснюється тим, що вони ще не подолали наслідки спаду попереднього циклу кредитів, цін активів та інвестицій.

На фазі спаду цих конфіденційних витрат, насамперед, характерних особливостей гортання фінансових банківських кризи у Японії, Швеції) і Японії 1994 р., фінансову світову фінансову кризи не в до деформацій у фінансово платоспроможності. Такі фінансові ефекти мічного погавлення

Формування світових фінансових циклів супроводжується домінуючою тенденцією до лінійних фінансових циклів. Упродовж 90-х років США, Канаді та Великій Британії зв'язок економічних і фінансових інтеграцій, спільні зовнішні за ринками, координація економічних циклів розвитку ринків, що важливі наслідки з погляду на тенденцію до глобальних циклів у промислових динаміку розвитку фінансової активності стимулюючи формування

На загальнотеоретичній науково обґрунтованій лінійних характеристик переходом від політичних репресій до політичної основі ідея про те, що сили флуктуації екстенсивної лібералізації фінансової

національному, так і на міжнародному рівні [263, р. 14–15]. Гіпотеза щодо впливу зміни фінансового режиму безпосередньо узгоджується з історичними характеристиками розвитку фінансової нестабільності. Крах Бреттон-Вудської валютної системи і фінансова лібералізація супроводжувалися відновленням фінансових криз (у вигляді подвійних криз), подібних за характером виникнення, протікання і наслідками до фінансових криз, притаманних періоду нерегульованого розвитку фінансових систем XIX – початку XX ст. [258; 456]. Фінансова лібералізація спричинила зміни у фінансовій структурі й у фінансовій поведінці, збільшивши тим самим еластичність фінансової системи до шоків. Зростання конкуренції на тлі скорочення квазіренти у вигляді монопольних прибутків, збільшило стимули до прийняття ризиків фінансовими інститутами, звужуючи водночас їх можливості амортизації ймовірних збитків при заданій жорсткій структурі витрат. Наразі зміни у фінансовому режимі збільшили масштаби фінансової нестабільності, яка формується в період фази експансії і реалізується на фазі спаду. Аналогічним чином фінансова лібералізація впливає на зміну поведінки реальної економіки. Лібералізоване фінансове середовище розширює потенційні джерела фінансування в економіці і полегшує доступ до них, змінює специфіку управління ризиком. Унаслідок послаблення фінансових і монетарних обмежень, зміни у фінансовому режимі збільшують еластичність економічної системи, роблячи її більш вразливою до циклів бумів і спадів [263, р. 13], оскільки фінансові дисбаланси безпосередньо сприяють формуванню економічних диспропорцій.

Вказані тенденції закладають основу дестабілізаційної динаміки глобального розвитку, а фінансові фактори постають як керуючі чинники економічних коливань. Із рис. 1.2 видно, що різке скорочення кредиту, як правило, передують найбільш значному скороченню виробництва. Рецесії, що супроводжуються скороченням кредиту, спадом цін на житло і падінням курсів акцій, глибші й триваліші за звичайні. Емпіричне дослідження наслідків рецесій у 21 країні ОЕСР у 1960–2007 рр. показує, що коли рецесії поєднуються з проблемами на фінансових ринках, втрати виробництва, викликані ними, зазвичай у два-три рази більші, ніж у разі рецесій без фінансових стресів. Скорочення кредиту і спади цін на житло часто

тривалі й глибокі³⁴. Посилення ризику і глибини глобальної системної нестабільності внаслідок формування світових циклів фінансового та економічного розвитку показує, що в дію вступили нові сили, які задають розвиток світових фінансів.

1.5.2. ТРАНСФОРМАЦІЯ МОДЕЛІ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ: МІЖНАРОДНІ ПАРАМЕТРИ

Структурні зрушення у світових фінансах потребували реформування та адаптації структури національних фінансових систем до нових умов. У літературі домінують два підходи до оцінки напряму процесу трансформації сучасних фінансових систем. Перший підхід стисло узагальнений у назві статті Д. Роше – "Глобальний світ є англосаксонським" [587]. Згідно з ним, національні фінансові системи стають більш подібними, і рухаються в напрямі "ринкової" моделі фінансової структури [327; 369; 572; 587; 675, р. 3, 13–15]. Традиційну для захисників тези конвергенції точку зору на трансформацію фінансової структури досить точно сформулювали німецькі дослідники: "...У довготерміновому періоді жодна країна не може дозволити собі бути в конкурентно невигідному становищі через життя з фінансовою системою, яка фундаментально відрізняється від кращої фінансової системи. Тому, вони (прихильники конвергенції – О.С.) передбачають відносно швидко, в той же час покрокову конвергенцію національних фінансових систем у напрямі англо-американської системи, що зараз широко визнається як краща з двох альтернатив" [603, р. 36]. Згідно з другим підходом – відбувається зростання інтегрованості банків і ринків цінних паперів, але значні структурні відмінності між фінансовими системами різних країн залишаються

³⁴ У період 1960–2007 рр. у 21 країні ОЕСР відбулося 122 рецесії. За цей час відбулося 28 епізодів скорочення кредитування, 28 спадів цін на активи і 59 спадів курсів акцій. Епізоди скорочення кредитування тривали зазвичай два з половиною роки і супроводжувалися приблизно 20-відсотковим скороченням кредитування (що вимірюється обсягом вимог до приватного сектору). Падіння цін на нерухомість триває ще довше – чотири з половиною роки, при цьому реальні ціни на житло знижувалися на 30 %. Падіння курсів акцій тривало понад 10 кварталів, а на момент завершення цього спаду акції втрачали половину своєї реальної вартості [315].

і навіть збільшуються, що свідчить про відсутність однозначних ознак зближення фінансових структур. Тому говорити про конвергенцію передчасно [422, р. 28–29; 602, р. 21; 603]. Основна причина подальшої диференціації – залежність від історично визначеного напряму розвитку національних фінансових систем і тиск до підвищення ефективності їх функціонування [257, р. 420–430]. Найвірогіднішим визнається один із двох альтернативних шляхів розвитку: або відмінності між національними фінансовими системами будуть зберігатися, або (можливо в результаті систематичних криз) один із типів фінансової системи стане міжнародно домінуючою моделлю. Якщо реалізується другий шлях, то "переможцем" стане "ринкова" фінансова система, тому що краще здатна протистояти кризам, але не тому, що більш ефективна [603, р. 36–38].

Виходячи з наявності діаметрально протилежних оцінок і розуміння процесу трансформації фінансової структури, слід визнати, що проблема визначення сутності останньої залишається нерозв'язаною, отже, потребує додаткового аналізу специфічних характеристик розвитку різнотипних фінансових систем.

Зрушення у "банківських" фінансових системах. До початку 90-х рр. XX ст. економічна література надавала перевагу "банківським" фінансовим системам, виходячи насамперед з того, що на той час Німеччина та Японія випередили за економічними показниками такі провідні країни з "ринковими" фінансовими системами, як Велика Британія і США. 90-х рр. XX ст. висвітили істотні проблеми, спричинені їх функціонуванням [385, р. 30]. Так, у Японії вади фінансового сектора з домінуванням банків стали причиною масштабної банківської кризи та уповільнення економічного зростання [576, р. 3–4]. Висока періодичність банківських криз у світовій економіці і значні витрати, пов'язані з ними, показали, що банки є внутрішньо нестабільними фінансовими інститутами, їх роль в економіці має бути мінімізована.

У "ринковій" фінансовій системі США бум фондового ринку і висока оцінка акцій компаній галузі інформаційних технологій у другій половині 90-х рр. забезпечили новим технологічним компаніям легкий доступ до фінансових ресурсів. Це дало можливість швидко і масштабно перемістити капітал із традиційних секторів економіки до інноваційних. Очевидність того факту, що нерозвиненість фон-

дового ринку може перешкодити економіці реструктуризуватися у відповідь на технологічні зміни, стала важливим аргументом на користь розвитку ринків цінних паперів. Як наслідок, більша роль стала приділятися розвитку цих ринків і в теорії, і на практиці, а дослідники фінансової структури почали надавати перевагу "ринковим" фінансовим системам проти "банківських".

Додатковими, але не другорядними причинами поширеного розвитку ринку цінних паперів у "банківських" фінансових системах, насамперед європейських країн, слід назвати такі. *Перше* – фундаментальний перерозподіл світових фінансових ресурсів на користь активів США, зокрема, акцій і корпоративних облігацій, які з середини 90-х рр. отримали диспропорційну частку в портфелях міжнародних інвесторів³⁵. Необхідність розвитку фондових ринків у європейських "банківських" фінансових системах визначалася фінансовими потребами (відвернути перетік заощаджень) і намаганням забезпечити можливість конкуренції з фінансовими активами США. *Друге* – зміна демографічної структури в європейських країнах³⁶, яка спричинила кризу традиційної пенсійної системи (PAYG) і зумовила "системну" пенсійну реформу. Сутність останньої – перехід до частково фондованої пенсійної системи, необхідною передумовою розвитку якої, у свою чергу, є наявність ліквідних та ефективних фондових ринків. Інша риса демографічних змін – зростання страхових заощаджень людей похилого віку і, як наслідок, відтік капіталу до страхових компаній, функціонування яких також потребує розвинених ринків цінних паперів. *Третє* – необхідність стимулювання процесу фінансових інновацій в умовах фінансової глобалізації і збільшення фінансової складової сучасного економічного розвитку. Якість управління ризиками в економіці забезпечується фінансовими інноваціями, які дозволяють переносити ризики без переміщення фінансових ресурсів. Надмірна опора на один сегмент фінансової сфери – банківський, обмежує можливості з управління ризиками: у фінансових системах, в основі яких знаходяться банки, по-

³⁵ Чистий відтік капіталу з ринків країн Єврозони лише у 1999–2000 рр. склав більше 70 млрд дол. США по фінансовому рахунку і більш як 180 млрд дол. чистого відтоку прямих і портфельних інвестицій [444, р. 5–25].

³⁶ За прогнозами, у 2000–2040 рр. співвідношення людей віком понад 65 років і працюючих збільшиться в ЄС з 24 до 49 % [639, р. 14].

пит на фінансові інновації низький, тоді як швидкі інновації при-
таманні фондовим ринкам [257, р. 420–430]. Оскільки супутнім процесом глобалізації є зростання нестабільності, то створення більш адекватної фінансової системи, яка об'єднує масштабний банківський сектор з розвиненим ринком цінних паперів – об'єктивна вимога сучасного фінансового розвитку.

На той час, як описана вище структура розвитку визначала насамперед мотивацію до зміни ролі фондових ринків, інші чинники також відіграли важливу роль у напрямі й характері змін фінансової структури. Постійний процес корпоративної реструктуризації (в тому числі у формі злиття і поглинання) у реальному і фінансовому секторах країн ЄС, який спричинив значний попит на кошти, став вагомим чинником розвитку ринків цінних паперів у континентальній Європі, отже, фактором трансформації структури "банківських" фінансових систем. Потужний вплив процесу злиттів і поглинань на фінансовий розвиток визначається його впливом на принципи формування корпоративних фінансів: випуск цінних паперів – одна з поширених форм фінансування подібних угод. Якщо при злиттях і поглинаннях угода оплачується через обмін акціями, то це часто супроводжується випуском акцій новоствореної або материнської компанії, які спеціально призначені для акціонерів компанії, що поглинається. При таких операціях, як важелевий викуп, передача прав власності фінансується шляхом випуску облігацій. Компанії, залучені у злиття і поглинання, часто рефінансують ці угоди через випуск боргових цінних паперів, які використовуються для погашення банківських кредитів (головним чином синдікованих позик), залучених для фінансування угод. Через це, зокрема, значна частка у процесі мобілізації капіталу на міжнародних фінансових ринках на зламі століть належала європейським компаніям, які для фінансування злиття і поглинання емітували цінні папери.

Ключову роль у зміні ролі ринків цінних паперів і трансформації структури європейських "банківських" фінансових систем мав процес фінансової інтеграції у країнах ЄС і створення ЄВС. Він супроводжувався лібералізацією руху капіталу і сфери фінансових послуг, інституціональною уніфікацією європейських фондових ринків, у тому числі й уніфікацією стандартів доступу на ринки, гармонізацією стандартів торговельних операцій, ліквідацією валютних та інвестиційних обмежень на діяльність інститу-

ціональних інвесторів (зокрема, пенсійних фондів і страхових компаній) тощо³⁷. У результаті, з одного боку, значно розширилась інвесторська база ринків цінних паперів (за рахунок зростання і диверсифікації портфелів інституціональних інвесторів), зріс попит на цінні папери³⁸, з іншого – зміни у конкурентному середовищі створили потенціал для виникнення більш емних і ліквідних фондових ринків і сприяли зменшенню витрат на укладання угод з цінними паперами. Завдяки прийняттю Директиви про інвестиційні послуги (1993 р.), на фондовому ринку отримали можливість діяти компанії з цінних паперів (Німеччина); у тих країнах, де банкам заборонялося діяти на фондових біржах, вони отримали право ставати їх членами (Франція, Іспанія). У підсумку відбулося зростання і випусків, і обсягів торгівлі цінними паперами. Глибоку трансформацію у сфері цінних паперів ЄС передбачає Директива про ринки фінансових інструментів (діє з 2007 р.). Вона дозволяє банкам працювати як фондові біржі у деяких видах діяльності і надавати альтернативні послуги, більше схожі на структуру ринків без посередника, ніж на структуру традиційних ринків. Її важливий аспект – скасування правила концентрації торгівлі, яке вимагало здійснення торгівлі цінними паперами на центральній національній фондовій біржі або регульованому ринку. Це дає можливість децентралізації виконання доручень для широкого кола операцій, які раніше регулювалися

³⁷ У 90-ті рр. в ЄС було спрощено вимоги щодо транскордонного допуску на фондові біржі першокласних цінних паперів тих компаній, які мають значні обсяги виробництва і міжнародну репутацію, пізніше встановлено гармонізовані стандарти транскордонних торговельних операцій, включаючи відкрите первинне розміщення. Це усунуло відмінності між іноземною і внутрішньою емісіями цінних паперів у межах ЄС і сприяло збільшенню доступу нерезидентів на внутрішні ринки європейських країн, що стимулювало збільшення випуску цінних паперів та обсягів торгівлі ними. Лише на першому етапі створення єдиної політичної структури ЄС було видано 282 директиви, базові для ринку цінних паперів.

³⁸ Уведення єдиної валюти усунуло валютні ризики при диверсифікації портфеля за рахунок європейських фінансових активів. Можливість інвестувати по всій зоні єдиної валюти сприяла значному збільшенню в портфелях інституціональних інвесторів частки активів, деномінованих у євро. Наразі різко зросла і торгівля деномінованими у євро національними цінними паперами європейських країн.

правилами концентрації. Цей процес ініціює вільну конкуренцію між фондовими біржами, фінансовими інструментами багатосторонньої торгівлі і системними інтерналізаторами торгівлі фінансовими інструментами (включаючи обігові цінні папери, інструменти грошового ринку, паї у спільному інвестуванні, опціони, ф'ючерси, свопи й інші деривативи, фінансові контракти на спред, а також похідні інструменти для передачі кредитного ризику).

У сукупності ці зрушення відображають процес "ринковізації" "банківських" фінансових систем, їх поступовий рух до формування більш ринково орієнтованої фінансової структури. Проте процес трансформації "банківської" фінансової структури не вичерпується розвитком ринків цінних паперів. Існують й інші індикатори, що підтверджують означений процес переходу. У країнах континентальної Європи це, зокрема, початок ворожого поглинання компаній, зміни стратегії універсальних банків у напрямі інвестиційної банківської справи, податкові реформи, спрямовані на деакумуляцію перехресних володінь акціями, вже згадуваний розвиток фондової пенсійної системи тощо [278, р. 95].

Окреслений процес переходу найбільшою мірою виявив себе у Франції, де завдяки дерегулюванню фінансової сфери і приватизації державних підприємств, прямі фінансові угоди на ринку цінних паперів упродовж 80–90-х рр. ХХ ст. зростали набагато швидше, ніж угоди з участю фінансових посередників. У результаті відбувся перерозподіл фінансових ресурсів між банківською системою і ринком цінних паперів на користь останнього. З огляду на кількісні параметри змін у банківському посередництві і характеристиках фінансування, економісти відзначають, що Франція зробила величезний крок від фінансової системи з домінуванням банків "більш німецької, ніж німецька", до створення системи англосаксонського типу "більш англійської, ніж англійська" [602, р. 6].

Найменших зрушень зазнала фінансова система Японії, яка зберігає залежність від банківських кредитів і депозитів і характеризується відносно обмеженим прямим фінансуванням через ринки акцій. Незважаючи на низку заходів з фінансового дерегулювання, здійснених з 1996 р., до сьогодні ця країна залишається чи не єдиною суто "банківською" фінансовою системою серед розвинених країн. Її реформування в напрямі розвитку фондового ринку розпочалося у 2004 р. Зняті певні обмеження на діяльність агентів брокерських фірм, а головне – передбачено скасування

вання обмежень на діяльність банків у сфері цінних паперів (зокрема, це стосується заборони на здійснення угод з цінними паперами) і надання їм можливості функціонувати як агентам з продажу цінних паперів. Це має привести до усунення розмежувань між банками і брокерськими фірмами, дозволить банкам займатися андеррайтингом цінних паперів, забезпечить легший доступ роздрібних інвесторів до інформації про динаміку ризику і доходності акцій [532, р. M1, M5]. У зв'язку з цим можна припустити, що завдяки прогнозованому різкому збільшенню кількості роздрібних інвесторів на японському ринку акцій вже в найближчі роки відбудеться посилення інвестиційних процесів і відповідне збільшення обсягів національного фондового ринку, що в кінцевому підсумку приведе до формування більш ринково орієнтованої структури фінансової системи Японії.

Зрушення у "ринкових" фінансових системах. Трансформаційні процеси у "банківських" фінансових системах сполучаються з видозміною фінансової структури "ринкових" систем. Поряд з широкою мотивацією до змін, зумовленою загальносистемними зрушеннями, специфічні чинники трансформації "ринкової" фінансової системи пов'язані здебільшого з необхідністю забезпечення конкурентоспроможності банків. Базовий напрям – скасування обмежень на операційну діяльність комерційних банків та універсалізація банківської справи. Як показала практика, жорстке банківське регулювання веде до відставання розвитку банків і консервації старих форм обслуговування, а обмеження на банківські активи звужують інвестиційний простір банків і скорочують можливі вигоди від диверсифікації. Тенденція до універсалізації банківської діяльності у "ринкових" фінансових системах визначається комбінацією двох комплексних причин. *Перша* – відносно звуження банківської активності і падіння конкурентоспроможності банків в умовах посилення конкуренції у фінансовій сфері. Відносний спад банківської справи у "ринкових" фінансових системах пояснюється як законодавчими обмеженнями на банківську діяльність (приміром, США) і функціональною спеціалізацією банківських інститутів, яка базується на традиціях (приміром, Велика Британія), так і переміщенням балансу впливу в обслуговуванні корпоративного бізнесу від банків до небанківських інститутів і ринків цінних паперів. Лібералізація фінансової

діяльності у 70–80-х рр. посилила конкуренцію між різнотипними фінансовими посередниками. Найбільшого конкурентного тиску комерційні банки зазнали з боку небанківських фінансових інститутів. Додатковий чинник зростання конкуренції – вторгнення на ринок банківських послуг нефінансових корпорацій. Останні створювали фінансові конгломерати з метою концентрації активів і скорочення витрат та отримання прибуткової синергії від надання фінансових послуг універсального характеру. Не являючись формально банками, небанківські фінансові посередники і фінансові конгломерати почали активно здійснювати не лише традиційні банківські операції (грошові розрахунки, короткотермінове кредитування, ведення поточних рахунків тощо), а й ті, які комерційним банкам були заборонені (страхування, андеррайтинг, операції з нерухомістю тощо). Зростання субсидованих пенсійних програм сприяло збільшенню пропозиції довготермінових ресурсів на ринках цінних паперів, що зумовило зростаюче використання цих ринків корпоративними позичальниками.

За таких умов банки, що функціонують за схемою розподіленої банківської діяльності, зіткнулися зі звуженням сфери банківського обслуговування і падінням прибутковості проти небанківських фінансових інститутів. Як наслідок, вони зазнали істотного зниження конкурентоспроможності на внутрішніх і на міжнародних ринках. У США спад банківської справи на внутрішніх ринках виявився насамперед у вичерпуванні обох сторін балансу комерційних банків, які спочатку втратили депозити домогосподарств, що перемістилися до небанківських фінансових інститутів (здебільшого взаємних фондів грошового ринку), а потім, змушені були скоротити обсяги кредитування нефінансового сектора: підприємства стали залучати фінансування на ринку комерційних паперів та у небанківських фінансових посередників (передусім, у страхових і фінансових компаній). У Канаді перетік заощаджень на ринки цінних паперів супроводжувався, з одного боку, зростанням частки короткотермінового фінансування корпоративного сектора через комерційні папери і банківські акцепти, а з іншого – зменшенням традиційних банківських позик відносно облігацій, акцій і, особливо, комерційних паперів. У Великій Британії розмежування функцій окремих кредитних інститутів при орієнтації банків на короткотермінове інвестування спричинили обмеження довготермінового фінансування промисловості. На противагу в

"банківських" фінансових системах, спільною рисою яких була другорядна роль інституціональних інвесторів і ринків цінних паперів, спостерігалось збільшення рівня залучених заощаджень до банків і швидке зростання активів депозитних інститутів.

Фактично означена ситуація відображала два протилежні підходи до регулювання банківської сфери – визначена у "ринкових" фінансових системах тенденція до забезпечення стабільності банківської системи і надійності банків (шляхом обмеження ризикованих операцій і регулювання рівня платоспроможності і ліквідності банків) проти тенденції "банківських" фінансових систем до підвищення ефективності банківської системи (за рахунок посилення конкуренції). Розрив між допустимими (або загальноприйнятими) видами банківської діяльності у "ринкових" фінансових системах і дозволеними операціями універсальних банків з "банківських" фінансових систем, супроводжуваний перетоком заощаджень на небанківські фінансові ринки, став основною причиною втрати міжнародних конкурентних позицій банками з країн, фінансові системи яких базуються на ринках. Найбільшою мірою це торкнулося США, де банківська система тривалий час функціонувала у вузьких межах законодавчих та адміністративних обмежень³⁹. Це проявилось у падінні конкурентоспроможності і відносній втраті позицій банків США, Канади і відносному посиленні банків Японії, Франції, Італії тощо. Означена тенденція виявилася у 70-х рр. і зберігалася до кінця XX ст.⁴⁰

³⁹ Так, з одного боку, вона підпадала під регулювання значної кількості законодавчих норм і постанов різноманітних органів. Лише на федеральному рівні діяльність банківської системи США до середини 90-х рр. регулювалася десятьма основними законодавчими актами. З іншого – внаслідок системи подвійного підпорядкування (національні банки і банки штатів), поряд з системою федеральних правових обмежень до сьогодні діють різноманітні обмеження на рівні штатів, які, в свою чергу, істотно різняться між собою.

⁴⁰ Якщо у 50-ті і 60-ті рр. перша десятка банків світу (за розміром вкладів) складалася з банків США, Канади і Великої Британії, то у 70-ті рр. у ній з'явилися також банки Німеччини, Італії, Франції, тоді як на початок 90-х рр. до першої десятки банків світу входило 8 японських, 2 французькі банки і жодного банку з "ринкових" фінансових систем. Найбільш разючими були втрати позицій банками США – якщо у 1956 р. серед 100 найбільших банків світу 44 були американськими, то у 1991 р.

Друга причина – збільшення взаємозв'язку банківського сектора і ринку цінних паперів. Упродовж 80–90-х рр. XX ст. у "ринкових" фінансових системах спостерігалось взаємне проникнення банків і торговців цінними паперами в області основної діяльності один одного. Так, у США з розвитком взаємних фондів грошового ринку і рахунків управління готівкою брокерські фірми отримали можливість здійснювати традиційну банківську діяльність, а сплата відсотків по кредитних залишках зробила їх прямими конкурентами банківським депозитам. Інновації у сфері кредитних інструментів і посилення конкуренції з боку небанківських фінансових інститутів змусили банки переглянути стратегію діяльності. Орієнтація на підвищення прибутковості та ефективну конкуренцію як із внутрішніми торговцями цінними паперами і небанківськими фінансовими посередниками, так і з іноземними універсальними та інвестиційними банками, спонукала банки до агресивного просування на ринок інноваційних продуктів. Один із таких напрямів – стійка тенденція до сек'юритизації активів. Як уже згадувалося, сек'юритизація, трансформуючи позики у форму цінних паперів, фактично є процесом заміщення традиційних форм банківського кредиту випуском ринкових цінних паперів. Ще один напрям – комерційні банки, прагнучи розширити діапазон своїх операцій, у тому числі й на ринку цінних паперів, почали активно змінювати організаційну форму діяльності, створюючи банківські холдингові компанії. Основна причина – банківський холдинг може контролювати небанківські установи, тісно пов'язані з банківською діяльністю (фінансові, іпотечні, лізингові, факторні компанії, трастові та інвестиційні фонди), мати філії з торгівлі цінними паперами, доступ на ринок комерційних паперів. Завдяки цьому банки отримали реальну можливість здій-

– лише 5, а наприкінці 90-х рр. серед 20 найбільших банків світу 12 були японськими, 4 – французькими, 2 – британськими і лише один – американськими. На початку XXI ст. серед 25 найбільших банків світу за розміром активів американськими були 3 банки, за показником капіталу першого порядку – 6, а за показником ринкової капіталізації – 10 банків, тоді як відповідні цифри становили для Японії – 6, 5, 3, Франції – 3, 2, 1, Великої Британії – 3, 3, 4, Німеччини – 4, 2, 1, Нідерландів – 2, 2, 1, Швейцарії – 2, 2, 2 [184, с. 279; 644, р. 19; 649]. Поряд з іншими причинами ймовірним поясненням відновлення позицій американських банків є усунення законодавчих обмежень на їхню діяльність.

снювати інвестиційні операції. Розподіл банківської справи і сфери цінних паперів наражався на посилений тиск і внаслідок того, що банки почали виконувати також дисконтні брокерські операції, а банківські синдиговані кредити – безпосередньо конкурувати з випуском облігацій.

Посилення взаємозв'язку банківського сектора і ринку цінних паперів підтримувалось послабленням законодавчих обмежень на діяльність банків⁴¹. У США банки отримали право здійснювати андеррайтинг державних і муніципальних облігацій та розміщення комерційних паперів і вторинних цінних паперів, що випускаються на базі пулу іпотек, дозвіл на трастові операції з управління портфелем цінних паперів тощо. Широкомасштабна реформа фінансового сектора Великої Британії 1981 р. і 1986–1987 рр. усунула відмінності між різними типами фінансових інститутів і розширила спектр фінансових послуг будівельних товариств за рахунок страхової брокерської справи, незабезпечених позик, послуг по поточних рахунках тощо. У межах фінансової реформи були змінені правила членства на фондових біржах, щоб дозволити комерційним банкам діяти як біржовим брокерам. У результаті тенденція до зближення характеру фінансових послуг на різних ринках продовжувала посилюватися і в цьому напрямі.

Зазначені структурні зміни у функціонуванні банків, зокрема, проникнення їх у сферу цінних паперів, зумовили потребу в модернізації банківського законодавства. Основне її призначення – визначити ділові повноваження банківських інститутів, установити точні правила, що визначають спектр операцій, дозволених банкам, і найголовніше – узгодити чинне законодавство з існуючою банківською практикою. Як наслідок, з одного боку, ця модернізація виступила як найважливіший чинник зміни фінансової структури, з іншого – дозволяє стверджувати, що реорганізація фінансового законодавства у "ринкових" фінансових системах стала скоріше частковою, ніж глобальною зміною: нове законодавство лише реформувало фінансове регулювання, щоб наблизити його до поточного стану індустрії фінансових послуг.

⁴¹ Постійне розширення дозволеної номенклатури банківських активів спостерігається у США з середини 80-х рр., а найбільші американські банки взагалі отримали можливість через індивідуальні дозволи здійснювати окремі операції з корпоративними цінними паперами [170, с. 47].

Таким чином, комбінація інтересів щодо забезпечення потреб корпоративних позичальників як через безпосереднє кредитування, так і через посередницьку діяльність на ринку цінних паперів, а також важливість конкурентоспроможності банків в умовах фінансової глобалізації, є ймовірно двома найважливішими чинниками, які стимулювали інтеграцію банківської діяльності та сфери цінних паперів і привели до усунення бар'єрів між галуззю цінних паперів і банківською справою у "ринкових" фінансових системах. Одні країни здійснили таку інтеграцію раніше (Канада у 1987 р., Велика Британія у 1986–1987 рр.), інші – пізніше (США у 1999 р.). Найбільш показовими в цьому плані є структурні зміни у фінансовій системі США, оскільки банківська система цієї країни зазнала чи не найбільших обмежень. За Законом Гремма – Ліча – Блайлі (Gramm – Leach – Bliley Act) 1999 р. скасовано обмеження на об'єднання банків, фірм з торгівлі цінними паперами, страхових компаній та інших постачальників фінансових послуг, а також дозволено холдинговим компаніям, які володіють комерційними банками, здійснювати будь-які види фінансової діяльності, а фірмам з торгівлі цінними паперами – купувати банки.

Дезінтермедіація та інституціалізація фінансових систем. Стрімкий розвиток ринків цінних паперів наприкінці ХХ ст. дав змогу одним економістам стверджувати, що ринки виграють теперішнє змагання у банків, за право стати домінуючим джерелом фінансування для компаній і, напевне, визначатимуть майбутнє корпоративних фінансів [265, р. 32], тоді як інші економісти вважають, що емісія цінних паперів стала головним способом залучення фінансових ресурсів ще з 80-х рр. ХХ ст., а банківський сектор уже остаточно поступився роллю механізму перерозподілу фінансових коштів фондовому ринку [43, с. 34; 123, с. 37]. При цьому наголошується, що традиційна банківська справа як тип фінансового посередництва, який поєднує акумуляцію заощаджень і кредитування економіки, перебуває у стадії поступового зникнення, і цей занепад є універсальною тенденцією [358, р. 41; 446, р. 52–63; 461, р. 2–21]. Така оцінка трансформації фінансової структури (що безпосередньо відповідає першому підходу) значною мірою узгоджується з характером сучасного фінансового розвитку. Зростання фондових ринків відбувається в умовах одночас-

ного перерозподілу у структурі фінансового посередництва. Переоцінка ролі банків і фондових ринків разом із загальними змінами у фінансових системах порушують питання про значимість банківського посередництва в сучасній економіці.

Динаміка розвитку фінансових систем розвинених країн укажує на дві тенденції. *Перша* – розмір сукупного фінансового посередництва, оцінений на основі активів, швидко зростає, й усі країни, незалежно від типу фінансової структури, демонструють зсуви від банківського посередництва до небанківського. У межах фінансової системи відбувається *відносно* зменшення частки сукупних активів банківського сектора і відповідне зростання частки сукупних активів інституціональних посередників. *Друга* – з початку 80-х рр. відбувається збільшення частки фінансових ресурсів, що акумулюються небанківськими фінансовими інститутами, з одночасним постійним зростанням частки фондів, що залучаються комерційними банками від таких інститутів. Частка зобов'язань банків перед небанківськими фінансовими посередниками в сукупних міжсекторальних фінансових зобов'язаннях банків за останні двадцять років ХХ ст. більш ніж подвоїлася в Німеччині, Японії, Великій Британії, і більш ніж потроїлася у Франції і США [422, р. 13]. Це свідчить про те, що в реалізації таких посередницьких функцій, як акумуляція заощаджень і фінансування економіки, небанківські фінансові інститути поступово витісняють комерційні банки. Саме означена тенденція в сукупності з посиленням зростанням ролі ринків цінних паперів дала підставу для висновку, що банки втрачають свою роль в економіці як прямі постачальники капіталу.

Процес втрати банками ролі основного посередника у фінансовій системі (так звана дезінтермедіація) і розміщення заощаджень населення в пенсійних фондах та інвестиційних компаніях (так звана інституціоналізація заощаджень) часто вважається чи не ключовою відмінністю між "ринковими" і "банківськими" фінансовими системами. Історично процес дезінтермедіації триває у "ринкових" фінансових системах із кінця 50-х – початку 60-х рр. ХХ ст. Із появою взаємних фондів грошового ринку в 70-ті рр. він отримав новий імпульс для розвитку, через що у США, приміром, з 1972 р. чистий відтік фінансових ресурсів з банківської системи взагалі перетворився на загальний. У результаті збільшення ма-

сштабів небанківського посередництва частка сукупних активів негрошових фінансових інститутів у США зростає з 44,7 % ВВП у 1970 р. до приблизно 160 % ВВП у 2007 ⁴². Тенденція в напрямі дезінтермедіації чітко виявляє себе з початку 80-х рр. й у країнах з "банківськими" фінансовими системами: частка активів, утримуваних на балансах небанківських фінансових інститутів, має стійку тенденцію до зростання. Поширення дезінтермедіації на традиційно "банківські" європейські фінансові системи можна вважати специфічною ознакою сучасного фінансового розвитку. Вищі темпи процесу дезінтермедіації у "банківських" фінансових системах, ніж у "ринкових", ведуть до певного вирівнювання фінансової структури, принаймні для країн ЄС. Якщо у 1980 р. у європейських "банківських" фінансових системах інституціональні посередники концентрували 1–12 % сукупних активів фінансового сектора проти більш як 18 % у "ринкових", то з 2000 р. відносний розмір небанківського посередництва у фінансових системах європейських країн стає набагато більш порівнюваним – 26–32 % [278, р. 90–92]. Відмінності у структурі фінансового посередництва між країнами, які зберігаються на рівні основних фінансових інститутів (банки, договірні ощадні інститути, інвестиційні посередники), зумовлені насамперед вихідними відмінностями і різними шляхами розвитку національних фінансових систем і певною мірою відбивають різну вагомість, а іноді фундаментально різну роль, яку специфічні типи посередників відіграють у різних економіках.

Для більш коректного оцінювання процесу дезінтермедіації доцільно розмежувати абсолютну і відносну дезінтермедіацію. Під *абсолютною* дезінтермедіацією ми розуміємо зменшення частки сукупних активів банків щодо ВВП. *Відносна* дезінтермедіація може бути охарактеризована як зменшення частки сукупних активів банків у загальній структурі активів фінансового

⁴² На перший погляд видається, що процес дезінтермедіації мало торкнувся фінансової системи Великої Британії. Проте великий розмір банківського сектору у Великій Британії відображає передусім масштаби міжнародної банківської активності в Лондоні і пов'язаний з нею високо-розвинений активний міжбанківський ринок. Якщо врахувати цю обставину, то слід визнати, що розміри внутрішнього банківського сектору Великої Британії порівнювані з розмірами банківського сектору США.

сектора. При такому підході до дезінтермедіації слід визнати, що оцінка цього процесу дещо змінюється. Дані засвідчують відсутність абсолютної дезінтермедіації у фінансових системах. Практично для всіх розвинених країн характерне зростання пропорції банківських активів щодо ВВП (дод. 1). Вона залишається вищою, ніж для негрошових фінансових посередників. Єдиний виняток – фінансова система США, де розмір сектора негрошових фінансових інститутів стабільно перевищує розмір сектора депозитних інститутів. Підкреслимо, при цьому відбувається реальне зростання вагомості банків. Обсяги внутрішнього кредиту банківського сектора в абсолютному виразі (млрд дол. США) швидко зростають, особливо в "ринкових" фінансових системах. Ці результати контрастують з оцінкою щодо універсальності тенденції до занепаду банків і дозволяють стверджувати, що можна говорити лише про відносну дезінтермедіацію сучасних фінансових систем, але не про абсолютну.

Процес зміни структури фінансового посередництва характеризується двома тенденціями: 1) перерозподілом ресурсів у межах одного ринкового сегменту, на якому діють фінансові інститути, отже, зміну традиційної парадигми фінансового посередництва, що базується на банках; 2) перетоком фінансових ресурсів з ринку опосередкованого банківського кредитування на ринок прямого фінансування, оскільки переважна частка активів небанківських фінансових посередників складається з акцій та облігацій. Зростання частки фінансових ресурсів, які перерозподіляються через небанківських посередників, виступає одним із важливих чинників розвитку фондового ринку. Цей процес доповнюється інституціоналізацією фінансових ринків: домінуванням на ринках цінних паперів інституціональних інвесторів. Незважаючи на те, що об'єми ринків акцій зросли, частка прямих інвестицій домогосподарств у ці ринки зменшилася. Володіння цінними паперами для приватних осіб стало опосередкованим – номінальними держателями цінних паперів і посередниками в угодах з ними виступають фінансові інститути. Цей розвиток особливо чітко проявляється у найбільшій фінансовій системі світу – фінансовій системі США (табл. 1.7).

Таблиця 1.7. Динаміка володіння корпоративними акціями у США, % (розраховано за [196, р. 70])

	1950	1970	1990	2000
Державні і приватні пенсійні фонди	0,8	9,2	24,4	23,2
Страхові компанії	3,2	3,3	4,6	6,5
Взаємні та інші фонди	3,1	5,2	7,1	19,3
Іноземний сектор	2,0	3,2	6,9	8,9
Сектор домогосподарств	90,2	68,0	51,0	39,1
Загальна вартість акцій, випущених в обіг, млрд дол. США	142,7	841,4	3 542,6	19 047,1

Внаслідок зміни ролі двох типів інвесторів – індивідуальних та інституціональних, ринки цінних паперів стають переважно ринками для фінансових інститутів, а не для кінцевих позичальників (фірм) і первинних заощадників (домогосподарств). Цей процес визначається як "реінтермедіація" [568, р. 9] – збільшення ролі фінансових посередників у фінансовій системі, і пов'язується зі збільшенням складності фінансових інструментів і зростанням обсягу інформації щодо них⁴³. Зміни у структурі фінансового посередництва супроводжуються подовженням ланцюгів посередництва. Воно виявляється у збільшенні ресурсного взаємозв'язку між банками і небанківськими фінансовими інститутами: вже згадуване зростання частки банківських фондів, що залучаються від небанківських фінансових посередників і, меншою мірою, зворотне збільшення фінансових вимог банків до небанківських фінансових інститутів. У результаті середня грошова одиниця, інвестована заощадниками, сьогодні проходить через більшу кількість фінансових установ, ніж 20 років тому [422, р. 13–14].

Обидва означених процеси дають можливість відзначити наступну важливу тенденцію сучасного фінансового розвитку. Враховуючи, що збільшення активності інституціональних посередників відбувається не лише у "банківських", а й у "ринкових" фінансових системах, як у сфері фінансового посередництва, так і на ринку цінних паперів, слід визнати, що: 1) розвиток фондових

⁴³ Через нездатність кваліфіковано оцінити перспективи інвестування за таких умов, індивідуальні інвестори намагаються делегувати рішення щодо інвестування власних заощаджень спеціалістам.

ринків у країнах з "банківською" фінансовою структурою відбувається в умовах зміни традиційної парадигми фінансового посередництва, 2) збільшення обсягів фінансового посередництва – загальносвітова тенденція, яка реалізується незалежно від типу фінансової структури і є складовою ширшого процесу інституціоналізації фінансових систем.

1.5.3. НЕФОРМАЛЬНА МОДЕЛЬ ТРАНСФОРМАЦІЇ ФІНАНСОВОЇ СТРУКТУРИ

Як показує наш аналіз особливостей розвитку і зрушень, що відбуваються у "банківських" і "ринкових" фінансових системах, із двох домінуючих підходів щодо напрямів процесу трансформації фінансової структури жодний не відповідає дійсності. Існують взаємно врівноважуючі характеристики наявних тенденцій у світових фінансах, які стосуються розвитку та оцінки фінансової структури і вимагають інших висновків. У цьому важливу роль відіграють три обставини.

Перше – з огляду на характер змін у банківській сфері навряд чи можливо стверджувати про втрату банківським сектором своєї ролі як основного джерела фінансування економіки. Оцінка обсягів банківського кредитування і ринкової капіталізації для світу в цілому показує, що банки залишаються більш важливими для світової економіки, ніж фондові ринки. Світовий обсяг внутрішнього кредиту банківського сектора продовжує перевищувати світову ринкову капіталізацію, хоча меншою мірою, ніж у 1990 р. (рис. 1.3). Враховуючи, що ринкова капіталізація розраховується для запасу випущених акцій, а не для потоку нових емісій, відносне значення банківського кредитування і роль банків в економіці треба визнати ще більш значущими. Тому припущення про глобальний занепад комерційних банків має бути відхилене як недостатньо обґрунтоване, а висновок щодо визначальної ролі ринків цінних паперів проти комерційних банків у сучасних фінансових системах є безпідставним.

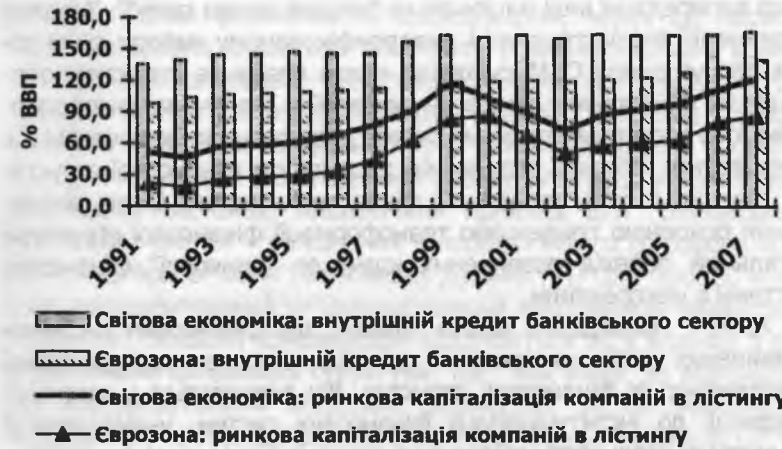


Рис. 1.3. Співвідношення банківського кредитування і ринкової капіталізації у світовій економіці (побудовано за [701])

Друге – якщо за критерій розбіжностей у моделях узяти ступінь розвитку ринків цінних паперів у "банківських" і "ринкових" фінансових системах, то можна встановити помітну асиметрію між ними. Майже всі європейські країни, фінансові системи яких оцінюються як "банківські", зазнали істотного зростання фондових ринків, проте останні залишаються відносно невеликими за розмірами і ліквідністю (Бельгія, Греція, Данія, Італія, Німеччина, Португалія тощо). Окремі випадки надзвичайного зростання ринкової ліквідності (Іспанія, Португалія, Швеція, Фінляндія) пояснюються, насамперед, наднизькими обсягами торгівлі акціями на початку 90-х рр. (2–8 % ВВП). На тлі загального зростання фондових ринків серед розвинених країн вирізняється Японія, яка в 90-ті рр. не лише зазнала істотних коливань ринкової капіталізації та обсягів торгівлі в абсолютному виразі, а й взагалі продемонструвала тенденцію до скорочення відносної ринкової капіталізації. На протилежному боці знаходяться "ринкові" фінансові системи, фондові ринки яких, у свою чергу, теж розвиваються посиленними темпами. Найбільшим як за абсолютним розміром (19,9 трлн дол. США у 2008), так і за обсягами торгівлі (309,9 % ВВП США у 2007 р.) залишається фондовий ринок США, який да-

леко випереджає інші національні фондові ринки світу⁴⁴. Завдяки розвиненій інфраструктурі і диверсифікованому набору фінансових послуг ринок США суттєвою мірою визначає структуру операцій на фінансових ринках інших країн. Зазначена диспропорційність у розвитку фондових ринків доводить, що до сьогодні ще зберігається істотний розрив між характером фінансової структури "банківських" і "ринкових" фінансових систем. Отже, визначення основною тенденцією трансформації фінансової структури загальний перехід розвинених країн до "ринкової" фінансової системи є некоректним.

Третє – проведений аналіз показує, що фінансовим системам розвинених країн притаманний рух від гетерогенності до певної гомогенності їх фінансових структур. Він виявляється у загальній тенденції до інституціалізації фінансових систем, універсалізації банківської діяльності, збільшенні загальної вагомості ринків цінних паперів. З огляду на ці тенденції, навряд чи є правильним твердження про збільшення структурних відмінностей між фінансовими системами різних країн і відсутність однозначних ознак конвергенції фінансових структур. Характерною рисою сучасного фінансового розвитку слід визнати зустрічну трансформацію структури фінансових систем: "ринкові" фінансові системи стають більш "банківськими" з погляду функціонування комерційних банків, а "банківські" фінансові системи стають більш "ринковими" з погляду вагомості ринків цінних паперів і ролі інституціональних посередників. Отже, більш коректно говорити про формування нового типу фінансової структури, яка поєднає універсалізацію банківської справи і розвиток ринків цінних паперів з посиленням нарощуванням інституціалізації фінансових систем.

На користь такого висновку говорить і процес фінансової консолідації, який, в свою чергу, слід розглядати як додатковий чинник зміни фінансової структури. Хоч основний напрям консолідації у фінансовій системі стосується банківської сфери, варто звернути увагу на інший її напрям – злиття і поглинання фінансових інститутів, які діють у різних ринкових сегментах. У результаті останнього процесу відбувається розмивання межі між

⁴⁴ Відносна роль фондового ринку США поступово зменшується: у 2001 р. на нього припадало 46,9 % світової ринкової капіталізації, у 2007 р. – 30,6 % [701; 702].

різними видами фінансового посередництва, через що нормою стає інтегрована фінансова діяльність у вигляді тріади: комерційна банківська справа – інвестиційна банківська справа – страхування. Злиття Citicorp (банківська справа) і Traveiers (страхування та інвестиційна діяльність) у формі створення Citigroup (США) – показовий приклад такого роду інтеграції у "ринкових" фінансових системах. Аналогічний приклад для "банківських" фінансових систем – об'єднання німецьких Allianz (страхова компанія) і Dresdner Bank (банківська діяльність). Цей процес може бути репрезентований як *функціональна консолідація* фінансових інститутів. Оскільки консолідація відбувається як у країнах з різними типами фінансової структури, так і між ними, то відмінності між альтернативними моделями фінансових систем зменшуються, а всі три частки фінансового сектора (банки, небанківські фінансові інститути і ринки цінних паперів) починають відігравати все більш рівноцінну і взаємопов'язану роль як механізми переміщення фінансових ресурсів в економіці. Такий напрям фінансового розвитку віддзеркалює і тенденція до *консолідованого інституціонального регулювання* фінансового сектора – об'єднання органів регулювання фінансової діяльності в одну установу і створення єдиного "суперрегулятора"⁴⁵. Тенденція до інтеграції фінансового регулювання відбиває усунення відмінностей між різними типами фінансових операцій і на цій основі поступову уніфікацію функцій фінансових посередників і ринків цінних паперів. У міру того, як банківські і небанківські фінансові інститути виконуватимуть усе більш однакові функції, а роль фінансових посередників і ринків цінних паперів ставатиме більш подібною, тиск у напрямі злиття контролюючих структур буде посилюватися.

⁴⁵ На кінець 2004 р. у світі налічувалося 29 повністю інтегрованих наглядових агенцій, близько половини яких розташовано в Європі: Австрія, Данія, Велика Британія, Німеччина, Норвегія, Швеція тощо. Рада з фінансових послуг, створена у Великій Британії, зосереджує контроль над банками, біржами, компаніями з цінних паперів, страховими компаніями і портфельними менеджерами. Перехід до моделі єдиного фінансового регулятора, який об'єднує федеральні контролюючі органи з банківської справи, страхування і цінних паперів, здійснено також у Німеччині (2002 р.). Аналогічні структури, хоч і з різними регулюючими повноваженнями, сформовані в Угорщині, Японії, Південній Кореї тощо [308, р. 4].

Наші висновки щодо трансформації "банківських" і "ринкових" фінансових систем можна узагальнити у неформальній моделі трансформації фінансової структури. Структурна трансформація будь-якого сектора економіки відбувається під впливом еволюції трьох груп факторів: умови попиту, технології і регулювання. Аналогічним чином серед значної кількості чинників, що впливають на розвиток фінансових систем, можна ідентифікувати чотири загальних екзогенних фактори, що найбільшою мірою визначають специфіку сучасного фінансового розвитку і напрями реформування фінансової структури. Це – фінансова лібералізація і стандартизація фінансової діяльності (регулювання); розвиток інформаційних технологій (технології); структурні зрушення у нефінансових секторах економіки (попит), тоді як фінансова інтеграція і глобалізація, світові фінансові цикли визначають зміну середовища діяльності. Загальносистемні зрушення у світових фінансах і зрушення у попиті лежать в основі структурних змін і в банківській сфері, і на ринку цінних паперів, що дозволяє розглядати останні як переважно похідні. Екзогенні фактори впливають на структуру фінансових систем не прямо, а через посередницькі змінні, які характеризують сучасний розвиток фінансових систем і ведуть до трансформації їх структури. Можна сказати, що посередницькі змінні формують передатний механізм впливу екзогенних факторів на фінансову структуру. До посередницьких змінних належать:

- фінансові інновації і фінансові технології, які виступають одним із системоутворюючих факторів змін у фінансовій системі;
- зміна стратегії діяльності, реструктуризація і переорієнтація функцій постачальників фінансових послуг – фінансових та ринкових посередників;
- модифікація організаційної структури фінансових інститутів та інфраструктури ринків цінних паперів;
- збільшення і зміна форм конкуренції на ринку фінансових послуг.

У результаті цих процесів відбувається трансформація моделей фінансової структури, яка виявляється в таких напрямках:

- універсалізація банківської справи;
- інституціалізація фінансових систем;
- розвиток ринків цінних паперів;
- функціональна консолідація фінансових інститутів.

Означена аналітична структура утворює неформальну модель трансформації фінансової структури. У загальному вигляді ця модель представлена на рис. 1.4.

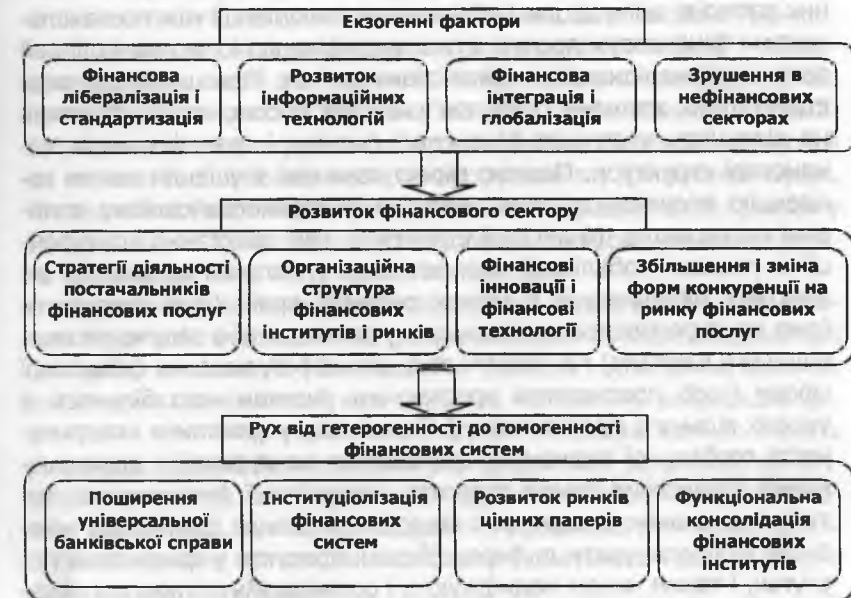


Рис. 1.4. Структура неформальної моделі трансформації фінансової структури

Таким чином, означена парадигма розвитку світових фінансів дає можливість відзначити новий етап у розвитку національних фінансових систем. Вони знаходяться під впливом структурних змін, які важливі не тільки самі по собі, але й тому, що взаємодіють між собою. Зміни глобальних умов, у яких функціонують національні фінансові системи, змінили детермінанти фінансового розвитку, обсяг і характер торгівлі фінансовими активами, визначальні фактори їх ціноутворення і характеристики внутрішніх та міжнародних потоків капіталу. Одним із результатів цього стала зміна стратегії поведінки інституціональних інвесторів на фінансових ринках і, як наслідок, істотна модифікація функціонування фінансових систем. Структурні зрушення дали поштовх

для трансформації ринку цінних паперів і фінансових посередників майже з рівноцінною інтенсивністю. Ці процеси детермінували зміну стратегії і переорієнтацію функцій фінансових інститутів; зміну організаційної структури фінансових інститутів і ринків цінних паперів; зміну форм і збільшення конкуренції між постачальниками фінансових послуг, отже, модифікацію існуючих моделей організації національних фінансових систем. При цьому всі види структурних зрушень тісно пов'язані між собою, як і їхній вплив на діяльність учасників фінансової системи і трансформацію фінансової структури. Певною мірою означені зрушення мають тенденцію посилювати одне одного в їх взаємопов'язаному впливові на характер фінансової структури. Так, зростання конкуренції в умовах глобалізації посилює тиск у напрямі подальшої фінансової лібералізації в межах окремих країн (щоб підвищити їхню конкурентоспроможність для утримання або залучення зовнішнього капіталу) і в напрямі збільшення регулювання фінансової сфери (щоб протистояти зростаючим ризикам нестабільності в умовах вільного руху капіталу.) У свою чергу зростання інтегрованості глобальної економіки, збільшення конкуренції і дерегулювання фінансових ринків сприяють консолідації фінансових інститутів і зростанню їх здатності створювати більше фінансових інновацій та пропонувати диференційовані продукти у фінансових послугах, і таким чином модифікують і організаційну структуру окремих інститутів та ринків, і загальну модель організації національних фінансових систем. Не дивно, що взаємопов'язаність і глибина структурних зрушень, невизначеність щодо циклічної і структурної природи динаміки процесу фінансового поглиблення зумовлюють істотні розбіжності в його оцінці і спричиняють помітний розкид підходів щодо трансформації фінансових систем.

Із аналізу трансформації фінансової структури можна зробити висновок про формування двох основних тенденцій розвитку сучасних фінансових систем. Першою є відносне скорочення ролі банківського сектора як механізму перерозподілу фінансових ресурсів на національному і міжнародному рівнях і відповідне посилення інвестиційної і позичкової діяльності на ринках цінних паперів. При цьому відбувається зміна парадигми фінансового посередництва, яка виявляє себе у зростанні ринкової частки небанківських інституціональних посередників проти банківських при загальному домінуванні банківського фінансування економіки.

Разом з інституціоналізацією ринків цінних паперів це визначає тенденцію до інституціоналізації фінансових систем. Другою слід назвати формування у розвинених країнах тенденції до конвергенції різних типів фінансової структури, яка базується на взаємному зустрічному русі протилежних типів фінансових систем. "Банківські" фінансові системи рухаються в напрямі "ринкових", розвиваючи ринки акцій та інститути інвестиційного посередництва, "ринкові" фінансові системи – у напрямі "банківських", упроваджуючи універсальну банківську діяльність. Основою тенденції до конвергенції є загальносистемні зрушення у фінансовій сфері. Фінансовій конвергенції сприяє розпочата в розвинених країнах у 90-х рр. XX ст. консолідація фінансового сектора, яка виявляється в інтеграції його структурних сегментів.

Динамічний характер змін фінансової структури не дає можливості чітко та однозначно розмежовувати сучасні національні фінансові системи на "банківські" і "ринкові". Але це не означає зникнення відмінностей між ними та остаточну уніфікацію фінансових систем у найближчій історичній перспективі. Навіть розвинені країни залишаються різнорідними і за рівнем фінансового розвитку, і за характером фінансової структури, зберігаючи відмінності, зумовлені історично сформованими традиціями функціонування фінансових систем і практикою національного фінансового регулювання.

РОЗДІЛ 2

ЕКОНОМІЧНИЙ ВИМІР ФІНАНСОВОГО РОЗВИТКУ ТРАНСФОРМАЦІЙНИХ ЕКОНОМІК: ОЦІНКА ТА ЕФЕКТИ

2.1. СИСТЕМОУТВОРЮЮЧІ ПРОЦЕСИ ФІНАНСОВОГО РОЗВИТКУ ТРАНСФОРМАЦІЙНИХ ЕКОНОМІК

2.1.1. ФУНКЦІОНАЛЬНІ ОСОБЛИВОСТІ ТРАНЗИТИВНИХ ФІНАНСОВИХ СИСТЕМ

Подібно іншим соціально-економічним системам, фінансова система має свій життєвий цикл – від стадії зародження до стадії зрілого зростання і далі – до накопичення диспропорцій, які обмежують її здатність виконувати властиві функції. Транзитивні фінансові системи перебувають на першій стадії свого життєвого циклу – стадії зародження. Сутність її – заміна конституюючих ознак організації фінансових відносин у суспільстві, в процесі якої відбувається фундаментальна перебудова фінансової структури, механізмів взаємодії між суб'єктами фінансових відносин, фінансово-економічних процесів тощо.

У межах цієї стадії формування фінансових систем проходить у три етапи, котрі послідовно характеризуються:

- створенням і становленням національної фінансової системи атрибутивного типу, метою якої є її самоідентифікація (у кра-

їнах СНД, колишньої Югославії тощо, він збігається зі стадією створення держави);

- пристосуванням національної фінансової системи до зовнішнього середовища, насамперед, до характеру функціонування національної економіки і процесу її інтеграції у світове господарство;
- модифікацією національної фінансової системи в процесі її адаптації до умов фінансової глобалізації і переходом до розвитку на самостійній основі.

На сьогодні перехідні економіки минули перший етап і знаходяться на різних фазах другого етапу. Мета політики фінансового розвитку – перехід до стадії зрілого зростання.

Транзитивні фінансові системи мають ряд спільних принципів специфічних рис і ознак, існування яких зумовлене єдністю законів їх розвитку і відображає сукупність конкретно-історичних умов трансформаційного етапу. До них належать такі.

Перехідний характер фінансових систем. Формування і розвиток транзитивних фінансових систем відбувається в межах міжсистемного переходу від централізовано-керованої до ринкової економіки. Фенотипні ознаки переходу – злам механізмів загального відтворення, руйнування інституціональної системи регулювання, зміна способів економічних взаємодій і домінуючої форми власності тощо, що були сформовані впродовж попереднього періоду, – доповнюються зміною моделі фінансування економіки, формуванням нової фінансової структури, новою якістю фінансових відносин. Зміна основ економічної системи, основних інститутів суспільства та форм координації діяльності і зв'язків між суб'єктами економіки зумовлює: 1) особливу роль держави, яка стає первинною рушійною силою ринкових перетворень – на відміну від еволюційно сформованих систем, де цю роль виконують суб'єкти мікрорівня; 2) специфіку фінансового розвитку трансформаційних економік, визначаючи перехідний, отже, незавершений "неостаточний" характер фінансових систем.

Нестабільність фінансового розвитку. Транзитивну фінансову систему характеризує нестійкість розвитку як її внутрішня властивість. В її основі – поєднання нестабільності фінансового розвитку з внутрішньою нестабільністю економічної системи перехідного типу. Зміни старих відносин при відсутності або поступовому формуванні нових інститутів, норм і правил; специфічне

співвідношення між формальними і неформальними інститутами, коли формальні інститути не завжди виникають з неформальних, а іноді перебувають у протиріччі з останніми; виникнення нових ринкових суб'єктів і формування економічних відносин нового типу; зіткнення старих і нових економічних інтересів тощо – усе це веде до того, що протиріччя у перехідних суспільствах сконцентровані набагато сильніше, ніж в розвинених економіках, а тенденція до загострення економічних і політичних відносин постає як іманентна властивість перехідних економік. У результаті природна нестійкість фінансових систем за умов трансформації посилюється. Це потребує створення додаткових і особливих механізмів підтримки стабільності фінансових систем, щоб забезпечити останні від впливу витрат, зумовлених специфічними умовами системної трансформації.

Подібність базової фінансової архітектури. У трансформаційних економіках склалася відносно подібна фінансова структура. Її основні риси зумовлені нерівномірністю розвитку економіки і незрілістю фінансових систем, що визначає розриви у фінансовому спектрі перехідних країн. Домінуючою складовою фінансових систем є комерційні банки при обмеженій ролі небанківських фінансових інститутів. Фондові ринки не становлять альтернативи банківському фінансуванню: вони невеликі за обсягами, волатильні і низьколіквідні (а в деяких країнах перебувають на стадії зародження). Їхнє функціонування потребує державної підтримки, оскільки кількість фірм у біржовому лістингу поступово зменшується.

Дисфункціональність фінансового розвитку. Формування транзитивних фінансових систем базувалося на спрощених припущеннях сучасної мікроекономічної теорії. Вважалося, що перехід до приватної власності автоматично здатний забезпечити прискорений розвиток ринкових відносин і ефективне функціонування фінансових інститутів. Фактично передбачалося, що навіть за неоптимальних дій на початковому етапі, учасники ринкового процесу зможуть згідно з принципом Коуза укласти між собою такі угоди, які внесуть у відповідний процес необхідні корективи⁴⁶. При цьому не бралися до уваги принаймні дві обставини, необхідні для реалізації таких теоретичних схем: наявність достатньо високорозвиненої

⁴⁶ Про подібний підхід до моделей роздержавлення див. [578].

ринкової і контрактної інфраструктур (які є, як правило, результатом тривалого історичного розвитку); наявність судово-правових і економічних механізмів, що забезпечують реалізацію контрактних прав і прав власності. У результаті розвитку інституціональної інфраструктури, зокрема розвиток правових норм та їх практичне впровадження, не відповідали темпам розвитку фінансової системи. Несформованість фінансового середовища визначила дисфункціональність фінансового розвитку – невідповідність між структурою промислового виробництва (у розрізі галузей), яка визначає структуру попиту на продукцію фінансового сектора, і структурою пропозиції фінансових послуг. Сформувався механізм економічних відносин, в межах якого суб'єктам реального сектора економіки складно знайти серед інститутів фінансового сектора відповідного контрагента, який надає фінансування за доступною ціною. У результаті підприємства покладаються насамперед на внутрішні фонди, а більша частка залученого ними зовнішнього довготермінового фінансування надходить від ПІІ і, частково, від банків. Це дозволяє припустити, що в перехідних економіках фінансовий розвиток має незначний вплив на рівень економічного розвитку.

Фінансовий дуалізм. Одна із суттєвих особливостей фінансового розвитку перехідних економік – наявність фінансового дуалізму, особливо на початковій стадії. Фінансовий дуалізм означає, що поряд з організованою фінансовою системою діє неформальна система, яка відіграє роль замітника офіційного фінансового посередництва. Якщо організована фінансова система складається з банків і немонетарних фінансових інститутів, які контролюються державою в особі фінансової влади (міністерство фінансів, центральний банк, інші державні структури), то неформальна система включає ті ринки і механізми, де кредитна й позикова активність мають місце поза межами прямого нагляду фінансової влади. Фінансовий дуалізм у перехідних економіках набуває двох форм, які можна визначити як традиційну і квазіфінансову. Перший тип фінансового дуалізму виступає як доповнення формального фінансового сектора, другий – як його субститут.

Традиційний фінансовий дуалізм притаманний раннім стадіям фінансового розвитку і поширений у країнах, що розвиваються. Його причина – невідповідність умов і процедур фінансового сектора та фінансових потреб підприємств малого бізнесу й домого-

сподарств стосовно обсягів необхідних сум, забезпечення, ризиків тощо. Як наслідок, фінансовий сектор обмежує надання фінансових послуг означеному колу споживачів, а його місце посідає неформальна фінансова система, яка функціонує на основі неофіційних фінансових угод [156, с. 86–93]. У перехідних економіках це проявилось, зокрема, у виникненні у 90-х рр. нерегульованих фінансових посередників, які пропонували домогосподарствам цінні папери або залучали від них депозити. Вони були спеціально організовані для здійснення фінансових операцій, проте залишалися неформальними у тому сенсі, що не мали юридичного статусу фінансових інститутів і не підпадали під державне фінансове регулювання. Їх специфічна риса – вихідна орієнтованість на порушення договірних зобов'язань. Об'єктивний характер процесу – відсутність спеціальних регулюючих установ і відповідного правового забезпечення, тоді як сама природа фінансових відносин дає можливість їх учасникам вести діяльність у формах, які дозволяють створювати різноманітні протизаконні схеми. Поява таких схем, приміром, у вигляді фінансових пірамід у багатьох економіках перехідного регіону підтверджує поширення цієї форми фінансового дуалізму в період структурних перетворень⁴⁷.

В основі *квізіфінансової форми фінансового дуалізму* – формування своєрідної квазіфінансової системи, яка базується на системі негрошових розрахунків з використанням альтернативних фінансових і нефінансових інструментів (розрахунки через взаємозалік, вексельні й бартерні розрахунки, "продаж" ліквідності у формі комерційного кредиту) та альтернативному банківському механізмі кредитування (у вигляді простроченої заборгованості) для покриття структурної нестачі ліквідних коштів у підприємств. Це специфічна форма фінансових відносин, які не є фінансовими за формою. Інтенсивний розвиток неформальних

⁴⁷ Наприклад, у Румунії в середині 90-х рр. діяла програма у вигляді піраміди, яка обіцяла виплату у восьмикратному розмірі через 100 днів, що означало 250 000 % на рік. Незважаючи на те, що не існувало навіть легенди щодо напрямів інвестування залучених коштів, ця програма зазнала краху лише незадовго до того, як вона ледве не перевищила розмір ВВП Румунії. В Албанії сукупний розмір зобов'язань за аналогічними пірамідальними схемами склав близько 50 % ВВП. У Росії в 1994–1995 рр. діяло понад 1000 фінансових пірамід [131, с. 161; 154, с. 92–93].

фінансових схем (Україна, Росія, Румунія тощо) тісно пов'язаний зі скороченням доступності банківського кредитування під час політики фінансової стабілізації і переміщенням безнадійних кредитів з банківської системи у сферу розрахунків між підприємствами [135]⁴⁸. Сучасний її прояв – неофіційні конвертаційні центри, тіньові фінансові угоди, кредитування у групах тощо. Появу квазіфінансової системи стимулюють висока вартість і низький рівень фінансового посередництва, інфляційні процеси і низький ступінь монетизації і ліквідності економіки, високі трансакційні витрати та ухилення від податків. Важливо те, що за даної форми фінансового дуалізму виникає зворотний ефект функціонування квазіфінансової системи: вона "консервує" існуючу фінансову структуру, уповільнює розвиток банківського сектора і перешкоджає економічній трансформації в цілому.

Атрибутивний характер розвитку фінансової системи. Якщо стала сформована фінансова система відтворюється і розвивається на власній економічній та інституціональній основі, то в умовах перехідного періоду відбувається лише формування такої основи. Це зумовлює *атрибутивність розвитку* транзитивних фінансових систем. Під атрибутивним характером розвитку ми розуміємо запозичення форм організації та економіко-правових механізмів, притаманних розвиненим фінансовим системам. У трансформаційних економіках фінансові інститути створювалися не у відповідь на попит на певні фінансові послуги з боку нефінансових економічних агентів, а лише тому, що в сучасній ринковій економіці такого роду установи виступають необхідним, суттєвим і невід'ємним елементом економічної структури. Однак розвинені економіки мають різноманітні системи ринкових інститутів, кожна з яких підтвердила свою ефективність, але формувалася на основі різних культурно-національних традицій і механізмів господарювання. Тому запозичення різнорідних організаційних форм і правових механізмів визначає як множинність варіантів розвитку транзитивних фінансових систем, так і потенційну внутрішню неузгодженість їх фінансової структури. Як засвідчують дослідження інституціональної економічної теорії, природного відбору ефективних інститутів не відбувається: в процесі

⁴⁸ Існує й протилежна думка, згідно з якою, накопичення заборгованості не вважається явищем, викликаним монетарними причинами [80].

"конструювання" інститутів можливе виникнення і ефективних, і неефективних норм поведінки [65, с. 5–11; 115, с. 9]. Наразі атрибутивність фінансових систем зумовлює такі характерні тенденції і властивості фінансового розвитку.

Перше – фінансові інститути атрибутивного типу не здатні повною мірою виконувати ті базові функції, які властиві такого роду установам у розвинених економіках. Ця властивість атрибутивного розвитку особливо чітко виявила себе на початкових етапах функціонування транзитивних фінансових систем. У першій половині 90-х рр. ХХ ст. комерційні банки практично не займалися традиційною банківською діяльністю. Велика кількість малих приватних банків отримувала прибуток головним чином за рахунок спекулятивних валютних операцій, які в умовах високої інфляції і валютного заміщення стали інструментом перерозподілу національного доходу на користь власників цих банків. Функціонували так звані кишенькові банки, які фактично виконували роль кредитних відділів великих підприємств, а так звані системні банки використовувалися державою як канали перерозподілу централізованих бюджетних ресурсів.

Друге – за атрибутивного розвитку виникає небезпека появи інституціонального конфлікту між узвичаєними, традиційними і новими нормами поведінки та обмеженнями. Результатом інституціонального конфлікту іноді є виникнення нежиттєздатних норм (таких як закон про банкрутство в умовах кризи неплатежів), частіше – поява інституціональних пасток, тобто неефективних сталих норм поведінки економічних суб'єктів [114, с. 11–19; 115, с. 11, 9–15]. До них належать неплатежі, бартер, корупція, уникнення податків тощо. Поширення інституціональних конфліктів у перехідних економіках коректно узгоджується з теорією запозичення правової системи, згідно з якою ступінь ефективності фактичного функціонування правових інститутів визначається їх походженням. Як свідчать Д. Берковіц, К. Пістор і Дж.-Ф. Ричард [233], ті країни, де запозичені правові системи були безпосередньо імплементовані в невідповідні їм умови (або у відповідні умови, але невідповідним чином), не змогли створити ефективної законності, а їхній вплив був деструктивним або несприятливим з погляду ефективності місцевих інститутів.

Третє – наявність атрибутивного розвитку створює не лише обмеження, але й стимули для розвитку фінансових систем шляхом розширення старих і формування нових можливостей їх функціонування. Один із важливих висновків теорії самоорганізації складних систем полягає в тому, що механізми жорсткого відбору суто ринкового типу не є єдино можливими в еволюції складних соціальних систем. Для відкритих нелінійних систем діє механізм так званого резонансного збуджування, сутність якого – стимулювання появи бажаних і, що не менш важливо, таких, що реалізуються в даному соціальному середовищі, структур [68, с. 7–8]. При становленні суспільства ринкового типу задіяння механізму резонансного збуджування забезпечує скорочення часу виходу на необхідні структури і зменшення матеріальних зусиль на їх формування, й дозволяє уникнути побудови форм соціальної організації методом сліпого відбору, багатократних спроб і помилок тощо. У перехідних економіках роль такого механізму виконує атрибутивність розвитку. Вона виступає як усвідомлена спроба копіювати і засвоювати модель ринкової поведінки. За певних умов, поєднаних з інтересами економічних агентів, атрибутивні взаємодії ведуть до створення реальних інститутів. Формування попиту на традиційні послуги фінансових інститутів, створення ринку цінних паперів, фінансова лібералізація, збільшення фінансової відкритості і конкуренція з іноземними фінансовими інститутами тощо виступають чинниками поступової зміни характеру діяльності фінансових установ, структури стимулів і реакцій економічних агентів. У цьому сенсі атрибутивність є позитивним механізмом. Вона націлена на впровадження ринкової організації фінансової системи; створює саму підставу для виникнення економічних взаємодій нового типу; визначає результат процесу "інститутоутворення". Таким чином, з погляду теорії самоорганізації атрибутивний характер розвитку транзитивних фінансових систем може трактуватися як шлях прискорення їх еволюції. Він дозволяє скоротити поступовий еволюційний шлях фінансового розвитку, скорочуючи час переходу до розвиненішої фінансової системи і ресурсні витрати на таке перетворення.

2.1.2. ТАКСОНОМІЯ ЧИННИКІВ ФІНАНСОВОГО РОЗВИТКУ ТРАНСФОРМАЦІЙНИХ ЕКОНОМІК

Базові і телеономічні чинники. Фінансова система є складною відкритою системою, виконання функцій якої залежить від низки *базових чинників*. Під базовими ми розуміємо чинники з визначеним напрямом дії, які істотним чином впливають на економічні інтереси та характер дій суб'єктів фінансової системи і динаміка яких зумовлює і видозмінює характеристики й динаміку розвитку фінансових систем. У результаті дії механізмів зворотного зв'язку системні характеристики фінансового розвитку виступають як функція від базових чинників. За характером впливу базові чинники фінансового розвитку (з урахуванням їх основних складових) можуть бути класифіковані на кілька основних груп: загальноекономічні, макроекономічні, інституціональні, міжнародні, внутрішньосистемні (табл. 2.1).

Таблиця 2.1. Класифікація базових чинників фінансового розвитку

Основні базові чинники	Основні складові базового чинника	Окремі причинно-наслідкові зв'язки
Загальноекономічні	Тип економічної системи, структура економіки, рівень і темпи економічного розвитку, структура власності	Вплив економічної динаміки, зміни відносних цін тощо на характер економічних інтересів та економічну поведінку, характер попиту на фінансові послуги тощо
Макроекономічні	Фінансова макроструктура економіки (інвестиції і заощадження, податки, валютний режим), макроекономічний розвиток (динаміка цін, відсоткових ставок, обмінних курсів, фінансової позиції), макроекономічна політика	Вплив державного боргу та ефекту витіснення, валютного режиму і характеру монетарної політики (рестриктивна, експансіоністська) на рівень фінансової глибини; вплив інфляції на рівень монетизації економіки
Інституціональні	Розвиненість правової і регуляторної структури, ступінь реформованості, якість людського капіталу	Вплив на характер фінансового мікросередовища, режим функціонування фінансової системи (фінансова репресія/фінансова лібералізація)

Закінчення табл. 2.1

Основні базові чинники	Основні складові базового чинника	Окремі причинно-наслідкові зв'язки
Зовнішні (міжнародні)	Структурні зрушення у світових фінансах, світовий фінансовий цикл, економічний цикл світової економіки, ступінь економічної і фінансової інтегрованості	Вплив характеру інтеграції внутрішньої економіки у світовий ринок, змін у торговельній політиці, зовнішніх шоків тощо на динаміку фінансового розвитку; вплив фінансової глобалізації, технологій, фінансової консолідації на характеристики фінансового розвитку
Внутрішньосистемні	Модель фінансової системи, рівень розвиненості компонентів фінансової системи, узгодженість фінансової структури	Вплив на мікроструктуру фінансових ринків, характер взаємодій у фінансовій системі

Розвиток ринку капіталу, грошового і кредитного ринків залежить від стану економіки і політики економічного розвитку. Інвестори чутливі до політичної та економічної невизначеності. Тому комбінація макроекономічної і секторальної політик, що спрямовані на підтримку фіскальної і монетарної платоспроможності, низький рівень інфляції, стійке економічне зростання тощо, – необхідні елементи створення сприятливого середовища для розвитку фінансової системи. Ефективність розміщення ресурсів визначається ціновою ефективністю ринку, в основі якої об'єктивність і повнота інформації про порівняльну привабливість фінансових активів. Політика, що суперечить ринковим сигналам, неминуче веде до створення взаємозв'язку між ступенем ризику і доходом різних інвестиційних варіантів. Це обмежує перетікання ресурсів в інвестиції з найвищою доходністю і зменшує пропозицію та попит на фінансові активи, тим самим заважаючи збалансованому розвитку фінансової системи. Основні параметри попиту і пропозиції фінансових активів визначаються системою економічних інтересів, яка, в свою чергу, зумовлена структурою власності. Домінування крупних власників стримує фінансовий розвиток, веде до спрощення структури фінансової системи. Децентралізована структура воло-

діння стимулює диверсифікованість фінансової системи і ускладненість фінансових взаємодій. Принциповими для успішного розвитку фінансових систем є правові, інфраструктурні та інші інституціональні фактори. Вони включають розвиток критичної маси регулювань, інститутів, ринків і навичок:

- достатня кількість фінансових посередників: банки, страхові компанії, пенсійні фонди, інвестиційні компанії тощо;
- достатня кількість ринкових посередників: брокери, дилери та андеррайтери;
- розвинені облікові, ревізійні (аудиторські) стандарти і стандарти розкриття інформації, які забезпечують доступність, прозорість і точність фінансової інформації для прийняття інвестиційних рішень;
- імплементація раціональної та ефективної правової і регуляторної структур, які дозволяють попередити зловживання та захистити інвесторів і, таким чином, підтримують цілісність фінансової системи і довіру інвесторів.

Вплив базових чинників на фінансовий розвиток перехідних економік безпосередньо вбудований у конкретно-історичний контекст трансформації їх соціально-економічних систем. Аналіз емпіричних закономірностей фінансового переходу дозволяє ідентифікувати конкретно-специфічні *фактори телекономічного характеру*, які визначають спрямованість та особливості процесу фінансового розвитку економік регіону. Вони обумовлені самим трансформаційним процесом і безпосередньо формують мікро- і макросередовище, яке має високий потенціал впливу на розвиток фінансової системи. До них належать: макроекономічні стартові передумови; ступінь реформованості фінансових відносин у доперехідний період; рівень і тривалість макроекономічного дисбалансу; стратегії макроекономічного коригування; тривалість і рівень безперервного спаду виробництва та темпи наступного відновлення економічного зростання; інституціональні умови; політична воля влади тощо⁴⁹. Ці чинники зумовили національну

⁴⁹ Це узгоджується з даними емпіричних досліджень, які виокремлюють такі детермінанти фінансового розвитку перехідних економік: інституціональна якість (ефективність виконання законів, права міноритарних акціонерів, рівень корупції, права власності), темпи інфляції, рівень розвитку інституціональних інвесторів, доход на душу населення: [209; 274; 311; 432; 554; 692].

специфіку застосування заходів державної економічної політики, у тому числі сформувавши напрями політики реформування фінансового сектора. У свою чергу, результати і недоліки політики фінансових реформ модифікували вплив усіх перелічених факторів. Тому системоутворюючим елементом фінансового розвитку виступає власне адекватність і послідовність реформ, спрямованих на реструктуризацію і модернізацію фінансового сектора.

Співвідношення базових і телекономічних чинників визначає загальне й особливе у розвитку транзитивних фінансових систем. Їх взаємопов'язаний вплив детермінував відмінності у масштабі і швидкості фінансових реформ та рівні й характеристиках фінансового розвитку економік регіону. Зважаючи на значну кількість і взаємопов'язаність чинників впливу на фінансовий розвиток, логічно припустити: взаємозв'язок між рівнем фінансового розвитку і означеними чинниками є нелінійним; фінансовий розвиток окремих країн має різну еластичність до чинників впливу внаслідок втручання сторонніх факторів; не всі ефекти піддаються кількісній оцінці.

Реформованість фінансової системи. Побудова динамічного ряду, який характеризує процес фінансових реформ, є проблематичною через недостатню загальну інформаційну прозорість перехідних економік і різноманітність характеристик їх фінансового переходу, котрі складно вимірювати і порівнювати. Тому як аналітичну основу аналізу перетворень у транзитивних фінансових системах ми вважаємо за доцільне використовувати індикатори реформування фінансового сектора, запроваджені ЄБРР [651]. По-перше, ЄБРР відслідковує процес становлення ринкової економіки з початку процесу трансформації, тому на їх основі можна визначити середньо- і довготермінові тенденції розвитку фінансового сектора. По-друге, індикатори переходу дають найбільш різносторонню інтегровану оцінку фінансової трансформації. Вони відображають перебіг реформування і розвитку банківської системи (у тому числі ступінь лібералізації відсоткових ставок), процес створення фондових ринків і небанківських фінансових інститутів, демонструють ступінь доведення банківських і фінансових нормативів до рівня міжнародних стандартів, ефективність дотримання цих нормативів, на-

явність процедур для рішення проблеми збанкрутілих фінансових інститутів тощо. У сукупності відповідні індикатори дозволяють прослідкувати, як була імplementована широка парадигма фінансових реформ і дають можливість простежити динаміку зміни окремих сторін процесу реформування. По-третє, в межах кожної оцінки ми отримуємо послідовну порівняльну характеристику фінансового розвитку економік регіону.

Ранжована оцінка досягнутого прогресу лібералізаційних та інституціональних реформ у фінансовому секторі економік регіону наведена в дод. 2. Динаміка реформування на основі оцінки системи параметрів відповідних індикаторів відображає чотири основні тенденції. *Перша* – реформування банківського сектора відбувається, як правило, вищими темпами, ніж реформування небанківських фінансових інститутів і фондового ринку. *Друга* – перебіг реформ у фінансовому секторі країн СНД відбувається повільнішими темпами проти інших економік перехідного регіону. Однак на початку нового століття швидкість реформ у країнах СНД дещо зросла, тоді як у країнах ЦСЄБ дещо уповільнилась. *Третя* – хід реформування фінансового сектора не є постійно висхідним. У його динаміці простежується дві хвилі: перша відноситься до середини 90-х рр. ХХ ст., вдруге процес фінансових реформ активізувався на початку ХХІ ст. Окремі країни демонструють погіршення ситуації у фінансовому секторі (Киргизія, Росія, Румунія у 1997–1999 рр.). Це знайшло своє відображення у зниженні відповідних індикаторів. *Четверта* – динаміка фінансового переходу свідчить про поступове зближення рівня реформованості фінансового сектора в межах окремих груп перехідних економік. Найвищий рівень реформованості спостерігається у країнах ЦСЄБ, проте серед них лише Угорщина наблизилася (однак не досягла) до рівня стандартів розвинених економік. Найнижчі оцінки здійснюваних перетворень у фінансовому секторі мають країни СНД, і розрив між країнами ПСЄ з їх високими темпами процесу реформ (Хорватія, Болгарія) і країнами СНД у цілому зростає. Проте слід відмітити, що ступінь реформування банківських систем окремих країн СНД (Казахстан, Україна) відповідає середньому рівню країн ПСЄ. Разом вони починають наздоганяти країни ЦСЄБ, що лідирують у цьому відношенні (Чехія, Естонія, Угорщина), з лагом приблизно в п'ять років. Меншою

мірою це стосується розвитку небанківських фінансових інститутів і фондових ринків, реформування яких у країнах СНД і ПСЄ йде повільніше. Винятком є Росія, ступінь реформованості небанківського фінансового сектора якої вищій. У результаті на сьогодні серед країн СНД виокремилася трійка лідерів – Україна, Росія і Казахстан, де динаміка і результативність фінансової трансформації вищі, ніж у решти країн субрегіону.

Подібність рівня оцінок фінансових реформ не означає тотожності стратегій реформування й рівня розвиненості фінансових систем. Навіть у країнах з вищим рівнем фінансового розвитку політика фінансових реформ була істотно різноманітною. Відмінності стосуються приватизаційних стратегій у банківській сфері, процедур реструктуризації непрацюючих кредитів, регуляторної політики щодо входу нових банків, стратегії розвитку фондового ринку, рівня і характеру інституціональних змін, стратегії фінансової лібералізації, політики входження іноземного капіталу у фінансовий сектор тощо. Залежно від характеру реформування фінансового сектора більш розвинені країни з перехідними економіками класифікуються за п'ятьма категоріями [385, р. 15–16]:

- країни, де реформи було проведено вдало (Польща, Угорщина);
- країни, змушені вдатися до модернізації (Чехія, Словенія);
- країни, що борються з подвійною спадщиною (Хорватія, Словаччина);
- країни-"відчайдушні" реформатори (Болгарія, Румунія);
- країни із затяжним кризовим розвитком (Україна, Росія).

Характеристики фінансової трансформації досліджуваних країн залежать від широкого спектру позаекономічних та економічних чинників. Серед перших – інституціональні особливості політичного процесу прийняття рішень (наприклад, природа політичної системи, характер виборчого права)⁵⁰, динаміка політичного бізнес-циклу (зокрема, наближення виборів ускладнює реформування, особливо, якщо воно веде до короткотер-

⁵⁰ Згідно з існуючими дослідженнями, пропорційні системи голосування краще слугують інтересам більшості і сприяють помірним поступовим реформам з низьким ризиком відмови від лібералізації, тоді як мажоритарні системи можуть підтримувати більш амбіційну програму реформ, але зі значним ризиком реверсів [551; 680, р. 115–116].

мінових витрат), вікова структура населення (оскільки люди похилого віку схильні сильніше дисконтувати майбутні вигоди від реформ, ніж решта населення, і тому виступають проти реформ, які пов'язані з короткотерміновими витратами для них), вивчення досвіду реформування інших країн і переоцінювання власного досвіду реформування [186] (так, негативні наслідки від попередніх заходів стримують процес подальших реформ). За інших рівних обставин початкові заходи з реформування фінансового сектора і поточні характеристики фінансового розвитку перебувають під істотним тиском загальноекономічних умов, таких як темпи економічного зростання, рівень інфляції, фіскальний дефіцит. Однозначних теоретичних припущень щодо впливу умов на впровадження реформ не існує. Згідно з однією точкою зору, складні економічні умови, особливо, економічні і фінансові кризи та повільне економічне зростання або економічний спад, стимулюють реформування, оскільки витрати від його відсутності зростають [349; 591; 648]. За протилежного підходу, реформування потребує сприятливих макроекономічних умов, оскільки при швидкому зростанні сукупного доходу витрати реформування менш обтяжливі для економіки, а його перерозподільні ефекти менш помітні. Досвід перехідних економік підтримує переважно другий підхід.

Необхідна передумова формування приватних фінансових ринків – відповідна внутрішня структура у формі мінімально розвинених ринкових інститутів. За їх відсутності виникають дисфункціональні інститути, які можуть зберігатися тривалий час і зумовлюють дестабілізаційні ефекти фінансового розвитку. На початок фінансового переходу транзитивні фінансові системи об'єднували притаманні їм подібні характерні риси: сегментована дворівнева банківська система, обмежений набір типів фінансового посередництва і фінансових інструментів, слабка конкуренція і відсутність досвіду роботи комерційних банків, відсутність обґрунтованих економічних нормативів діяльності фінансових установ тощо (табл. 2.2).

Таблиця 2.2. Спільні вихідні передумови фінансового розвитку

Сектор	Характеристика
Центральний банк	Обмежений досвід проведення монетарної політики Відсутність відповідної правової бази для діяльності центрального банку Залежність від виконавчої влади Відсутність ринкових механізмів монетарної трансмісії
Комерційні банки	Обмежена конкуренція в банківському секторі Нерозвиненість або відсутність міжбанківського ринку Відсутність досвіду управління ризиками Регульовані відсоткові ставки Надлишкова ліквідність банківської системи у поєднанні з низькою капіталізацією комерційних банків
Небанківські фінансові інститути і ринки	Відсутність ринків цінних паперів Нерозвиненість небанківських фінансових інститутів Відсутність еталонної відсоткової ставки
Макроекономічні умови	Макроекономічні дисбаланси і нестабільність: високий інфляційний тиск значний бюджетний дефіцит (включаючи державні підприємства) різке погіршення умов торгівлі високий зовнішній державний борг
Реальний сектор економіки	М'які бюджетні обмеження для підприємств Взаємні кредити і прострочена заборгованість між підприємствами Падіння реальних обсягів виробництва, спричинене різкою зміною відносних цін, скороченням зовнішньої торгівлі та ін.

Попри очевидну подібність у вихідних рівнях розвитку та організації транзитивних фінансових систем, між ними спостерігалися істотні відмінності у ступені зрілості передумов переходу до ринку і рівні наявного макроекономічного дисбалансу (табл. 2.3). В їх основі – процес часткової децентралізації і реформування, який відбувся в окремих країнах (Польща, Угорщина, колишня Югославія) до початку перехідного періоду. У реальному секторі економіки – це певний ступінь незалежності підприємств у прийнятті рішень, можливість утримувати грошові заощадження, практика торговельного кредиту, наявність відносно розвинутого приватного сектора тощо. У фінансовій сфері – це створення дворі-

вневої банківської системи (в Югославії ще в 60-х рр. XX ст., в Угорщині і Польщі в 1987–1988 рр.), лібералізація банківського регулювання (Югославія у 80-х рр.), часткова лібералізація цін (в Угорщині у 60–80-х рр.) тощо. Раннє членство в міжнародних фінансових організаціях забезпечило їм підтримку у формі додаткового фінансування при впровадженні програм структурного коригування⁵¹. Цей процес контрастував з ситуацією в решті постсоціалістичних економік (колишній Радянський Союз, Болгарія, Румунія, колишня Чехословаччина), де початкові умови фінансового розвитку були набагато менш сприятливими. Їх спільні риси: відсутність розвинених ринкових передумов, високий ступінь централізації економічних рішень, заборона комерційного кредиту тощо [319, р. 4]. Процес реформування фінансового сектора в цих країнах розпочався після запровадження політичних реформ. У багатьох з них виникла необхідність створення національних платіжних засобів. Ці початкові відмінності заклали основу для розбіжностей у характері реформування фінансового сектора і дивергенції фінансового розвитку.

Таблиця 2.3. Відмінності в початкових умовах фінансових реформ

Ринкові передумови	Макроекономічний дисбаланс	
	Низький	Високий
Розвинені	Угорщина	Польща, Югославія
Нерозвинені	Чехословаччина	СРСР, Болгарія, Румунія

Однопорядковий чинник – зміни економічного середовища і характеру економічних взаємодій в умовах трансформації. Лібералізація цін і ринкові реформи стали головним структурним шоком для перехідних економік. Характер загальної економічної лібералізації та її результативність детермінували політику фінансових реформ. Економічна лібералізація була спрямована на подолання двох фундаментальних проблем централізованої економіки – викривленої системи стимулів і нестачі інформації. Пакет лібералізації охоплював три напрями: цінова лібералізація,

⁵¹ Угорщина, Польща, Румунія та Югославія стали членами МВФ до початку перехідного періоду. Румунія мала обмежені відносини з МВФ до 1997 р., коли в цій країні розпочалося радикальні реформи.

лібералізація зовнішньої торгівлі і валютного режиму. Найважливіший позитивний результат економічної лібералізації довготермінового характеру – прогресивні зрушення в структурі ВВП і зовнішньої торгівлі, перехід до (переважно) ринкової системи розподілу ресурсів, розвиток приватного сектора, переорієнтація підприємств на споживчий попит, що змусило їх розподіляти продукцію відповідно до зміни цінових сигналів тощо. Натомість з погляду фінансового розвитку суттєвими є два взаємопов'язані негативні ефекти, спричинені політикою економічної лібералізації. Перший – більшість економік регіону успадкувала значні запаси грошових залишків на депозитних рахунках, які в умовах лібералізації цін спричинили високу інфляцію майже в усіх країнах. Другий ефект – значне падіння рівня життя, наслідком чого стало стрімке скорочення заощаджень населення. Об'єднаний результат цих ефектів – різке звуження можливостей для фінансового посередництва. За вихідних структурних диспропорцій збільшення ступеня невизначеності і монетарної нестабільності унеможлиблює проведення фінансових реформ, тому більш нестабільні монетарні умови пов'язані з більш повільною та непослідовною політикою реформування фінансового сектора (Росія, Україна, Румунія) і супроводжувались фінансовими кризами (країни Балтії, Болгарія, Росія). У всіх країнах економіка відреагувала на прискорення інфляції і наступну монетарну стабілізацію зменшенням реального кредиту і демонетизацією економіки, ростом заборгованості і бартерних угод. Однак внаслідок відмінностей у ступені зрілості ринкових передумов і характеристиках реформування подальший фінансовий розвиток набув різних форм.

Функціонування фінансової системи базується на децентралізованому прийнятті рішень економічними агентами. Чим більш ринкова і децентралізована економічна система, тим більш можливі фінансовий розвиток. Після початкової "бартерно-боргової" реакції у багатьох країнах ЦСЄ заборгованість між підприємствами трансформувалася в розвиток ринку торговельного кредиту. У решті країн політика ринкових реформ спричинила "інституціональний шок". Він виявився у формі розвитку дисфункціональних технологій платежів, які породили феномен негрошового посередництва. Як результат, у країнах СНД і деяких країнах ПСЄ сформувалася квазіфінансова система (квазіфінансова форма фінансового дуалізму), що в кінцевому рахунку привело

до квазірівноважного розвитку економічної системи (рівновага за низького рівня монетизації [288, р. 801; 319, р. 12–20]. Негрошове посередництво – альтернативне джерело фінансування оборотного капіталу для підприємств. За його умов навіть істотне короткотермінове скорочення банківського фінансування і збільшення його вартості мають "приглушений" вплив на економіку проти аналогічного шоку в грошовій фінансовій системі. У результаті негрошове посередництво не лише витісняє фінансове посередництво, але й дестимулює реформування фінансового сектора. Показовий приклад дії цього фактора уповільнення фінансового розвитку – Україна, яка у 90-х рр. значно відставала в трансформації національної банківської системи не лише від найбільш розвинених країн ЦСЄБ, а й навіть від таких малорозвинених пострадянських країн, як Вірменія, Грузія і Киргизія.

Фінансовий розвиток практично всіх економік регіону (за винятком Польщі, де пік спаду припадає на 80-ті рр.) відбувався на тлі різкого скорочення обсягів виробництва. Відновлення економічного зростання, як правило, розпочиналося після трьох років цілеспрямованої економічної лібералізації. Його динаміка була нестабільною – періоди зростання усувались новим падінням виробництва (Албанія 1997 р., Болгарія 1996–1997 рр., Македонія 2001 р., Молдова 1998–1999 рр., Росія 1998 р., Румунія 1997–1999 рр.). Найдовший спад тривав в Україні. Досягнення доперехідного рівня ВВП 1989–1990 рр. відбулося наприкінці 90-х рр. лише в п'яти країнах ЦСЄ, тоді як у п'яти країнах СНД цей процес триває (табл. 2.4). У трансформаційних економіках динаміка розвитку реального сектора незмінно є первинною щодо динаміки фінансового розвитку. Більш повільне економічне піднесення після пролонгованого періоду негативного зростання супроводжувалося непослідовними фінансовими реформами та уповільненим фінансовим розвитком (Росія, Україна, Молдова, Таджикистан). Країни, де кількість років безперервного спаду виробництва була відносно меншою, у середньому мали тенденцію здійснювати більш зважену стратегію фінансових реформ і мають більший розмір фінансового сектора (Польща, Словенія, Чехія, Угорщина).

Таблиця 2.4. Кумулятивний спад виробництва і його відновлення в перехідних економіках
(складено і розраховано за [652, р. 38; 655, р. 32; 656; 701])

Країни	Тривалість безперервного спаду, роки	Кумулятивний спад, %, 1990-1999 рр.	Середньорічні темпи зростання ВВП, %		Індекс реального ВВП		
			1990-2000 рр.	2001-2007 рр.	1999 (1990 р. = 100)	2003 (1989 р. = 100)	2007 (1989 р. = 100)
ЦСЄБ							
Естонія	5	35	-0,5	8,5	80	102	155
Латвія	6	51	-3,4	9,0	58	83	125
Литва	5	44	-3,1	7,9	66	84	116
Польща	2	6	4,6	4,0	141	135	169
Словаччина	4	23	2,1	6,2	104	114	154
Словенія	3	14	2,7	4,3	113	120	149
Угорщина	4	15	1,5	3,8	105	115	135
Чехія	3	12	0,9	4,3	97	108	136
ПСЄ							
Албанія	3	33	3,3	5,7	102	129	152
Болгарія	4	16	-2,1	5,6	78	84	107
Румунія	3	21	-0,7	6,1	80	92	120
Хорватія	4	36	0,6	4,9	84	91	111
СНД							
Азербайджан	6	60	-6,3	17,2	53	71	160
Білорусь	6	35	-1,6	7,9	82	100	146
Вірменія	4	63	-1,9	12,6	50	89	144
Грузія	5	78	-13,0	8,3	29	41	60

Закінчення табл. 2.4

Країни	Тривалість безперервного спаду, роки	Кумулятивний спад, %, 1990-1999 рр.	Середньорічні темпи зростання ВВП, %		Індекс реального ВВП		
			1990-2000 рр.	2001-2007 рр.	1999 (1990 р. = 100)	2003 (1989 р. = 100)	2007 (1989 р. = 100)
Казахстан	6	41	-4,1	10,1	60	94	136
Киргизія	6	50	-4,1	4,3	62	75	95
Молдова	7	63	-9,7	6,2	34	41	51
Росія	7	40	-4,8	6,6	59	77	102
Таджикистан	7	50	-10,4	8,8	56	62	56
Туркменістан	8	48	-4,8	14,4	63	105	198
Україна	10	59	-9,3	7,7	41	51	68
Узбекистан	6	18	-0,5	6,3	93	107	150

2.1.3. МІЖНАРОДНІ ЧИННИКИ: РОЛЬ ІНТЕГРАЦІЇ ДО ЄС

Теоретично, міжнародні чинники впливають на характеристики і динаміку фінансового розвитку через тиск у контексті міжнародних угод, несприятливий вплив реформ за кордоном на міжнародну конкурентоспроможність національної фінансової системи, вивчення досвіду більш досвідчених реформаторів тощо. Можна очікувати тиску в напрямі реформування і через вимоги процесу фінансової інтеграції. Більш відкриті економіки мають тенденцію до активізації реформування, оскільки відкритість збільшує витрати, викликані відсутністю реформ. Приміром, зростання інтегрованості збільшує вразливість країни до зовнішніх шоків. Нереформована фінансова система (і як наслідок економіка) наражається на більші витрати у разі криз, ніж реформована. Для перехідних економік найбільш очевидно дія зовнішніх чинників виявилася через вплив міжнародних організацій на стратегію фінансового переходу і стимули до реформування через приєднання до ЄС.

Детермінованість процесу фінансового розвитку перехідних економік політикою міжнародних фінансових організацій зумовлена не лише тим, що МВФ або Світовий банк могли впливати на рішення уряду тієї чи іншої країни щодо застосування тих чи інших економічних заходів (особливо на початковому етапі) і надавати фінансову і технічну допомогу у сфері розвитку фінансового сектора. Більш важливим є те, що вони визначали загальний контекст прийняття рішень, який базувався на так званому Вашингтонському консенсусі, в межах якого лібералізація розглядалася як першочергова мета економічних реформ і ключовий елемент трансформації соціальної та економічної структури перехідних економік. "...Невідкладними кроками є лібералізація і стабілізація економіки, – відзначається в щорічному звіті Світового банку про світовий розвиток, – за їхньою допомогою можна вирішити багато завдань навіть за відсутності інших складових ефективної ринкової системи." Тому вони "можуть і мають бути здійснені на початкових етапах перехідного процесу." А вже "в більш довготерміновій перспективі потрібні будуть інституціональні перетворення – встановлення чітких прав власності, створення оптимальної правової та фінансової інфраструктури і реорганізація державного апарату" [105, с. 28]. Відповідно визначена

послідовність реформування в комбінації з ігноруванням специфіки умов постсоціалістичних країн зумовила штучність рекомендованих стратегій економічного розвитку й очевидну неспроможність розробки адекватної моделі фінансового переходу.

Не аналізуючи теоретичну необґрунтованість ортодоксальної ліберальної політики реформ Вашингтонського консенсусу, яка на сьогодні є визнаною, зауважимо, що помилковість стратегії міжнародних фінансових організацій щодо трансформаційних економік має певною мірою об'єктивний характер. До появи країн з перехідними економіками спеціалісти з фінансової економіки ні в теорії, ні на практиці не зіштовхувалися з такою різнобічною проблемою, як створення і комплексне реформування національних фінансових систем. Як зазначали дослідження МБРР початку 90-х рр. XX ст., досвід Світового банку щодо окремих країн включав лише діагноз і шляхи вирішення обмеженої кількості специфічних проблем, а також внесення деяких змін у вже функціонуючі фінансові системи [502, р. 1]. Тому проблеми, які постали перед міжнародними фінансовими інституціями в перехідних економіках, перебували поза межами їхніх теоретичних досліджень та попереднього досвіду роботи. Структурні зрушення у функціонуванні зрілих фінансових систем і світовому фінансовому середовищі стали додатковим чинником, який визначив відомі зміни характеру фінансового розвитку і потребував зміни стратегії міжнародних фінансових організацій. У результаті водночас з процесом трансформації постсоціалістичних країн відбувалася трансформація підходів і позицій міжнародних фінансових інституцій, зміна їх розуміння власної ролі у фінансовому розвитку.

У цьому сенсі слід відзначити подвійну роль міжнародних фінансових організацій у розвитку транзитивних фінансових систем, яка виявилася у двох суперечливих і різнонаправлених за характером дії та практичними наслідками тенденціях. З одного боку, це стимулюючий вплив на швидкість і спрямованість процесу реформування фінансової сфери: впровадження монетарної і валютної політики, розвиток банківського нагляду і регулювання, функціонування грошових ринків і ринків державних цінних паперів, організації платіжних систем (МВФ), реструктуризація і консолідація банківського сектора, впровадження у банках міжнародних стандартів бухгалтерського обліку, реформа системи пруденційного регулювання і перехід до Базельських принципів (МБРР). З іншого

боку, це обумовленість загальної ідеології реформування фінансового сектора за відсутності адекватної моделі управління процесом фінансового розвитку, що значною мірою визначило практичну невідповідність стратегії формування фінансового сектора потребам реальної економіки і неузгодженість характеристик фінансового мікросередовища з потребами фінансового розвитку.

Натомість спрямованість на членство у ЄС стала вирішальним каталізатором інтенсифікації фінансового розвитку країн ЦСЄБ⁵². Серед усієї сукупності ефектів приєднання до ЄС, можна визначити кілька напрямів такої інтенсифікації. По-перше, процедура, яка веде до членства у ЄС, слугує спрямовуючим стимулом певних структурних та інституціональних змін. Головне правило вступу – політична зумовленість інтеграції, тобто необхідність виконання вимог щодо політики, з чітко заданими економічними орієнтирами (кількісні критерії вступу) – зобов'язувало країни-кандидати до послідовного й логічного процесу прийняття визначених рішень. Структурні зміни при цьому форсуються, що має сильний вплив на впроваджувану країною політику. По-друге, перспектива вступу до ЄС стала "маяком" і своєрідним зовнішнім обмеженням стратегії формування політики фінансового розвитку. Це стосується як характеру впровадження політики – фіскальної, монетарної, валютної тощо⁵³, так і прийняття законо-

⁵² Десять країн з перехідною економікою – Болгарія, Латвія, Литва, Польща, Румунія, Словаччина, Словенія, Угорщина, Чехія, Естонія – стали асоційованими членами ЄС до 1996 р. У березні 1998 р. п'ять з них – Польща, Словенія, Угорщина, Чехія та Естонія – розпочали переговори про повне членство в ЄС.

⁵³ Приміром, здатність впровадити євро – частина першочергових вимог вступу до ЄС. На відміну від інших європейських країн (приміром, Великобританії або Данії), перехідні економіки, що приєднуються, не мають права залишатися країнами-аутсайдерами зони євро. Як тільки вони досягнуть рівня конвергенції, що задовольняє Маастрихським критеріям, вони мають стати членами ЄВС і ввести євро. До того часу діє механізм регулювання валютних курсів між євро і валютами країн-аутсайдерів, введений з 1 січня 1999 р. і відомий як Механізм обмінних курсів II (МОК-2). Згідно з резолюцією Ради ЄС від 1997 р., що визначила принципи і фундаментальні основи МОК-2, участь у цьому механізмі є добровільною для країн-членів, що не входять до зони євро. Проте для країн, що приєднуються, участь у МОК-2 (принаймні протягом двох років із дотриманням допустимої межі коливання валютного курсу) є одним із критеріїв, які по-

давства у сфері фінансових послуг, орієнтованого на вимоги ЄС. Зустрічна тенденція – намагання фінансової влади ЄС утримувати під жорстким наглядом фінансовий розвиток країн-кандидатів з огляду на те, що інтеграція перехідних економік до ЄС веде до зростаючої конкуренції між банками та іншими фінансовими інститутами. Із боку ЄЦБ такий моніторинг було зведено до шести основних напрямів: номінальне і реальне зближення, пристосування валютного курсу, зміцнення банківського і фінансового секторів, стратегії і проведення монетарної політики, лібералізація рахунку руху капіталів, питання центрального банку та інфраструктури [146, с. 254, 257]. Особливо важливим у цьому контексті завданням вважалося формування стійкої та ефективної фінансової системи. Отже, певною мірою економіки ЦСЄБ – приклад країн, що формували фінансові системи під тиском ззовні. По-третє, важливою складовою трансформації фінансового сектора країн ЦСЄБ стало зростання ринкових взаємозв'язків із фінансовими інститутами і ринками країн ЄС. Це вплинуло на фінансовий розвиток через розширення торговельно-економічних зв'язків і через полегшення доступу урядів, банків і корпорацій до міжнародного фінансування. ЄС став найбільш важливим партнером у спрямуванні економічних і фінансових потоків, структурі володіння зовнішніми активами і зобов'язаннями цих економік. Це стимулювало виконання структурних та інституціональних вимог, необхідних для того, щоб їх фінансовий сектор міг подолати конкурентний тиск і відповідав європейським стандартам. Посилення інтеграції з більш розвиненими європейськими країнами дозволило країнам-кандидатам залучати іноземні заощадження для фінансування реальних інвестицій та іноземний капітал у фінансовий сектор, що забезпечило можливість значно швидшого фінансового розвитку проти інших перехідних економік. Четвертий напрямок – фінансування з боку ЄС. Таке фінансування розпочалося з 1990 р., а найважливіший його напрямок – програми допомоги, призначені сприяти країнам-

трібно задовольнити для введення євро. Відповідно до МОК-2 значення центральних валютних курсів країн-аутсайдерів до євро встановлюється індивідуально з допустимими межами коливання +/- 15 %. Відхилення, що перевищує 15 % від центрального курсу, передбачає застосування коригуючих заходів у вигляді спільних інтервенцій на валютних ринках.

кандидатам досягти необхідного рівня розвитку в різних сферах: адміністративна і судова реформи, сільське і рибне господарство, регіональна і структурна політика, соціальна політика і зайнятість, посилення внутрішнього ринку і стимулювання конкуренції тощо. Надходження відповідних коштів істотно зменшило навантаження на державні бюджети країн-кандидатів і сприяло усуненню фінансових обмежень внутрішнього економічного розвитку. Фактично, вони не лише стимулювали структурні та інституціональні перетворення, а й фінансували перехід до ринкової економіки⁵⁴. Додаткове джерело надходження фінансових ресурсів – фінансування ЄБРР. Відповідним прикладом може бути започаткована ЄБРР програма розвитку торгівлі для країн ЦСЄ, спрямована на гарантування угод з фінансування торгівлі. Згідно з нею спочатку забезпечувалося 80 % покриття таких угод, з 1999 р. – 100 %. Враховуючи, що за умовами даної програми ЄБРР співробітничав не лише з західними банками або їх філіями у ЦСЄ, а й з місцевими банками, очевидно, що така фінансова підтримка стимулювала розвиток банківського сектора країн-реципієнтів [25, с. 30]. На практиці це означає, що характер трансформації фінансового сектора країн-кандидатів значною мірою задавався процесом інтеграції до ЄС.

У результаті євроінтеграційних процесів, які поділили економіку перехідного регіону на дві групи – члени і не члени ЄС, сучасний розвиток транзитивних фінансових систем визначається відмінними чинниками та стимулами і набуває різних форм. Розвиток фінансових систем країн, що набули членства в ЄС, спрямовується передусім процесом фінансової інтеграції в межах ЄС. Процес створення єдиного ринку фінансових послуг в ЄС вимагає від них адаптації стратегії фінансового розвитку відповідно до нових можливостей та обмежень, які задаються: 1) необхідністю гармонізації з іншими країнами ЄС у всіх сферах фінансової діяльності (регулювання і нагляд, кліринг і розрахунки, платіжні і торговельні системи тощо); 2) взаємною відкритістю економік ЄС. Дія цього чинника визначає спільність процесів у сфері фінансового розвитку розвинених і транзитивних країн-членів ЄС – удосконалення диверсифікації фінансових та інвестиційних варіантів, зміна природи діяльності фінансових інститутів та їх конкурентного середовища, регіональна консолідація фінансових структур, зростання ризиків, зумовлених вільним рухом транскордонних потоків капіталу тощо. Інші перехідні економіки позбавлені такого обмежувального і водночас стимулюючого фактора впровадження радикальних і фундаментальних реформ на всіх рівнях. Їхній розвиток спрямовується внутрішньо керованими чинниками. Ймовірно, це одна з важливих причин їх відносно повільнішої трансформації, навіть не враховуючи того, що розширення ЄС несло негативні наслідки для цих економік, у тому числі й фінансового характеру⁵⁵.

2.1.4. ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВОГО СЕРЕДОВИЩА: ВИМОГИ ТА ОБМЕЖЕННЯ

Аналіз фінансового розвитку з початку переходу вказує, що інституціональна підтримка фінансових посередників і ринків мала тенденцію до розвитку лише після здійснення лібералізації і приватизації. Інституціональні зміни, в свою чергу, склали основу для подальшого фінансового поглиблення. Це дає можливість функціонального розподілу фінансового розвитку на три фази: 1) початкова (структурна) фаза; 2) інституціональна фаза; 3) фаза фінансового поглиблення. Перша була пріоритетною на ранніх стадіях переходу і фокусувалася на проблемах створення приватних фінансових установ, лібералізації, приватизації тощо. Друга, і порівняно більш складна фаза, пов'язана з формуванням інститутів, що підтримують ринок, і включає конкурентну політику, реструктуризацію банків, розвиток небанківських фінансових інститутів, інфраструктурні реформи тощо. Третя фаза представляє собою власне розвиток фінансової системи. Така ідеологія визначила інституціональні обмеження фінансового розвитку перехідних економік. Вони пов'язані зі взаємозалежністю моделей поведінки економічних агентів та інститутів, які визначають

⁵⁴ Технічна і фінансова підтримка ЄС включала специфічні програми для країн, що приєднуються (PHARE, SAPARD, ISPA та ін.), і пряму допомогу інститутів ЄС (Європейська економічна комісія, Європейський парламент, Європейський центральний банк).

⁵⁵ За оцінками, втрати України від розширення ЄС оцінюються на рівні 249,0–349,2 млн дол. США [121].

структуру стимулів у процесі економічних взаємодій. Через вплив на структуру поведінкових стимулів і безпосередні умови функціонування фінансової системи, інституціональні зміни можна трактувати як ключовий елемент фінансового мікросередовища (або середовища у вузькому розумінні).

Існує три основні елементи, які характеризують середовище здійснення фінансових операцій і впливають на стимули фінансових суб'єктів: 1) ринкова структура і доступність фінансових інструментів (РСФІ); 2) державна мережа безпеки фінансового сектора (МФБ); 3) правова і регуляторна структура (ПРС) [296, р. 9–11]. За Дж. Шаєм і Б. Джонстоном, серед усіх можливих комбінацій наведених елементів, на практиці більшість фінансових систем світу відносяться до однієї з категорій, що представлені в табл. 2.5.

Таблиця 2.5. Інституціональна структура фінансового мікросередовища

(складено і адаптовано за [296, р. 11])

Комбінація елементів мікросередовища	Категорія фінансової системи	Приклад
Усі три елементи (РСФІ, ПРС, МФБ) відіграють однакову провідну роль	(1) – найбільш розвинені фінансові системи, проте з різним ступенем важливості державної мережі безпеки фінансового сектора	Розвинені країни
Тільки РСФІ відіграє важливу роль, ПРС та МФБ недостатньо розвинені	(2) – нещодавно лібералізовані фінансові системи і лібералізовані фінансові системи, які зазнають нестачі фінансових ресурсів для надання урядових гарантій	Країни СНД кінця 90-х рр. і більш бідні країни, що розвиваються
Тільки РСФІ і МФБ відіграють головну роль, ПРС є нерозвинутою	(3) – лібералізовані фінансові системи з безперервною значною урядовою участю, але слабкими правовими і регуляторними системами	Країни Азії до валютних криз
Тільки МФБ відіграє головну роль, РСФІ і ПРС відсутні	(4) – економіки з нелібералізованими фінансовими системами, які покладаються великою мірою на установи у власності держави і прями інструменти	Країни з перехідними економіками початку 90-х рр.

Упродовж трансформаційного періоду фінансові системи перехідних економік суттєво еволюціонували. Початково це були економіки з нелібералізованими фінансовими системами, де важливу роль у розміщенні кредиту відіграють державні банки, обмежуючи роль конкуренції (категорія 4). Поширені явні і неявні урядові гарантії банкам і корпоративним позичальникам у формі кредитних ліній і зобов'язань щодо відшкодування збитків. Такі гарантії сприяли скороченню моніторингової діяльності наглядових органів і кредиторів та створювали негативні стимули для банків (брати додаткові ризики в кредитуванні) і підприємств (накопичувати борги). Сьогодні переважна більшість трансформаційних економік належить до категорії, характерними ознаками якої є лібералізованість здійснення операцій, зростання конкуренції на фінансових ринках при низькій інформаційній прозорості, недосконала якість примусового виконання законів і контрактів, висока ринкова концентрація, недостатньо сформована мікроекономічна структура мережі фінансової безпеки тощо (категорія 3). Фрагментованість і повільність інституціональних реформ у таких базових сферах, як права власності і механізми, що забезпечують реалізацію цих прав, виступають головним інструментом затримки у формуванні адекватного фінансового середовища і формують розрив між фактичним і потенційним рівнями фінансового розвитку.

Масштаби інституціональних змін, які задають безпосередні умови функціонування фінансової системи, відрізняються у різних країнах. На відміну від більшості країн ЦСЄБ, динаміка інституціональних реформ (у термінах забезпечення кредитними реєстрами, захисту прав кредиторів, рівності прав акціонерів тощо) є уповільненою в більшості економік СНД і ПСЄ. Відсутність публічних кредитних реєстрів або приватних кредитних бюро (країни СНД) не дозволяє мінімізувати асиметричність інформації й опортуністичність поведінки боржників, отже, зменшити ризики фінансових угод. Дещо меншою мірою це стосується країн ПСЄ. Ефективність механізмів забезпечення угод також значно змінюється в межах перехідного регіону (табл. 2.6). У цілому країни ЦСЄБ і ПСЄ мають кращі системи забезпечення угод, вищі норми відшкодування позик при дефолтах, ніж країни СНД, навіть з урахуванням недосконалості таких систем у Хорватії, Чехії, Естонії, Словенії [655, р. 48]. Завдяки цьому у країнах ЦСЄБ формується більш динамічна система координації економічних відносин, яка в кінцевому рахунку означає більш стійке фінансове поглиблення.

Таблиця 2.6. Системи забезпечення угод у країнах з перехідною економікою [655, р. 49]

Непрацюючі системи забезпечення угод	Неефективні системи забезпечення угод	Сучасні системи забезпечення угод з окремими вадами	Просунуті сучасні системи забезпечення угод
Азербайджан Білорусь Вірменія Грузія Росія Таджикистан Туркменистан Узбекистан	Хорватія Чехія Естонія Казахстан Словенія	Боснія і Герцеговина Македонія Киргизія Молдова Польща Сербія Україна	Албанія Болгарія Угорщина Латвія Литва Румунія Словаччина

Сформовані характеристики фінансового мікросередовища генерують специфічну структуру стимулів економічної поведінки суб'єктів фінансової системи. Серед існуючих обмежень на структуру стимулів найбільше впливають олігополістична природа фінансової системи, якість примусового виконання контрактів, ступінь ефективності державного регулювання, історично сформована модель економічної поведінки.

Внаслідок олігополістичної природи транзитивних фінансових систем ринкова дисципліна відіграє незначну роль, а домогосподарства і корпорації мають у розпорядженні обмежений вибір надійних фінансових інструментів для запозичення і розміщення заощаджень. Це обмежує розвиток конкурентного ринкового середовища і створює негативні поведінкові стимули. При нестачі надійних інструментів для заощадження й інвестування економічні агенти можуть дотримуватися кількох стратегій: 1) збільшення витрат, що на макроекономічному рівні веде до зростання споживання і нижчої норми заощаджень; 2) інвестування за кордон, що викликає відтік капіталу і зменшення обсягу заощаджень, доступних для фінансування внутрішніх інвестицій; 3) утримання грошей поза банківською системою, що призводить до меншого обсягу заощаджень, які доступні для фінансування офіційної економіки.

Фінансове регулювання в перехідних економіках обмежене переважно правовою і регуляторною структурами і меншою мірою фокусується на ролі корпоративного управління і механізмах

правозастосування, особливо в країнах СНД. Однак ефективність правової основи залежить від двох параметрів – якості законів і якості їх виконання. Навіть при досконалій законодавчій системі, неефективна якість примусового виконання законів і контрактів не здатна забезпечити захист інвесторів проти експропріації інсайдерами, унеможливити втрату майнових прав тощо. Слабкість судової системи веде до тривалості правових процедур при борговому дефолті, банкрутстві або ліквідації фінансових і нефінансових фірм. Відсутність реальної незалежності заважає контролюючим органам здійснювати ефективний моніторинг фінансових установ для усунення морального ризику і несприятливого відбору. Корумпований уряд продукує суспільну політику, яка надає банкам і боржникам неправильні стимули [296, р. 10–11]. У сукупності це перешкоджає зростанню фінансової системи. З цієї причини перехідні економіки з відносно розвиненішою правовою структурою і вищою якістю примусового виконання в тенденції мають більш розвинені ринки капіталу і кредитні ринки.

Структура стимулів у транзитивних фінансових системах модифікується під впливом поведінкової реакції учасників фінансової системи на ринкові сигнали, яка обумовлена історично визначеними інституціональними настановами і минулим досвідом. При цьому можна говорити про два ефекти. Перший може бути узагальнений своєрідним "поведінковим коефіцієнтом", який відображає еластичність економічних суб'єктів до ринкових сигналів і таким чином модифікує конфігурацію системи стимулів, доповнюючи або заміщуючи їх. Залежно від ступеня еластичності суб'єкти фінансової системи здатні "спрацьовувати" відповідно до ринкових правил (адекватний тип поведінки) або не реагують на них (неринковий тип поведінки). Рівень поведінкової еластичності впливає на передатний механізм регулювання фінансової системи і характер упровадження реформ. За низької еластичності (приміром, через корумповане середовище, низьку довіру до уряду і фінансової системи) навіть дуже ефективні політичні заходи, спрямовані на регулювання фінансового ринку, спрацьовувати не можуть. Низька еластичність (неринкова реакція) до ринкових сигналів деформує характеристики фінансового посередництва й обмежує його рівень. Ілюстрацією такого ефекту є розподіл заощаджень, зокрема, утримання їх поза межами фінансової системи навіть при достатньо високих відсоткових ставках і розширенні спектра фі-

нансових інструментів проти початку 90-х рр. Зберігання грошей поза банківською системою визначає низький рівень банківських пасивів і, відповідно, задає низький рівень посередництва і збільшення вразливості фінансової системи до шоків (таких як боргова криза, валютно-курсова динаміка тощо).

Другий ефект – "помилкові" стереотипні способи поведінки економічних суб'єктів, зумовлені відсутністю належних соціальних норм і культури бізнесу, які не лише заважають укладанню або виконанню конкретних фінансових контрактів, а й виступають чинником уповільнення розвитку фінансової системи. Як зазначає С. Хедлунд, економічним суб'єктам у пострадянських країнах, які сформувалися історично в умовах антиринкової спрямованості соціалістичної економічної системи, притаманні: неприйняття правил і пов'язана з цим загальнопоширена практика відходу від правил (яка веде до збільшення доходу); відношення до держави як до ворожої сили і сприйняття закону як інструменту в руках владних структур [166, с. 18]. У будь-якому випадку результатом є зменшення здатності держави забезпечувати результативність реформування економічної системи і формування соціально ірраціональної або навіть асоціальної поведінки економічних агентів, яка виявляється у "тінізації" економічної діяльності, криміналізації, "скупівлі держави"⁵⁶ тощо. Виникає тісний взаємозв'язок між економічною поведінкою інвесторів, позичальників, фінансових посередників, з одного боку, і рівнем розвитку та ефективністю функціонування фінансової системи – з іншого.

У зв'язку з такими обмеженнями принципово важливою є роль держави у формуванні безпосередніх умов функціонування фінансової системи. Суто теоретично, головний її внесок у фінансовий розвиток – створення середовища, сприятливого для ефективного функціонування фінансових суб'єктів, яке визначається трьома компонентами: конкуренція, регулювання, інформація. Існує два підходи до вирішення цього завдання. Згідно з одним, держава зосереджується лише на формуванні загальних законів функціонування фінансового сектора і здійсненні нагляду за фі-

⁵⁶ "Скупівля держави" трактується як намагання компаній впливати на законодавчу і судову системи, на закони, норми і положення шляхом надання приватними особами хабарів урядовим чиновникам [20, с. 23].

нансовими інститутами. Згідно з альтернативним підходом, йдеться не тільки про систему фінансового регулювання і нагляду, а й про систему фінансових і нефінансових заходів стимулювання певної поведінки фінансових інститутів і внутрішніх механізмів їх функціонування для забезпечення розподілу капіталу у сферу високоефективних інвестицій. Хоч ці теоретичні принципи не суперечливі, фактична реалізація управління фінансовим розвитком трансформаційних економік зазнає ускладнень та обмежень через такі основні причини.

По-перше, створення ефективного фінансового сектора – тільки одна з кількох цілей держави і серед цих цілей можливі альтернативи і конфлікти. У цьому контексті особливість країн з перехідною економікою полягає в тому, що з самого початку формування фінансової системи держава постійно намагалася використовувати її як інструмент досягнення певних політичних цілей з промислового і макроекономічного розвитку. Короткотермінові політичні міркування часто мали пріоритет над необхідністю створення незалежного, розвиненого фінансового сектора.

По-друге, зорієнтованість регульовальної і мікроекономічної фінансової політики на сприяння ринковій конкуренції відповідає тільки таким системам, які не наражаються на фінансові кризи і функціонують в умовах високорозвиненого регулюючого середовища. Для нерозвинених фінансових систем, які перебувають у стані формування, зміст, спрямованість і способи відповідної політики модифікуються. Створення умов для ефективної конкуренції на фінансових ринках вимагає скоординованої та обґрунтованої державної політики щодо фінансового розвитку на всіх рівнях: уникнення методів і політики, що ведуть до деформацій відсоткових ставок і надмірної вартості посередництва; розробки і реалізації стратегії реформування, яка враховує ресурсні обмеження і взаємні ефекти існуючих економічних викривлень і таким чином забезпечує виключення квазіоптимальних взаємодій; усунення інституціональних обмежень і забезпечення необхідної інфраструктури (тобто розробка адекватного пруденційного регулювання, встановлення правової структури прав власності, розвиток підтримуючих професій тощо); здійснення чітко спланованої системи мікроекономічних заходів, що охоплюють як реструктуризацію окремих фінансових інститутів, так і загальну широкомасштабну програму реформування фінансового сектора

в цілому. Для трансформаційних економік при цьому питання стоїть не тільки про те, яким чином впливати на інститути фінансового сектора, а й про те, якою має бути фінансова система, наскільки узгоджені між собою її структурні елементи і якого роду політика потрібна, щоб досягти цієї узгодженості. Ці вимоги в перехідних економіках виконані не були.

По-третє, традиційно більшість рекомендацій щодо формування політики у фінансовому секторі неявно припускає, що уряд прагне досягнення суспільного добробуту. При цьому ігнорується як система стимулів (що породжує конфлікт інтересів), з якою стикаються політики, так і політичні структури, в межах яких вони діють. У реальності уряди реагують на різні інтереси, найбільшою мірою – на інтереси тих, хто надає їм політичну й фінансову підтримку. Особлива модель взаємодії між державою (органами державного управління) та економічними суб'єктами, які зосереджують основну частину грошових ресурсів в економіці (великий бізнес), створює неформальні форми координації, спрямовані на підтримку приватних інтересів. Приватні інтереси державних чиновників, що приймають рішення, можуть породжувати і підтримувати викривлені стимули у фінансовому секторі, які ведуть до криз і відволікання ресурсів фінансових установ, що перебувають під контролем держави, на досягнення політичних або особистих цілей [154, с. 146]. З цього погляду, політика регулювання стає підпорядкованою більшою мірою приватним груповим інтересам, а не інтересам розвитку фінансової системи. Формується дисфункціональний за суттю управлінський підхід, коли органи офіційної фінансової влади підпадають під вплив тих, чия діяльність вони мають регулювати. За таких умов проведення адекватної фінансової політики, якщо вона суперечить цілям приватних групових інтересів, неможливе. Присутність цього ефекту в перехідних економіках підтверджується тим, що у багатьох країнах (насамперед СНД) фінансові реформи значною мірою визначалися представниками різних груп інтересів, які відігравали значну роль у формуванні державної політики⁵⁷.

⁵⁷ У Росії, наприклад, це регіональні й секторальні групи інтересів, які впливали на законодавство, встановлюючи податкові тарифи і контролюючи операції з іноземною валютою [78, с. 17].

Зрештою, вихідний пункт цільового створення державою умов функціонування фінансової системи – визначення такої стратегії управління процесом фінансового розвитку, яка безпосередньо інтегрує інституціональні чинники. Світовий досвід не дає універсальної, придатної для різних країн, концепції інституціональної структури та етапності інституціональних реформ [137, с. 5, 26]. Це вимагає від кожної країни вироблення конкретної стратегії формування відповідних інститутів з урахуванням її економічних, соціальних і культурних особливостей. Критерієм оцінки цієї стратегії стає її теоретична обґрунтованість. Однак сучасна наука не має наукової теорії, яка описує динаміку інституціональних змін при переході від однієї системи до іншої, невідомою є і оптимальна послідовність, і швидкість упровадження соціальних технологій [180, с. 11].

Сукупність цих причин призвела до неефективності державного втручання у фінансовий розвиток. У результаті, незважаючи на формальне розповсюдження "ринкової" парадигми формування фінансового середовища, трансформаційні економіки не змогли створити адекватних механізмів, що забезпечують ефективний довготерміновий розвиток фінансових систем.

2.1.5. ПОРІВНЯЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА ФІНАНСОВОЇ ГЛИБИНИ ПЕРЕХІДНИХ ЕКОНОМІК

Ефективність фінансового розвитку має оцінюватися на основі результатів, які підлягають вимірюванню. Це викликає необхідність визначення розміру транзитивних фінансових систем. Із цією метою ми використовуємо такі показники фінансової глибини: 1) МЗ щодо ВВП; 2) сума внутрішнього кредиту банківського сектора та капіталізації фондового ринку щодо ВВП. Кожен із цих показників має свої сильні і слабкі сторони як міра фінансової глибини. Показник ліквідних зобов'язань – найпоширеніший спосіб оцінювання фінансового розвитку. Проте, він не враховує різниці між розміщенням фінансових ресурсів у приватному і суспільному секторах, отже, може помилково вказати, що економіка з директивним кредитуванням має передову фінансову систему, тоді як насправді подібна фінансова система не спроможна здійснювати своєї первинної функції з ефективного розміщення ресурсів у про-

сторі й у часі. Цей же недолік притаманний і мірі внутрішнього кредиту. Показник приватних вимог (кредит приватному сектору щодо ВВП) дозволяє подолати цей недолік, тому ми його використовуємо для уточнення рівня фінансової глибини.

Аналіз динаміки показників розміру фінансової системи вказує на дві важливі тенденції: 1) низький рівень фінансового розвитку трансформаційних економік; 2) поступове збільшення фінансового поглиблення, особливо з початком нового століття (додатки 3–5). Фінансовий розвиток зростає разом зі зростанням рівня економічного розвитку. Особливість досліджуваних економік – менші за розміром фінансові системи, ніж можна було б очікувати, враховуючи рівень їх доходу. Відносний розмір фінансового сектора в середньому набагато менший не лише, ніж у розвинених країнах, а й за середньосвітову лінію розвитку (рисунки 2.1, 2.2). Це свідчить, що рівень насиченості економіки фінансовими активами ще не досягнутий. Незважений середній розмір фінансового сектора, визначений як сума внутрішнього банківського кредиту і ринкової капіталізації щодо ВВП, у перехідних економіках складає 88,1 % ВВП проти 288,4 % ВВП для світового господарства в цілому. Оскільки формування й еволюція каналів фінансового посередництва кардинально відрізнялися по країнах, існує істотна диференціація в рівнях фінансового розвитку в межах перехідного регіону: середній розмір фінансового сектора країн ЦСЄБ (102,8 %) і ПСЕ (115,7 %) фактично вдвічі перевищує аналогічний показник для країн СНД (54,2 %). Найбільший за розміром фінансовий сектор має Хорватія (211,5 % ВВП), найменший – Вірменія (13,3 % ВВП). Аналогічні результати демонструє й застосування показника МЗ щодо ВВП. У перехідних економіках він становить 45,1 % ВВП, для світу в цілому – 94,8 % ВВП. Зберігаються також значні відмінності у відносному розмірі фінансових секторів – варіація складає від 10–15 % (Таджикистан, Туркменістан, Узбекистан) до понад 70 % ВВП (Чехія, Албанія, Болгарія, Хорватія). Наднизький (за винятком України і Молдови) рівень ліквідних зобов'язань у країнах СНД (20–30 % ВВП) очевидно пов'язаний з фінансовим дуалізмом і низькою довірою до банківської системи.

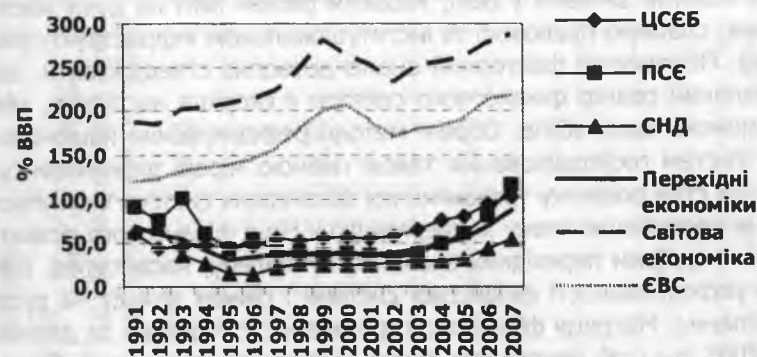


Рис. 2.1. Розмір фінансового сектора: внутрішній кредит і ринкова капіталізація (розраховано і побудовано за [701])

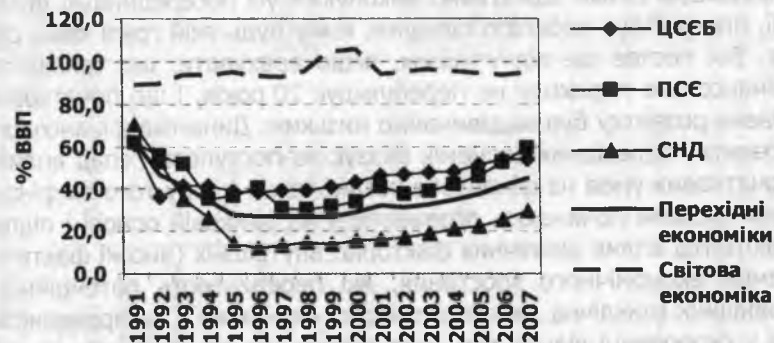


Рис. 2.2. Розмір фінансового сектора: грошовий агрегат МЗ (розраховано і побудовано за [701])

Диференційованість фінансової глибини свідчить про стабільний вплив чинників, що стримують розвиток транзитивних фінансових систем. Дуже малий відносний розмір фінансового сектора зазвичай збігається з рівнем макроекономічної нестабільності, зокрема, високою сукупною інфляцією за попередній період;

негативними змінами у ВВП; низьким рівнем ВВП на душу населення; слабкою правовою та інституціональною інфраструктурою тощо. Попередній факторний аналіз дозволяє стверджувати, що невеликий розмір фінансового сектора є скоріше наслідком, ніж причиною таких збігів. Обрані методи реформування національних систем господарювання також повною мірою визначили сучасний стан розвитку транзитивних фінансових систем. У сукупності це передбачає певну конвергенцію у рівні фінансового розвитку між групами перехідних економік, зумовлену, насамперед, рівнем реформованості фінансової системи і рівнем доходу на душу населення. Матриця фінансового розвитку (побудована за даними на 2005 р., щоб виключити вплив циклічного кредитного буму і наступного спаду) показує, що країни, де відповідні показники нижчі, мають і нижчий рівень фінансового розвитку (табл. 2.7).

Як засвідчує статистика, спільна тенденція фінансового переходу – зростання рівня фінансового розвитку. Хоч економіки перехідного регіону не досягли рівня, на якому фінансові інститути і фінансові ринки ефективно виконують усі посередницькі функції, прогрес був набагато більшим, ніж у будь-якій групі країн світу. Він постає ще відчутнішим, якщо врахувати, що тривалість фінансового переходу не перебільшує 20 років, і що початковий рівень розвитку був надзвичайно низьким. Динаміка фінансового розвитку перехідних економік вказує на поступовий спад впливу початкових умов на фінансове поглиблення у міру того як фінансові системи починають розвиватися на ринковій основі і підпадають під вплив циклічних факторів: внутрішніх (високі фактичні темпи економічного зростання, які перевищують потенційні) і зовнішніх (циклічна динаміка світової економіки). Це проявляється у скороченні відносного розриву між рівнем фінансового розвитку, насамперед, країн ЦСЄБ і ПСЄ. Саме впливом зовнішніх і внутрішніх циклічних чинників, які забезпечили можливість прискореного фінансового поглиблення, пояснюється специфіка фінансового розвитку у 2006–2007 рр. у малих економіках ПСЄ, Україні і Росії. У результаті кількісні характеристики рівня фінансового розвитку відповідних країн у середньому стали перевищувати аналогічні показники для більш розвинених країн ЦСЄБ.

Таблиця 2.7. Матриця фінансового розвитку перехідних економік

Рівень ВВП на душу населення	Рівень фінансового розвитку						Рівень світового розвитуку, % ВВП
	До 25 % ВВП включно	26–50 % ВВП	51–75 % ВВП	76–100 % ВВП	Понад 101 % ВВП включно		
Низький (875 дол. США або нижче)	Киргизія Таджикистан Узбекистан						102,55
Нижчий за середній (876 – 3465 дол. США)	Азербайджан Вірменія Білорусь Сербія і Чорногорія	Албанія Грузія Казахстан Македонія Молдова Боснія і Герцеговина	Болгарія Україна				136,59
Вищий за середній (3466–10725 дол. США)		Румунія	Литва Польща Словацьчина Чехія	Естонія Латвія Росія Угорщина	Хорватія		110,69
Середній (3465–3466 дол. США)							125,59
Високий (10726 дол. США або вище)							303,95
Індекс фінансових реформ	3,7–4,7	4,4–5,7	5,3–7,7	5,7–8,0	7,0		

Примітки. 1. Класифікацію економік за рівнем доходу взято з [700]. 2. Індекс фінансових реформ є сумою індексу реформування банківського сектора та індексу реформування ринків цінних паперів і небанківських фінансових інститутів, розрахованою за [651].

Зростання фінансового поглиблення зумовлене двома компонентами – інтенсивним та екстенсивним. *Інтенсивний компонент* визначається швидким нарощуванням фінансового посередництва у формі стрімкого розширення банківського кредиту приватному сектору. Проходження цього процесу не має лінійного характеру. Він розпочався у країнах ЦСЄБ у середині 90-х рр., чітко позначився на зламі ХХ–ХХІ ст. у решті країн і в середині першого десятиріччя ХХІ ст. набрав високих темпів. На процес кредитної експансії впливає цілий ряд факторів попиту і пропозиції: макроекономічний розвиток, структурні реформи, посилення конкуренції тощо. Розширення кредиту з боку попиту визначається очікуваннями більш високих доходів, пов'язаних з інтеграцією до ЄС (країни ЦСЄ), збільшенням внутрішнього споживчого та інвестиційного попиту, зумовленого циклічним підйомом (країни СНД і ПСЄ), розвитком нових кредитних ринків (житлове та іпотечне кредитування). З боку пропозиції стрімкому зростанню кредиту сприяють висока присутність іноземних банків (країни ЦСЄ), збільшення зовнішніх зобов'язань банківської системи (Хорватія, Румунія, Україна), зростання припливу іноземної валюти (країни СНД). Водночас банки фінансують кредитну експансію за рахунок мобілізації депозитів і звуження високоліквідних активів. Збільшення обсягу кредитування приватного сектора в реальному виразі найбільшою мірою спостерігається у країнах ПСЄ (Болгарія, Румунія, Чорногорія) та окремих країнах СНД (Казахстан, Росія, Україна). У результаті високих щорічних середніх реальних темпів зростання відношення кредиту приватному сектору до ВВП в цих країнах також значно підвищилося, перевищуючи відповідний показник у найбільш фінансово розвинених трансформаційних економіках (Польща, Словаччина, Чехія).

За своїм характером така кредитна динаміка – результат об'єктивного процесу фінансового розвитку, в міру руху країн із перехідною економікою до більш розвиненої ринкової системи. Частково – це частина процесу фінансового поглиблення, зумовленого структурними зсувами: переходом транзитивних фінансових систем у напрямі нової довготермінової рівноваги, яка відповідає новому рівню поточного доходу та інституціонального розвитку. Однак частково стрімке зростання кредиту – результат подолання відставання тих перехідних економік, які розпочали свій фінансовий розвиток з наднизького рівня фінансового посередництва.

Гіпотезу про "надолужування темпів" фінансового розвитку підтверджує приклад країн, які демонструють швидке зростання, розпочате з низьких початкових рівнів [167, с. 42]. Так, в Україні відношення внутрішнього кредиту приватному сектору до ВВП у 2000 р. дорівнювало 11,17 %, а у 2007 р. – 59,1 %, тобто відносне зростання склало майже 530 %. Натомість, у тих країнах ЦСЄБ, які зменшили своє відставання від економік світу в більш ранній період, темпи розширення кредиту у 2002–2004 рр. були від'ємними або нульовими (Польща, Словаччина, Чехія). Це узгоджується і з результатами досліджень Р. Голдсмита, згідно з якими фінансовий розвиток значною мірою відбувається впродовж ранніх стадій економічного розвитку, коли країни мають низький рівень доходу [413]⁵⁸.

Однозначно оцінити сталість тенденції розширення фінансового посередництва не можна. Триваючі структурні зміни у трансформаційних економіках ускладнюють розрахунок "нормального" рівноважного рівня кредиту⁵⁹. Ураховуючи актуальність реінтермедіації і загалом невисокий рівень банківського кредитування в економіках перехідного регіону, можна припустити, що темпи зростання, найвірогідніше, в тенденції залишаться високими. У довготерміновому плані зростання кредитування визначає подальше фінансове поглиблення, в процесі якого ріст кредиту буде поступово поглинатися за рахунок попиту на гроші, не приводячи до негативних макроекономічних наслідків. Зростання рівня кредитування супроводжує, і навіть прискорює, економічний розвиток. У середньотерміновому плані перехід до нової рівноваги на кредитному ринку пов'язаний зі значними ризиками як на макроекономічному рівні (збільшення дефіциту поточного рахунку, інфляції), так і на мікроекономічному (зростання вразливості фінансової системи). Короткотермінові значні хвилі у банківському кредиті – безпосередні передвісники банківських криз і уповільнення зростання [223, р. 439]. Оскільки країни з найвищими темпами кредитного зростання відзначаються відставанням структурних реформ в економіці і нижчим рівнем реформованості фінансової системи, швидке фінансове поглиблення супроводжується накопиченням значних дисбалансів. Розвиток ін-

⁵⁸ Цит. за [608, р. 528].

⁵⁹ Нещодавна спроба таких оцінок для ряду країн ЦСЄ представлена в [323].

фляційних процесів і криза ліквідності банківської системи в Україні навесні 2008 р., посилення фінансової нестабільності в більшості перехідних економік у 2008–2009 рр. тощо можуть розглядатися як наочна ілюстрація реалізації ризиків кредитного буму.

Екстенсивний компонент фінансового поглиблення – суттєве зростання ринкової капіталізації. Його екстенсивність зумовлена тим, що зростання капіталізації не відображає реального зростання фондового ринку і випереджає його інвестиційну капіталізацію. Внаслідок масової приватизації деякі трансформаційні економіки за рівнем ринкової капіталізації (щодо ВВП) наближаються до динамічних ринків, що формуються або навіть випереджають розвинені країни. Ринкова капіталізація Росії, Хорватії і Чорногорії перевищує відповідний показник для країн ЄВС (85,9 % ВВП у 2007 р.), а ринкова капіталізація Болгарії, України, Сербії, Словенії, Боснії і Герцеговини відповідає капіталізації ринків таких економік, як Бразилія. У країнах, де масова приватизація не проводилася, рівень капіталізації, як правило, нижчий внаслідок меншої кількості акціонованих підприємств.

Проти початку століття ринкова капіталізація відносно розмірів економіки зростає в усіх перехідних економіках (за винятком Естонії і Вірменії). Якщо у 2000 р. середній незважений рівень ринкової капіталізації країн перехідного регіону відповідав 11 % ВВП, то у 2007 р. – понад 46 % ВВП. В економіках, де загальний фінансовий розвиток відстає, фондові ринки випереджають за темпами розвитку інші компоненти фінансової системи. Кількаразове зростання ринкової капіталізації (в % ВВП) спостерігається в Болгарії (11,2), Росії (7,8), Україні (13,3 разів), малих економіках ПСЄ. Нарощування ринкової капіталізації зумовлене двома процесами – приватизацією і зростанням ринкової ціни акцій внаслідок їх початкової недооцінки. Ураховуючи причинний зв'язок капіталізації і приватизації, важливо зазначити, що вимірювання рівня ринкової капіталізації у країнах, що здійснили масову приватизацію (Росія, Чехія, Україна), пов'язане з певними труднощами. У таких економіках значна кількість акцій не перебуває у вільному обігу, але враховується при розрахунку капіталізації. Це дає підставу говорити про відмінності між реальним і форма-

льним рівнем ринкової капіталізації у перехідних економіках⁶⁰. Типова особливість транзитивних фондових ринків – відносно низька інвестиційна капіталізація. Інвестиційна капіталізація – це капіталізація ринку для потенційних інституціональних і роздрібних інвесторів після виключення вкладень, які в дійсності не перебувають на ринку. Неінвестиційні вкладення включають великі портфельні пакети і частки компаній, недоступні інвесторам. У результаті обсяги вторинної торгівлі незначні, а розвиток фондових ринків відстає від розвитку кредитних ринків. Лише в кількох країнах (Польща, Росія, Чорногорія) показник ринкової капіталізації перевищує внутрішній приватний кредит. Незважаючи на ці обмеження, рівень ринкової капіталізації кореспондується зі співвідношенням приватного кредиту до ВВП, підтверджуючи широку дивергенцію у фінансовому розвитку перехідних економік.

Таким чином, аналіз динаміки розміру транзитивних фінансових систем підтверджує характеристики фінансового розвитку, розкриті раніше. Хоч статистичні дані про масштаби кредитування і ринкову капіталізацію самі по собі недостатні для того, щоб характеризувати справжню глибину фінансового розвитку, різний ступінь розвиненості національних фінансових систем вимагає їх поділу на розвинені й нерозвинені. Критерієм такого розмежування є кількісні і якісні характеристики. До перших належать: розмір фінансового сектора; масштаб операцій з фінансовими ресурсами і фінансовими активами; кількість і різноманітність фінансових інститутів, а також обсяги і різновиди фінансових послуг, що ними надаються; обсяг використовуваних фінансовими і ринковими посередниками економічних ресурсів [154, с. 47]. Якісними характеристиками є ступінь виконання фінансовою системою її функцій в економіці; внесок у підвищення суспільного добробуту. Згідно з цими критеріями, сучасні перехідні економіки можуть бути поділені на три групи: 1) країни, де фінансовий сектор успішно розвивається (Чехія, Угорщина, Польща, Словаччина, Естонія, Латвія, Хорватія); 2) країни з уповільненим фінансовим розвитком, який характеризується нестабільними тенденціями (Україна, Росія, Болгарія, Румунія); 3) країни з низьким рівнем фінансового розвитку, який супроводжується ін-

⁶⁰ Дослідники обчислюють реальну капіталізацію чеського фондового ринку половиною його наявної частки щодо ВВП: [441, р. 67–84].

ституціональною відсталістю (Білорусь, Азербайджан, Вірменія, Таджикистан, Туркменистан). Така дивергенція набуває все більших масштабів і додається до дивергенції економічного розвитку в цілому. Сучасні дослідження кваліфікують подібне розмежування як "великий вододіл" [232, р. 2].

Однак зауважимо, що розвиток фінансової глобалізації і поточні тенденції європейської фінансової інтеграції дещо модифікують критерії розмежування, оскільки змінюють значимість національних фінансових систем, принаймні для економік, малих за глобальними стандартами. Це зумовлено двома ефектами. *Перший* пов'язаний із залученням фінансування на міжнародних фінансових ринках, в першу чергу, прямим запозиченням від іноземних банків. Коли фінансування національних інвестицій здійснюється здебільшого за рахунок іноземних заощаджень, ступінь і вплив внутрішнього фінансового посередництва різко зменшується. Частка іноземних позик щодо сукупного внутрішнього кредиту є високою в малих економіках СНД з низьким рівнем фінансового розвитку (Азербайджан, Грузія). Однак особливо таке фінансування поширене у малих перехідних економіках, які є членами ЄС, де не існує бар'єрів для руху капіталу. *Другий ефект* зумовлений високим проникненням іноземного капіталу у фінансову сферу. Значна присутність іноземних банків в економіках ЦСЄ інтегрує ці національні фінансові системи в глобальні стратегії невеликої кількості крупних фінансових інститутів. Вплив внутрішніх регуляторів на поведінку фінансових установ з глобальною сферою діяльності елімінований. За таких умов зменшуються не лише можливості регулювання фінансового розвитку, а й сама можливість вирівнювання функціональних можливостей фінансового сектора відповідно до потреб національної економіки. У сукупності ці ефекти ставлять під загрозу здатність відповідних фінансових систем до самовідтворення. У довготерміновій перспективі це означає, що в межах перехідного регіону формується окремий тип національних фінансових систем, які ймовірно не зможуть продовжувати існувати як самостійні самодостатні структури.

Збереження намічених тенденцій детермінує формування в регіоні трьох різко відмінних одна від одної, хоч і внутрішньо неоднорідних, груп країн. Перша група, до якої входять більші за розміром країни ЦСЄБ і лідери реформ з країн ПСЄ і СНД, орієнтована на активну інтеграцію в систему світових господарських

зв'язків. У перспективі характеристики розвитку їхніх фінансових систем поступово наблизатимуться до параметрів розвинених країн. Із часом вони перетворяться на складові елементи інтегрованої цілісної фінансової системи більш високого порядку. Друга група – малі країни ЦСЄ, фінансові системи яких поступово стають підпорядкованими елементами національних фінансових систем інших – розвинених економік. Розвиток фінансового посередництва буде визначатися ефективністю фінансового розвитку тих країн, під домінування фінансових інститутів яких вони підпали. Найбільшою мірою цей напрямок розвитку може бути реалізований в Естонії, Латвії, Литві тощо. Третя група країн залишиться в межах низького рівня фінансового розвитку, з неефективним механізмом розміщення ресурсів, слабо розвинутою інституціональною структурою, з обмеженим доступом до міжнародних джерел приватного капіталу (низько розвинені економіки СНД). З часом вона ставатиме все подібнішою до більшості країн, що розвиваються, з низьким рівнем доходу. Як показує аналіз, немає об'єктивних підстав вважати, що така диференційованість незабаром буде замінена конвергенцією в напрямі формування однорідних і добре розвинених фінансових систем.

2.2. ЕКОНОМІЧНИЙ АНАЛІЗ ФІНАНСОВОЇ СТРУКТУРИ ТРАНСФОРМАЦІЙНИХ ЕКОНОМІК

2.2.1. ТЕОРЕТИЧНІ ПІДХОДИ ДО ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВОЇ СТРУКТУРИ У ТРАНСФОРМАЦІЙНИХ ЕКОНОМІКАХ

Дослідження фінансової структури має два аспекти – нормативний і позитивний. Перший визначає – якою має бути архітектура фінансової системи економік, що трансформуються. Другий показує – якою в дійсності вона склалася. Теоретичне обґрунтування вибору тієї або іншої моделі фінансової системи, оцінювання потенційних наслідків її функціонування та особливостей взаємозв'язку її структурних компонентів в умовах системної трансформації повною мірою належать до проблем організації фінансової системи.

Концепція фінансової архітектури припускає, що існує певний "генеральний" план, відповідно до якого будується визначена модель фінансової системи. Однак історично подібного плану не існувало, а розвиток фінансової структури мав еволюційний характер. Роль держави у розвитку фінансових систем була і є суттєвою в більшості країн. Існує три очевидні прояви цього впливу: 1) правове середовище, яке спрямовує діяльність учасників фінансової системи і визначає її організацію через банківське законодавство, законодавство про цінні папери, про компанії тощо; 2) монетарна і фіскальна політика, що безпосередньо впливають на темпи і характеристики фінансового розвитку; 3) втручання держави у процес функціонування фінансової системи для стимулювання або обмеження її розвитку (зазвичай, як реакція на фінансові кризи або потреби економічного розвитку). Тенденція до більш активного державного втручання у фінансовий розвиток чітко виявилася в період 90-х рр. XX ст. – початку XXI ст., коли розпочалася трансформація фінансових систем розвинених країн.

Як указує П. Попієл [558, р. 8–9], активний плановий підхід до розвитку фінансових систем сприяє фінансовому поглибленню такими способами:

- допомагає розширити набір ринкових інструментів та учасників, дозволяє розміщувати капітал на основі цінового механізму і, таким чином, фінансувати найбільш продуктивні проекти. Також він дає можливість раціональніше планувати довготерміновий промисловий розвиток, оскільки довготермінові джерела фінансування (через борги та акції) можуть бути мобілізовані згідно з довготерміновими інвестиційними зобов'язаннями;
- стимулює мобілізацію фінансових ресурсів, пропонуючи власникам заощаджень, інвесторам і позичальникам більш широкий вибір співвідношення ризик/дохід на основі урізноманітнення фінансових активів і ефективніші способи пристосування інвестиційних портфелів до ліквідних ринків;
- попереджує появу неофіційних (тіньових) ринків, які зазвичай характеризуються широким спредом, високими ризиками та ухиленням від сплати податків;
- безпосередньо стимулює впровадження технологій, адаптованих до місцевих умов.

У трансформаційних економіках еволюційні стратегії були первісно відхилені, враховуючи важливість фінансової системи для сучасної економіки. Вважалося, що ці економіки здатні подолати витрати спроб і помилок поступового фінансового розвитку, і запровадити специфічний тип фінансової структури, який найкраще відповідає їх цілям – тобто створити фінансову систему, яка стимулює економічний розвиток. У результаті прогнозувалося, що фінансова реформа має стиснути історичний розвиток транзитивних фінансових систем [608, р. 532; 555].

В економічній літературі представлено три підходи до конструювання моделі транзитивної фінансової системи. Згідно з поширеним підходом, провідну роль, принаймні на початкових етапах розвитку, має відігравати ринок банківських послуг. На користь формування орієнтованої на банки фінансової структури висувуються наступні аргументи: універсальність банківських операцій і різноманітність фінансових послуг, що надаються банками; здатність банківської системи бути інтегратором приско-

рення й упорядкування економічних перетворень; домінуюча роль банківського посередництва у сучасному корпоративному фінансуванні; висока асиметричність інформації на фінансових ринках у сполученні з інформаційними перевагами банків при фінансуванні інвестицій; недостатня підготовленість населення до операцій з цінними паперами; відсутність політичних, економічних та організаційних передумов для розвитку ефективного ринку капіталу тощо [145, с. 214; 155, с. 8; 177, с. 16; 251; 462, р. 3, 4; 531]. Прихильники цього підходу вказують також на обмеженість фондових ринків в умовах перехідного періоду. На ринках, що формуються, фондові ринки (за визначенням) недосконалі і неефективні, а ресурси, які проходять через них, розміщуються нерационально, отже, негативно впливають на економічне зростання. За таких умов фондові ринки не збільшують інвестиційні фонди, а виступають насамперед як засіб сумісного розподілення ризику [385, р. 146; 462, р. 3]. Наразі спільний висновок представників даного підходу можна узагальнити словами Д. Гроса і А. Штайнхерра: "...На нижчому ступені розвитку дискусія "банки проти ринків" втрачає сенс. Це не є альтернативою; банківська система має передувати ринкам" [145, с. 215].

Протилежна точка зору зводиться до обмеження ролі банківського сектора і акцентує увагу на необхідності розвитку ефективних ринків капіталу. Аргументація на користь розвитку ринків цінних паперів така: ринки капіталу потрібні для приватизації державних підприємств і усунення державного контролю над економікою; вони дозволяють населенню вільно брати участь у приватизаційному процесі; ринки капіталу надають більше можливостей для дисциплінування менеджменту фірм, ніж банки; ринки капіталу можуть забезпечити більше фінансування приватного підприємництва, оскільки існуючі банки мають велику кількість проблемних кредитів і підтримують зв'язки насамперед з державними підприємствами; ринки капіталу є механізмом залучення іноземних інвестицій [608, р. 533–534]. Поряд із цим, у межах даного підходу визначаються причини, які вимагають обмеження ролі банків. Одна з них – картелізація фінансового сектора в умовах універсальної банківської діяльності, яка заважає розвитку ринку цінних паперів. Негативними ефектами картелізації є неефективність корпоративного управління (оскільки в

умовах нестабільного макроекономічного розвитку банки можуть стати заручниками підприємств); низький рівень оцінювання і неефективний відбір інвестиційних проектів (внаслідок пов'язаності банків і підприємств). Інша причина – інституціалізація проблем перехідного періоду в межах банківського сектора в разі, якщо акції складають істотну частину банківського портфеля. Тому одні економісти взагалі пропонували обмежити банківське кредитування приватизованих фірм на ранній стадії розвитку і дозволити виключно повністю забезпечене короткотермінове кредитування на більш пізніх стадіях, тоді як інші виступали за впровадження вузької банківської справи (з обмеженням на види активності банків) з одночасною обмеженою роллю монетарної влади як кредитора останньої інстанції [512; 592].

З цими підходами контрастує позиція міжнародних організацій (таких як Світовий банк і МВФ), згідно з якою ринки капіталу і банківський сектор є не субститутами, а взаємодоповнюючими компонентами [105, с. 153; 283]. Оскільки і банківський сектор, і корпоративний борговий ринок, і ринок акцій відіграють однаково важливу роль у фінансовій системі, міжнародні організації виступили за збалансований шлях фінансового розвитку перехідних економік [385, р. 30]. Вважалося, що ці країни можуть скористатися перевагами обох моделей за рахунок упровадження диверсифікованої фінансової системи, в якій має місце конкуренція різних установ і методів ринкової діяльності. Однак внаслідок обмеженості фінансової інформації і невизначеності перспектив на ринках, передбачалася ймовірність домінування крупних фінансових інститутів, які мають кращий доступ до інформації [112, с. VI]. Тому трансформаційним економікам рекомендувалося створити надійну і міцну банківську систему до розвитку повністю сформованого фондового ринку, хоча ринки капіталу також мали швидко розвиватися.

Аналіз показує – саме останній підхід було фактично запроваджено в перехідних економіках. Усі вони створили універсально орієнтований банківський сектор і фондовий ринок. Утім, навряд чи можливо говорити про заплановану стратегію розвитку транзитивних фінансових систем. Реальний вибір стратегії фінансового розвитку базується на визначенні концепції фінансування економіки й характеру активних операцій фінансових посередників,

передбачає певну інфраструктуру кредитного ринку і потребує відповідного законодавчого забезпечення. Цієї умови було до- тримано лише частково. Динаміка перехідного процесу свідчить про швидкий і досить невпорядкований розвиток фінансової системи. Певною мірою такий характер фінансового розвитку визначався слабкістю регуляторних органів фінансової сфери, нестачею фінансових ресурсів, необхідністю економічної трансформації в умовах макроекономічної нестабільності, коли держава змушена була реагувати на поточні нагальні проблеми, у тому числі й банківські кризи. Проте певною мірою ця стратегічна непослідовність визначається тенденціями до змін, під які підпала міжнародна фінансова система протягом останніх 30 років.

Перше – трансформаційні економіки змушені формувати власні фінансові системи в умовах фінансової глобалізації, технологічних змін, фінансової консолідації, інституціалізації фінансових ринків тощо. За структурних зрушень можливі два шляхи розвитку. Один шлях – спочатку перехідні економіки пристосовуються до нових тенденцій, а вже на цій основі створюють фінансові системи, які відповідають вимогам сучасного фінансового світу. Такий напрямок розвитку по суті означає відмову від процесу відбудови класичної мережі комерційних банків, що навряд було б можливим, ураховуючи первісну наявність банківської системи і гостру потребу в кредитуванні національної економіки. Інший шлях – перехідні економіки початково створюють стійкі фінансові системи, а вже потім пристосовуються до новітніх тенденцій (включаючи нові технології), щоб досягти рівня прибутковості та ефективності розвинених фінансових систем. Проблемою в даному разі є невідповідність транзитивних фінансових систем світовим тенденціям у короткотерміновій перспективі.

Друге – нині не тільки перехідні економіки знаходяться в стані трансформації: фінансові системи розвинених країн також зазнають кардинальних змін у фінансовій структурі і моделі функціонування. Особливо значна трансформація відбувається в країнах ЄС. Зміни включають саме ті заходи (обмеження власності банків у підприємствах, скорочення посередницької ролі держави, паралельний розвиток небанківських фінансових інститутів і ринків акцій), що формують загальну модель фінансової системи. Впровадження євро і процес створення єдиного ринку фінансових послуг

надають додаткового імпульсу для змін фінансового простору ЄС. Політика перебудови фінансової системи у ЄС суперечлива і формується двома тенденціями водночас: спрямованість на запровадження "ринкової" моделі фінансової системи; поєднання тих елементів різних національних систем, що вважаються кращими [604, р. 25]. Однак фінансові системи розвинених країн, особливо ЄС, перетворилися на зразок для багатьох перехідних економік [385, р. 5–7, 10]. Для країн, які приєдналися до ЄС або перебувають у процесі інтегрування, цей шлях "копіювання" є безальтернативним. Виходячи з цього, можна стверджувати: в той час як трансформаційні економіки створюють власні фінансові системи, фінансові системи, що виступають моделями для запозичення, швидко набувають нового вигляду. Упровадження діючої моделі, яка постійно трансформується і є суперечливою за своїми характеристиками, означає, що перед перехідними економіками фактично стоїть ціль, сутність якої постійно змінюється.

Паралельність означених процесів визначає дихотомію фінансового розвитку перехідних економік і формування їх фінансової структури. З одного боку, впровадження нових фінансових інструментів і зростаюче застосування складних інформаційних технологій у діяльності фінансових інститутів і в операціях на фінансових ринках дають можливість транзитивним фінансовим системам швидко просуватися від стадії традиційного фінансового посередництва до більш високої стадії інвестиційного і ризик-менеджменту, минаючи проміжні стадії розвитку. Таке потенційне пропускання стадій фінансового розвитку було неможливим у минулому, коли технології обробки інформації були обмежені, а розвиток механізмів та інструментів, які формують нову ідеологію доставки фінансових послуг, роздільний продаж і переміщення ризиків у великих масштабах потребував набагато більше часу і був дорогим. Пропускання стадій фінансового розвитку у трансформаційних економіках безпосередньо репрезентують нові технології у фінансовій сфері: проникнення інтернет-банкінгу, розвиток сек'юритизації, поширення банкоматів і платіжних карток та відповідне застосування електронних платіжних інструментів та електронних розрахунків (при фактичному уникненні етапу використання розрахунків чеками) тощо. Властивість "перестрибувати" в напрямі кращої міжнародної практики спостеріга-

ється також в інших типах інституціональних структур, таких, наприклад, як інститути грошово-кредитної політики і монетарні інструменти [666, р. 13–14; 667]. З іншого боку, у довготерміновій перспективі транзитивні фінансові системи здатні набути основної кількості змін, що відповідають сучасній фінансовій структурі зрілих ринків і досягнути тих цілей щодо фінансової структури, на які вони початково орієнтувалися, на той момент, коли фінансові системи розвинених країн значно зміняться. З урахуванням суперечливості запозичуваної моделі фінансової системи така дихотомія піднімає питання про те, наскільки заходи, здійснювані в перехідних економіках щодо стимулювання розвитку фінансових систем, адекватні сучасним умовам і потребам їх економічного розвитку.

2.2.2. ОЦІНКА ФІНАНСОВОЇ СТРУКТУРИ ПЕРЕХІДНИХ ЕКОНОМІК

Кількісний аналіз фінансової структури. Для визначення архітектури фінансової системи трансформаційних економік ми розглядаємо банківське кредитування і фондовий ринок, оскільки вони розцінюються і як індикатори, і як критичні детермінанти формування фінансової структури. Наш аналіз базується на критеріях фінансової структури, які розроблені А. Деміргюч-Кунтом і Р. Левіном. Відповідно, ми досліджуємо еволюцію індикаторів відносного розміру, відносної активності та відносної ефективності банківського сектора і фондового ринку трансформаційних економік. Додатки 6–9 показують динаміку фінансової структури перехідних економік по країнах. Рисунки 2.3–2.6 представляють узагальнені дані щодо фінансової структури по субрегіонах – ЦСЕБ, ПСЕ, СНД.

Зважимо на такі дві обставини: недостатня доступність, неповнота і надійність даних щодо фінансового розвитку перехідних країн, особливо, на початковому етапі; певні концептуальні проблеми з трактуванням, отже, використанням означених показників для безпосереднього оцінювання фінансової структури і, відповідно, моделі фінансової системи. Тому визначення фінансової структури на основі кількісних економічних показників має сутте-

ві обмеження, а висновки на основі кількісного аналізу мають бути доповнені якісною оцінкою фінансового розвитку.

Відносний розмір. Загальною мірою орієнтації ("ринкової" або "банківської") фінансової системи є показник структура-розмір. Його компоненти використовуються для визначення розвитку банківського сектора і фондового ринку. Розмір фондового ринку вимірюється його капіталізацією, абсолютний розмір банківського сектора може бути визначений через сукупні активи системи комерційних банків і через сукупний внутрішній кредит банківських інститутів. Відповідно *показник структура-розмір* визначається так: 1) капіталізація фондового ринку щодо внутрішнього кредиту депозитно-грошових банків; 2) капіталізація фондового ринку щодо сукупних активів депозитно-грошових банків. Через відсутність даних щодо сукупних активів депозитно-грошових банків ми використовуємо лише один індикатор – перший.

Як видно з рис. 2.3, в процесі переходу відбувся помітний зсув у фінансовій структурі трансформаційних економік у напрямі зростання важливості фондового ринку. Ця тенденція почалася у 1995–1996 рр. і прискорилося у XXI ст. Дані дод. 6 засвідчують: індикатор фінансової структури в короткотерміновому періоді відзначається високою волатильністю. Можна припустити, що це пов'язано насамперед із поєднанням двох факторів: прискоренням процесу приватизації в окремі періоди, що раптово збільшує рівень капіталізації фондового ринку; зниженням обсягів банківського кредитування внаслідок інфляційних процесів (яке тривало у ЦСЕБ до середини 90-х рр., а у країнах СНД та ПСЕ і пізніше). Відмінна риса – різке зростання індикатора відносного розміру у 2005–2007 рр. у країнах ПСЕ і СНД. Зважаючи на циклічний підйом у цих субрегіонах, можлива причина такої динаміки – формування цінової бульбашки внаслідок переоціненості акцій значної кількості внутрішніх компаній у низці країн (Україна, Боснія і Герцеговина, Росія, Сербія, Чорногорія). Це підтверджується динамікою ринкової ліквідності відповідних фондових ринків (за винятком Росії).

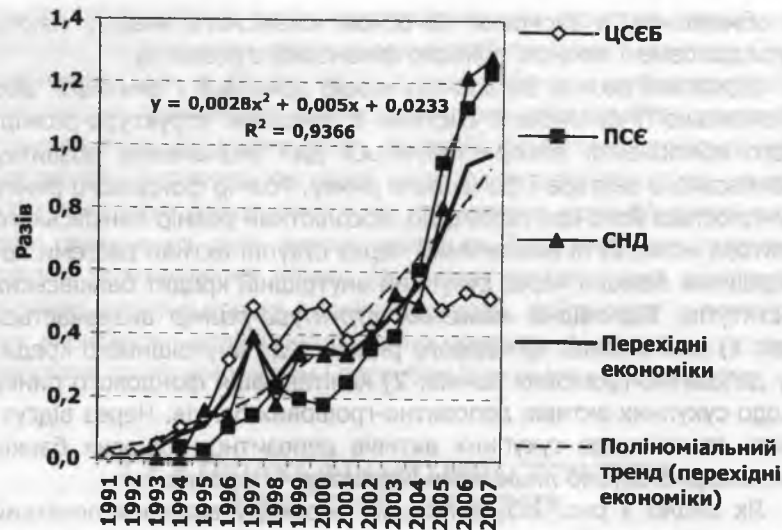


Рис. 2.3. Структура-розмір

Загальна динаміка індикатора відносного розміру показує, що незважаючи на зростання вагомості фондового ринку, у фінансовій системі перехідних економік продовжують домінувати банки. Порівняння внутрішнього кредиту банківського сектора з ринковою капіталізацією засвідчує, що найбільшу роль банки відіграють у таких країнах як Латвія, Словаччина, Вірменія, Киргизія тощо. Винятком із загальної тенденції є фінансовий розвиток Росії. Дані вказують на стабільно більшу вагомість фондового ринку з 2002 р.: на сьогодні капіталізація фондового ринку у 4-5 разів перевищує обсяги внутрішнього кредиту банківського сектора. Отже, в реальності фондовий ринок Росії почав виконувати макроекономічну функцію трансформації заощаджень в інвестиції, а російські підприємства використовують ринок акцій як джерело довготермінових інвестицій. Це означає, що переважна частина перехідних країн обрала напрям на створення "банківської" фінансової системи, за якого основа фінансового сектора переходить до банків, тоді як у Росії фінансова система не може бути визначена як суто "банківська" навіть у 90-х рр.

Відносна активність. Відносну активність фондового ринку проти банківського сектора вимірює такий показник, як структура-активність. Мірою активності фондового ринку є сукупна вартість торгівлі. Активність комерційних банків визначається через обсяг кредитів, наданих приватному сектору економіки відносно ВВП. Таким чином *показник структура-активність* визначається як сукупна вартість торгівлі на фондовому ринку щодо приватного кредиту депозитно-грошових банків.

Із рис. 2.4 видно поступове, але дуже помірне зростання активності на фондовому ринку. Цей тренд фактично є результатом початкових умов (відсутність ринку акцій) і ситуації, коли фондовий ринок дуже малий стосовно масштабів національної економіки. Пік активності припадає на 1997–1998 рр., що пояснюється значним зростанням обсягів торгівлі акціями у країнах ЦСЕБ (Естонія, Угорщина, Чехія) і Росії. Після невеликого сплеску показника у 2000 р., його зростання відновилося лише з 2003 р. Помітно, що динаміка цього індикатора для країн ЦСЕБ і СНД наслідують тенденцію їх відносного розміру. Це можна трактувати так: зростання торгівлі акціями є безпосереднім результатом приватизаційних процесів.

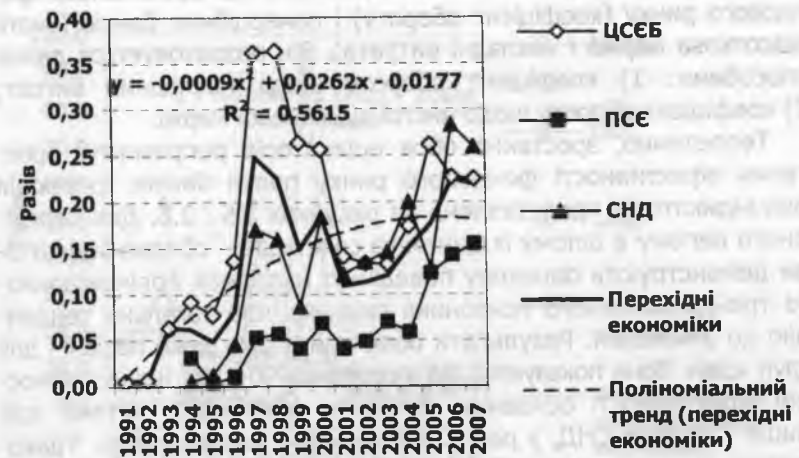


Рис. 2.4. Структура-активність

Згідно з цим індикатором, транзитивні фінансові системи залишаються абсолютно орієнтованими на банки. Обсяги торгівлі на фондовому ринку не відповідають його розміру. Це означає: через обмеженість обсягів операцій купівлі-продажу, показники відносного розміру завищують значення фондових ринків в економіці. Спостерігались лише кілька випадків, коли обсяги торгівлі акціями перевищували обсяги внутрішнього приватного кредиту банківського сектора – Естонія в 1997 р. та Угорщина в 1998–1999 рр. Окремий випадок – Росія, де показник структура-активність із 2006 р. коливається на рівні 1,5–1,6. Це свідчить, що на відміну від інших трансформаційних економік фінансова структура Росії за своїм характером орієнтована на ринки, хоч її банківська система до 2005 р. включно також більшою мірою забезпечувала переливання фінансових ресурсів у приватний сектор економіки, ніж фондовий ринок. У цілому динаміка індикатора відносної активності відображає низьку макроекономічну ефективність транзитивних фондових ринків як механізму залучення інвестицій проти банківських каналів.

Відносна ефективність. Порівняльну ефективність фондового ринку відносно банків визначає *показник структура-ефективність*, який базується на співвідношенні між ефективністю фондового ринку (коефіцієнт обороту) і комерційних банків (чиста відсоткова маржа і накладні витрати). Він розраховується двома способами: 1) коефіцієнт обороту щодо накладних витрат; 2) коефіцієнт обороту щодо чистої відсоткової маржі.

Теоретично, зростання обох індикаторів репрезентує зростання ефективності фондового ринку проти банків. Еволюція цих індикаторів представлена на рисунках 2.5 і 2.6. Для перехідного регіону в цілому їх динаміка співпадає – обидва індикатори демонструють однакову поведінку: напрямок поліноміального тренду основного показника свідчить про загальну тенденцію до зниження. Результати обох індикаторів дуже подібні і для груп країн. Вони показують, що з середини 90-х рр. індекс відносної ефективності основних сегментів фінансової системи зріс лише у країнах СНД, у решті економік він змінився мало. Ураховуючи, що в переважній більшості трансформаційних економік упродовж процесу переходу відбулося скорочення накладних витрат банків і звуження відсоткової маржі, це може бути ін-

терпретоване як помірне зростання ефективності фондового ринку. Найвища ефективність фондового ринку притаманна країнам ЦСЄБ, зокрема, Польщі й Чехії, меншою мірою – Угорщині. Достатньо високі рівні індикаторів відносної ефективності в Киргизії – результат недорозвиненості її банківської системи, а не високої активності та ефективності національного фондового ринку. Так само різке зростання індикаторів відносної ефективності у країнах ПСЄ в окремі періоди (1998, 2000 рр.) пояснюється насамперед значними однократними приватизаційними угодами, а не високим обсягом перерозподілу інвестиційних ресурсів через фондовий ринок. Це підтверджує і висока волатильність відносної ефективності у короткотерміновому періоді (особливо в країнах СНД і ПСЄ).

Отже, основна тенденція залишається незмінною – поступове зростання ролі фондових ринків при збереженні відносної важливості банківського сектора. У цьому сенсі зміни у фінансовій структурі перехідних економік аналогічні до процесу світового фінансового розвитку: економіка поступово "акумулює" ті фінансові інститути, яких відносно бракує для формування повноцінної фінансової системи.

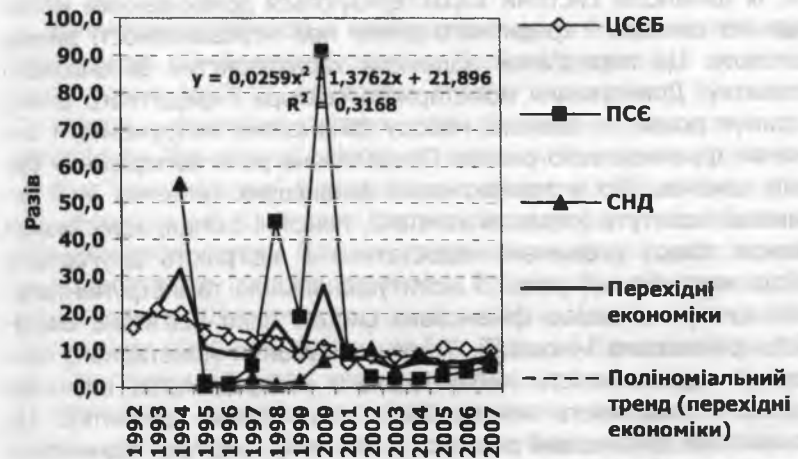


Рис. 2.5. Структура-ефективність: відношення коефіцієнта обороту до накладних витрат банків

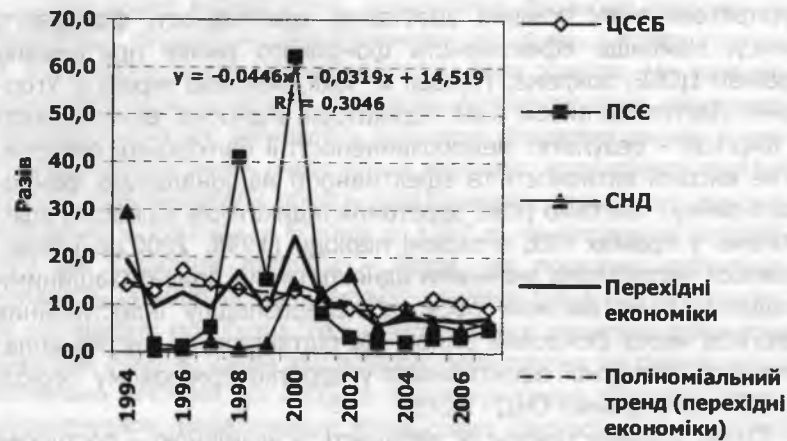


Рис. 2.6. Структура-ефективність: відношення коефіцієнта обороту до чистої відсоткової маржі

У цілому характеристики показників фінансової структури однозначно засвідчують – хоча серед трансформаційних економік спостерігається істотна варіація індикаторів фінансової структури, їх фінансові системи характеризуються домінуванням монетарного сектора і кредитного ринку при нерозвиненості ринків капіталу. Це передбачає заданість характеристик фінансового розвитку. Домінування монетарного сектора і кредитного ринку стримує розвиток повного набору фінансових інструментів і визначає фрагментацію ринків. Превалююча роль комерційних банків означає, що в транзитивних фінансових системах інші фінансові інститути (страхові компанії, пенсійні фонди, інвестиційні фонди тощо) розвинені недостатньо і відіграють другорядну (іноді маргінальну) роль. З інституціональною та інструментальною диверсифікацією фінансових систем тісно пов'язана швидкість фінансових інновацій. Тому домінування монетарного сектора і нерозвиненість небанківського посередництва визначає відносну повільність інноваційного фінансового розвитку. Це уповільнює фінансовий розвиток у цілому і, зрештою, відмежовує його від проблем фінансування економічного розвитку.

У макроекономічному плані надлишкова концентрація монетарного сектора сприяє тісному взаємозв'язку кредитного секто-

ра і бюджету, орієнтації регуляторної і наглядової структур на таку функцію фінансової системи, як здатність створювати гроші. У мікроекономічному плані домінування кредитного ринку передбачає переважання фінансування інвестицій реального сектора через борг. Внутрішні заощадження, що проходять через банки, виступають основним джерелом зовнішнього фінансування для підприємств. Таке однобічне фінансування інвестицій не лише відображає незначну роль ринків цінних паперів, а й породжує несприятливі макроекономічні і мікроекономічні ефекти. На макrorівні – у поєднанні зі спадом або повільним зростанням – це викликає проблеми з обслуговуванням боргу. На мікрорівні – це визначає незбалансованість структури капіталу фірм з високим показником борг/акції. За високих темпів економічного зростання велика частка заборгованості в загальних активах підприємств не становить загрози. Але з уповільненням зростання або з ростом відсоткових ставок обслуговування боргу потребує значних потоків готівки і відчутно підвищує вразливість підприємств. У загальному плані більша поширеність банківських позик, а не випусків акцій, наражає підприємства та економіки регіону на зростаючу вразливість до внутрішніх та зовнішніх шоків і збільшує фінансову нестабільність.

Комплементарність і консистентність компонентів транзитивних фінансових систем. Перший очевидний висновок, який можна зробити на основі аналізу індикаторів фінансової структури – фінансові системи трансформаційних економік сформовані як "банківські". Проте виникає питання, чи в дійсності вони є "банківськими" фінансовими системами? Динаміку і характер формування фінансової структури значною мірою визначають початкові умови. Єдиним компонентом фінансової системи, який існував на початок переходу, був банківський сектор. Для забезпечення діяльності платіжної системи і виключення м'яких бюджетних обмежень пріоритет був наданий банківській реформі. Так само у більшості країн приватизація привела до передачі управління та контролю над підприємствами менеджерам і, частково, робітникам. Тому ключовим напрямом корпоративного управління став інсайдерський контроль. Намагання перейти до системи аутсайдерського контролю можна віднести по суті до ХХІ ст. При цьому початково у трансформаційних економіках

стали розвиватися ті сегменти фінансової системи, які порівняно меншою мірою потребують механізмів захисту прав власності інвесторів. Історично це насамперед ринки міжбанківських кредитів і спотові валютні ринки. Останні за своїм характером подібні до товарних ринків, а розвиток інфляції визначив значні обсяги торговельних операцій з готівковою іноземною валютою в багатьох країнах перехідного регіону. Такий характер формування фінансової структури значною мірою узгоджується з гіпотезою, розвинутою в межах підходу, який акцентує увагу на ролі правової системи (юридичне забезпечення і дієвість системи захисту прав різних учасників фінансової системи) у розвитку ринків фінансових послуг і структурі фінансових систем [488, р. 19; 489]. У результаті фінансова структура перехідних економік почала формуватися як "банківська" модель, небанківські фінансові інститути і ринки певною мірою залишилися на периферії фінансового розвитку.

Інший фактор, вплив якого відбивається на характеристиках фінансової структури – стан макроекономічного середовища. Розвиток інфляційних процесів і бюджетна незбалансованість – чинники, що обмежують розвиток і банків, і фондових ринків. Гіперінфляція веде до дезінтермедіації і валютного заміщення. Бюджетна незбалансованість визначає розрив між внутрішнім кредитом банківського сектора і кредитуванням приватного сектора економіки. Тому найнижчий рівень фінансового посередництва спостерігається в тих країнах, де макроекономічна нестабільність виявилася найсильнішою і тривала найдовше. Це країни СНД і ПСЄ. Проте інфляція істотно скоротила банківське посередництво в усіх трансформаційних економіках. Внутрішній кредит банківського сектора в 90-х рр. переважно (за винятком Угорщини, Чехії, Словаччини і Хорватії) коливався від 8 до 30 % ВВП, так само як і грошовий агрегат М2. Навіть зростання цих показників у XXI ст. (особливо у країнах ЦСЄБ) не вивело перехідні економіки на рівень країн з високим доходом. У результаті, незважаючи на домінування банків, більшість трансформаційних економік за рівнем фінансового (банківського) посередництва не відповідає вимогам "банківської" моделі фінансової системи.

Такий висновок підтверджується іншими тенденціями у формуванні фінансової структури. У транзитивних фінансових системах вагомий роль у перерозподілі фінансових потоків відіграє держава. І фінансова система в цілому, і банківський сектор зокрема, поча-

тково (і тривалий час) розвивалися в умовах політики фінансової репресії, в межах якої держава визначає вартість і розміщення фінансових ресурсів за напрямками і за обсягами. Незважаючи на процес фінансової лібералізації, частка фінансових ресурсів, яка спрямовується на фінансування потреб держави (бюджетного дефіциту) залишається високою в більшості країн.

Політика фінансової репресії стала важливим чинником формування фінансової архітектури трансформаційних економік. Особливість фінансової репресії – спотворення ринкових сигналів. Серед найбільш поширених видів економічної політики перехідних економік, що спотворенням ринкових сигналів обмежили розвиток небанківських фінансових ринків, такі:

- податкова політика, більш сприятлива для відсоткового доходу від банківських депозитів, ніж для доходності акцій та облігацій;
- кредитна політика, що надає пріоритет доступу певним економічним секторам і певним типам інвестицій;
- політика відсоткової ставки, що зберігає відсоткову ставку нижче ринкового рівня, таким чином зменшуючи вартість (витрати) запозичення і заохочуючи боргове фінансування замість акціонерного.

Друга тенденція виражається в тому, що комерційні банки перехідних економік надають перевагу короткотерміновому фінансуванню проти довготермінового. Це може бути інтерпретоване як відсутність готовності до встановлення тісних і довготермінових відносин з реальним сектором економіки. Поряд з іншими причинами, така політика сприяла появі в ряді країн квазіфінансової системи, де відбувається "продаж" ліквідності у формі взаєморозрахунків і заборгованості.

У "банківській" моделі фінансової системи ефективна діяльність банків передбачає мінімізацію конфлікту інтересів між їх роллю як кредиторів і як власників. Це дозволяє уникнути доступу компаній-клієнтів до потоків готівки банку на позаекономічних умовах і практики інсайдерського кредитування. Розвиток "кишенькових" банків у ряді перехідних економік, тісна пов'язаність банків і корпорацій (Чехія, Росія, Україна) і, як наслідок, надмірне накопичення непрацюючих кредитів у банківських портфелях (особливо в 90-х рр.) вказують, що комерційні банки не задовольняють цю вимогу.

Низьке співвідношення приватного кредиту і ВВП обмежує доступність банківського кредитування і позначає іншу важливу відмінність між транзитивними фінансовими системами і традиційною "банківською" моделлю. Якщо у "банківських" фінансових системах пріоритетним для банків виступає кредитування підприємств, то банки перехідних країн часто спеціалізуються на специфічних функціях, значною мірою зосередивши свою діяльність на некредитних операціях комісійного та інвестиційного характеру. Ці структурні відмінності передбачають, що незважаючи на домінуючу роль банків, транзитивні фінансові системи істотно відрізняються за своїми характеристиками від прототипу "банківської" фінансової системи.

Послідовна спрямованість трансформаційних економік на розвиток фондових ринків начебто підтверджує орієнтацію їхніх фінансових систем на диверсифіковану модель. Однак чи можна їх кваліфікувати як диверсифіковані фінансові системи? Наведені характеристики фінансової структури вказують на обмежену роль фондових ринків у перехідних економіках. Вони нерозвинені не лише порівняно зі зрілими "ринковими" системами США і Великої Британії, а й навіть у тій мірі, до якої вони розвинені у "банківських" фінансових системах ЄС. Сфера доступних фінансових інструментів досить обмежена, рівень торговельної активності низький, на деяких ринках домінують позабіржові угоди, спрямовані насамперед на перерозподіл прав корпоративного контролю. Але навіть якщо важливість банків проти фондових ринків знизиться в майбутньому, це не означатиме, що транзитивні фінансові системи зміняться і стануть більш "ринковими" або сформується як ефективні диверсифіковані фінансові системи. Фінансова структура залежить від більшої кількості аспектів, ніж лише співвідношення фондового ринку і банківського сектора. Розміщення ресурсів у сучасній економіці охоплює широкий спектр фінансових інститутів, ринків, інструментів і режимів фінансування. Внаслідок взаємоузгодженості і синергізму фінансової системи, кожна модель фінансової структури має особливий кластер характеристик, необхідний для підтримки її ефективного функціонування. Тому аналіз фінансової структури має враховувати не лише наявні елементи фінансової системи, а й ті, які відсутні, але необхідні для повноцінного її функціонування.

Слідуючи підходу Дж. Боніна і П. Вочіла [254], можна визначити кілька взаємопов'язаних складових, які безпосередньо зумовлюють розвиток сучасних фінансових систем і які відсутні або мало розвинені в перехідних економіках. Серед них – і фінансові інструменти (насамперед такі інструменти ринку капіталу, як корпоративні облігації, іпотека, похідні інструменти тощо), і фінансові інститути (насамперед небанківські фінансові посередники – інститути контрактних заощаджень, приватні акціонерні фонди тощо).

Ринок корпоративних боргових інструментів. Виразний індикатор обмеженого розвитку ринку довготермінового капіталу – невеликий обсяг боргових інструментів приватного сектора порівняно з обсягами банківського кредитування. Важливість розвитку корпоративного боргового сегменту зумовлена багатьма факторами: він є інструментом створення і розвитку внутрішніх фінансових установ; допомагає розвивати фінансову систему, яка здатна поглинати внутрішні та зовнішні шоки; сприяє структурній реорганізації корпорацій і банків; дає можливість підприємствам отримувати фінансування навіть при низькому посередництві банківського сектора; дозволяючи підприємствам залучати інвестиційне фінансування, виступає як альтернативний спосіб нарощування капіталізації економіки. Проте формування такого ринку вимагає розвитку як пропозиції, так і попиту – критичної маси корпоративних емітентів і потенційних утримувачів корпоративних облігацій (небанківських фінансових посередників).

З другої половини 90-х рр. збільшення обсягів випусків корпоративних облігацій (в Україні з 2001 р.) спостерігається в багатьох перехідних економіках. Незважаючи на швидке нарощування обсягів, оборотів і кількості емісій, цей сегмент ринку залишається обмеженим за своїми характеристиками. Запас приватних боргових цінних паперів не перевищує 5 % ВВП у більшості економік і є в середньому нижчим, ніж на ринках, що формуються (Латинська Америка та Азія), і набагато меншим розміру ринку в розвинених країнах. Випуски корпоративних облігацій істотно диференційовані по емітентах і галузях⁶¹. Кількість емісій, як правило, перевищує кількість емітентів за рахунок того, що на ринок здатні виходити найбільш надійні емітенти, які послідовно

⁶¹У Росії, приміром, найбільша частка припадає на компанії паливної галузі, у Болгарії – на туристичну галузь і комп'ютерні компанії.

розміщують кілька випусків облігацій. Поширеною тенденцією ринку є перевищення пропозиції над попитом, що веде до підвищення ставок по облігаційних позиках. Торговельна активність вторинного ринку низька навіть у тих країнах, де швидко зростають первинні корпоративні випуски (Україна, Росія).

Головна перешкода зростанню приватного боргового сегменту ринку капіталу – високий рівень відсоткових ставок у сполученні з нерозвиненістю інституціональних інвесторів, які є потенційними утримувачами таких інструментів. Додаткові обмеження – відсутність інформаційної прозорості щодо корпоративної реструктуризації, поширення інсайдерської практики, яка елімінує контроль над використанням фондів з боку кредиторів, складність ціноутворення корпоративних облігацій тощо. У результаті, відносно розвинений ринок корпоративних облігацій існує лише в Угорщині і Чехії (4,97 і 5,92 % ВВП у 2005 р., відповідно [695]), тоді як переважна більшість трансформаційних економік розміщує корпоративні випуски на іноземних фінансових ринках через емісію єврооблігацій.

Іпотечний ринок. Після корпоративних цінних паперів, найпоширеніший інструмент ринку довготермінового капіталу – іпотека. У великих країнах ОЕСР (США, Велика Британія, Німеччина) запас іпотечних позик перевищує 50 % ВВП. У перехідному регіоні ринкові іпотечні інститути почали з'являтися з кінця 90-х рр., після прийняття законодавства про іпотечні банки (Польща і Угорщина в 1997 р.). На 2000 р. єдиною економікою з показником іпотечних позик понад 5 % ВВП була Хорватія, в решті найбільш розвинених країн регіону цей показник не перевищував 2–3 %. Розширення іпотечного кредитування комерційного і житлового будівництва, яке відноситься до 2003–2004 рр., визначило зрушення у фінансовій структурі насамперед країн ЦСЄБ. В Естонії і Латвії іпотечне кредитування домогосподарств в останні роки становить 30–40 % ВВП, в Угорщині, Чехії, Литві, Хорватії і Польщі – 10–20 % ВВП. Незважаючи на високі темпи зростання іпотечних ринків, частка іпотечного фінансування залишається низькою, особливо в країнах СНД (за винятком України). У багатьох економіках ПСЄ і СНД іпотечна заборгованість фактично відсутня або перебуває на початковій стадії (табл. 2.8).

Таблиця 2.8. Іпотечне кредитування в перехідних економіках
(розраховано за [651, 654])

Субрегіон	Сукупний внутрішній кредит домогосподарствам, % ВВП			Іпотечне кредитування домогосподарств, % ВВП		
	2000–2005 рр.	2006–2007 рр.	2008 р.	2000–2005 рр.	2006–2007 рр.	2008 р.
ЦСЄБ	9,6	23,9	28,5	4,9	15,8	19,2
ПСЄ	8,6	18,9	22,9	4,6	6,9	8,1
СНД	2,0	8,1	9,1	0,8	2,3	4,2
Україна	3,6	18,9	29,5		5,1	15,1

Відносно низький рівень іпотечного кредитування відображає недостатню прозорість майнових прав, відсутність чіткої системи гарантування прав власності і, відповідно, низький попит на іпотечні заощадження. Це визначає відмінність основних рис іпотечного фінансування "перехідного" типу від характеристик іпотеки, притаманних розвиненим ринкам: низький показник "позика до вартості", коротші терміни, поширення деномінації позик в іноземній валюті, відсутність вторинного ринку іпотеки тощо [254, р. 42–43]. Тому переважає тенденція створення іпотечних програм, які переміщують державне фінансування для субсидування розширення кредитування домогосподарств, а ринкові посередники, що рефінансують іпотечні кредити через механізм заставних або іпотечні облігації, розвинені недостатньо. Перший випуск польських іпотечних облігацій здійснено у 2000 р. В Україні перші два випуски цінних паперів, забезпечених заставою нерухомості, відбулися у 2007 р.

Ефективний розвиток іпотечних ринків вимагає сполучення ряду елементів: правової структури для власності і використання іпотечних інструментів; ефективних інститутів для оцінювання нефінансових активів; стабільного джерела фондів у вигляді депозитів, іпотечних облігацій або державних субсидій; державного страхування повернення коштів по іпотеках для створення попиту на іпотечні заощадження; макроекономічної стабільності для стимулювання використання довготермінових інструментів тощо.

Ринок похідних фінансових інструментів. Нестійкість господарських відносин у трансформаційних економіках, особливо країн СНД, зумовлює потребу у формуванні ринку похідних фінансових інструментів. Це визначає характерну рису розвитку останнього: він часто виникає не як результат активного ство-

рення нових інвестиційних можливостей з боку бірж, а як реакція на попит із боку компаній⁶².

Рівень і характер розвитку ринку деривативів у перехідних економіках свідчать про незавершеність його формування з погляду світової практики. Це стосується, насамперед, базових функцій похідних інструментів: прогнозування цін і хеджування ризиків. Ціна, яка формується на терміновому ринку – індикатор цінових очікувань ринкових учасників. Наявність прогнозу майбутньої динаміки валютних курсів і котирувань цінних паперів підвищує адекватність ринкового ціноутворення і сприяє стабілізації кон'юнктури ринків і зменшенню волатильності. Однак у транзитивних фінансових системах ця функція ринком майже не виконується, навпаки, саме поточна цінова динаміка базових активів виступає фактором ціноутворення деривативів⁶³. Істотний розрив між обсягами операцій на ринках базових активів і відповідних похідних інструментів, обмежує здатність термінових ринків повноцінно виконувати функцію з хеджування ризиків. Як правило, домінують операції спекулятивного характеру, а частка контрактів на поставку на біржовому сегменті незначна. По багатьох випущених приватних зобов'язаннях не існує вторинних ринків. Спекулятивний характер ринку похідних інструментів, особливо його фондового сегменту, зумовлює високу волатильність цінових та обсягових показників ринку. Цьому сприяють невеликі обсяги ринку, обмежене коло учасників, підвищена чутливість ринку до зовнішніх факторів, низька ліквідність більшості інструментів, відсутність адекватних механізмів забезпечення зобов'язань по ряду ринкових інструментів (приміром, укладання угод без необхідної застави). Це визначає переважання короткотермінових контрактів (із терміном не більше 6 місяців).

⁶² Так, Варшавська фондова біржа відкрила ринок похідних інструментів лише після того, як опціонами на деякі головні польські фірми почали торгувати у Відні. В Україні реєстрація похідних цінних паперів почалася у 2000 р. Обсяг торгів опціонами не перевищує 1–3 % обсягу торгів організованого ринку цінних паперів, тоді як ф'ючерсні контракти часто взагалі не випускаються.

⁶³ Типовий приклад – російський ринок похідних інструментів, де котирування фондових ф'ючерсів ідуть слідом за поточними котируваннями базових активів, відхиляючись від них не більш як на 5 % [99, с. 40].

У результаті інфраструктурних обмежень ринок деривативів залишається слабо розвиненим, а операції з похідними інструментами не мають будь-якого значного впливу на розвиток транзитивних фінансових ринків⁶⁴. Суттєвим обмеженням розвитку ринку похідних виступає рівень розвитку власне фондового ринку. Ринок термінових інструментів не здатний ефективно функціонувати без розвинутого ринку відповідних базових активів. Останні повинні мати як мінімум три основні характеристики: висока ліквідність, чіткі правила торгів, достатньо передбачувана динаміка. В умовах недостатньої розвиненості відповідних фінансових ринків попит на хеджування стимулює розвиток заміщувальних стратегій, наприклад, опціони на продаж, вбудовані у внутрішні корпоративні облігації. Це збільшує вразливість фінансової системи.

Небанківські фінансові посередники. Найменш розвинений сегмент фінансової системи в більшості трансформаційних економік – небанківські фінансові інститути: інвестиційні і страхові компанії та приватні пенсійні фонди. Інституціональні інвестори важливі, як мінімум, з трьох причин. По-перше, як фінансові посередники, вони переміщують фонди підприємствам через приватні розміщення і пряме інвестування. По-друге, маючи довготермінову інвестиційну орієнтацію, інститути контрактних заощаджень становлять конкуренцію комерційним банкам, що стимулює фінансові інновації, сучасні торговельні методи і збільшує цілісність (інтегрованість) фінансової системи. По-третє, інституціональні інвестори впливають на структуру ринку капіталу і, як наслідок, на структуру фінансової системи. Цю взаємозалежність чітко демонструє досвід розвинених країн. Країни з широким застосуванням пенсійних схем (США, Велика Британія) виявляють тенденцію до існування високопотужних фондових ринків, натомість у країнах, де сектор пенсійних фондів незначний (Німеччина, Італія) ринки відносно нерозвинені.

Хоч з початком XXI ст. у перехідному регіоні спостерігається стійка тенденція до поширення інститутів контрактних заоща-

⁶⁴ Навіть на найрозвиненішому в СНД російському ринку представлені майже виключно строкові інструменти на фінансові активи (цінні папери, фондові індекси і курси валют), товарний сегмент лише почав розвиватися (ф'ючерсні контракти на нафту, цукор) і практично не розвинені сегменти термінових кредитних і відсоткових контрактів.

джен, у більшості країн масштаб їх діяльності і роль у фінансовій системі незначні. Характеристики розвитку небанківських фінансових посередників визначаються двома взаємопов'язаними тенденціями: відсутність значних ресурсів для інвестування внаслідок низького рівня залучення заощаджень; нестача інструментів, доступних для інвестування. У 90-х рр. активи цих інститутів здебільшого утримувались в державних цінних паперах і банківських депозитах. Тому на ранніх стадіях запровадження, наприклад, обов'язкових пенсійних схем, забезпечувало підтримку розвитку насамперед банківського сектора. Крім того, історично в перехідних економіках недержавні пенсійні фонди створювалися крупними фінансово-промисловими групами не стільки для додаткового пенсійного забезпечення, скільки як інструмент зміцнення фінансового контролю над корпораціями шляхом скупівлі їх акцій⁶⁵. Їх роль у розвитку небанківських фінансових ринків почала зростати на більш пізніх стадіях, коли портфелі інституціональних інвесторів стали диверсифікуватися за рахунок збільшення частки активів, що інвестується в облігації та акції.

Довготерміновий характер договірних контрактів і сталий потік готівки, який вони генерують, дозволяють інститутам контрактних заощаджень здійснювати довготермінові інвестиції. Тому існує безпосередня взаємообумовленість між розвитком внутрішніх ринків приватних розміщень, корпоративних облігацій, іпотеки і розвитком інституціональних інвесторів, які забезпечують попит на такі активи. Зауважимо, однак, що вплив інституціональних інвесторів на розвиток фінансової системи починається після певного порогу – їх частка в акціонерній власності має досягти критичної маси у 20 % фондового ринку [154, с. 70]. Це піднімає питання про взаємозв'язок розвитку таких фінансових установ і ринку цінних паперів: що слід формувати раніше – фондовий ринок чи інституціональних інвесторів? Світовий досвід фінансового розвитку засвідчує оптимальність такої послідовності – розвиток пенсійних фондів і страхових компаній має передувати розвитку фондового ринку, а інвестиційні фонди мають створюватися після його стано-

⁶⁵ Так, в 1995 р. крупні пакети акцій ВАР "Лукойл" і ВАР НК "Сургутнефтегаз" були викуплені НПФ "ЛУКОЙЛ-гарант" і НПФ "Сургутнефтегаз" відповідно. Дані НПФ повністю контролювалися менеджментом відповідних корпорацій і використовувалися для скупки акцій компанії за її ж гроші [169].

влення. Інститути контрактних заощаджень сприяють модернізації ринку капіталу, збільшують прозорість операцій із фінансовими активами, посилюють контроль із боку акціонерів за діяльністю компаній і можуть брати активну участь у розробленні ефективної нормативної бази фінансових операцій. Натомість інвестиційні фонди не здатні успішно розвиватися за відсутності ефективно функціонуючого і регульованого фондового ринку. У реальності послідовність була протилежною в обох випадках. Така логіка стала чинником уповільнення розвитку транзитивних фінансових систем.

Приватні акціонерні фонди. Фонди прямого інвестування – ключовий елемент стимулювання економічного зростання у розвинених країнах і найбільш зростаючий сегмент сучасних ринків капіталу. Вони представляють собою тип посередництва між інституціональними інвесторами і підприємницькими структурами. Іноді їх інвестиційний капітал поповнюється за рахунок коштів інвесторів-ініціаторів і корпоративних інвесторів. Для перехідних економік приватні акціонерні фонди особливо важливі з двох причин: вони забезпечують додаткове джерело фінансування (тим компаніям, які надто малі, щоб залучити акціонерний капітал через фондові ринки, або надто ризиковані, щоб отримати банківське кредитування) і підтримують розвиток інноваційних і високотехнологічних проектів. Так, фонди венчурного капіталу виступають джерелом фінансування "початку" приватного бізнесу і діяльності малих і середніх підприємств. Їх роль зростає у фінансових системах, де банки не здійснюють інвестицій в акції. Проте, навіть при універсальній банківській справі, банки надають перевагу кредитуванню великих підприємств і уникають придбання довготермінових зобов'язань і ризиків, які складні для експертизи. Це визначає важливу роль венчурного капіталу як джерела фінансування високоризикованої діяльності і потенційно значний його вплив на економічний розвиток. Інша поширена форма фондів прямого інвестування – викупні фонди, що спеціалізуються на придбанні і реструктуризації крупних публічних неефективних компаній, допомагаючи змінити їх корпоративне управління, платіжну структуру, структуру активів, здійснюють фінансову реструктуризацію тощо для підвищення вартості компанії.

Приватне інвестування в акції у трансформаційних економіках почало розвиватися ще в 90-х рр., однак, за кількома виня-

тками, перебуває на початковій стадії розвитку. Навіть у Польщі, яка є лідером серед економік регіону в сегменті приватних акціонерних фондів, такі інвестиції становлять 0,06 % ВВП, що у двадцять разів менше, ніж у Великій Британії [655, р. 72]. Нерозвиненість приватних акціонерних фондів у перехідних економіках відображає низку специфічних і фінансових обмежень, величина яких варіює по країнах. Специфічні обмеження охоплюють нестачу внутрішніх інвесторів, насамперед інституціональних, дефіцит кваліфікованих менеджерів, високий ризик, правові, регуляторні і податкові бар'єри. В основі фінансових обмежень – нерозвиненість фінансової системи. З боку банків – це недостатні позикові фонди для фінансування угод приватних акціонерних фондів. З боку фондових ринків – це відсутність можливості для реалізації адекватної стратегії виходу з інвестицій. У розвинених економіках ринки акцій (приміром, через IPO, продаж контрольних пакетів акцій), так само як злиття і поглинання, є основними механізмами дезінвестування для приватних акціонерних фондів. Тому необхідна передумова формування сегмента фондів прямого інвестування – активний розвиток банківського сектора і ліквідних публічних фондових ринків.

Нерозвиненість означених компонентів фінансової системи свідчить про розриви у фінансовому спектрі трансформаційних економік. Внаслідок цього вони не можуть бути ідентифіковані як системи з диверсифікованою фінансовою структурою. Якщо ж враховувати й інші елементи фінансової структури: система корпоративного контролю, характер інформаційних потоків, ступінь реформованості різних сегментів фінансового сектора, то слід визнати, що більшість транзитивних фінансових систем продовжує перебувати на стадії трансформації та інституціонального оформлення, що не дозволяє абсолютно чітко визначити характер їх фінансової архітектури.

У зв'язку з цим важливу роль відіграють дві обставини. По-перше, у країнах ЦСЄ спрямованість на членство в ЄС зумовила запровадження банківського регулювання, що відповідає вимогам ЄС, включаючи універсальну банківську ліцензію. Вибір універсальної банківської справи є незворотним у тому сенсі, що в разі запровадження універсальні банки захищають свою франшизну вартість обмеженням входу або діяльності інших фінансо-

вих установ [254, р. 38]. Як показує модель Р. Раджана, впровадження універсальних банків запобігає розвитку спеціалізованої банківської справи, навіть якщо остання більш ефективна і прибуткова в перспективі [567]. Тому можна очікувати, що в цих економіках розвиватимуться насамперед ті фінансові інститути, які орієнтовані на фінансову структуру європейського зразка. Для країн СНД такого інституціонального "детермінанта" не існує. Більш розвинені з них (Росія, Україна) мають ширші можливості для побудови ефективного банківського сектора на основі будь-якої з альтернативних моделей фінансової системи. Це не дозволяє визначити однозначно можливу еволюцію їх фінансової структури. Вони можуть далі розвиватися і як "ринкові" системи американського зразка, і як диверсифіковані системи специфічного характеру. По-друге, ступінь розвитку різних компонентів фінансової системи, зокрема, створення повного спектра фінансових інститутів і ринків залежить від розміру країни [254, р. 9]. Внаслідок обмеженості попиту і пропозиції, отже, необхідного ефекту масштабу, малі економіки не спроможні розвинути увесь набір ринків та інститутів. За таких умов внутрішній фінансовий розвиток заміщується доступом до іноземного капіталу і світових фінансових ринків. Цей процес уже спостерігається в окремих малих відкритих економіках (Естонія, Латвія, Литва) і його можна очікувати для всіх країн, де розмір економіки може бути визначений як малий (Словенія, Молдова тощо). Однак країни-члени ЄС мають відносні переваги проти інших перехідних економік: європейська фінансова інтеграція надає їм можливість знайти ринкові ніші шляхом приєднання до регіональних ринків ЄС замість розвитку неефективних національних ринків. Це означає, що припущення про однорідність фінансової структури не може бути застосоване до трансформаційних економік. Внаслідок відмінностей у розмірах економіки і можливостях фінансового розвитку вони будуть диференційовані у кілька груп з фінансовими системами різного типу.

Попри те, що формування фінансової архітектури є відносно самостійним аспектом побудови фінансової системи, ігнорування або недостатнє врахування у практиці трансформаційних економік взаємозв'язку між структурою, функціонуванням і розвитком є серйозною методологічною помилкою, що веде до нераціона-

льних фінансово-політичних рішень, які спричиняють дисфункціонування не лише самої фінансової системи, а й економічної системи в цілому. Ефективність функціонування цілісної фінансової системи не зводиться до простої арифметичної суми ефективності функціонування структурних сегментів фінансового сектора (банківської системи, системи ринків цінних паперів, страхової системи тощо) або окремих фінансових інститутів (банків, інвестиційних і страхових компаній тощо), їх можливостей, особливих цілей і ресурсів. Не менш важливий аспект – синергетичний ефект інтегральної єдності фінансової системи, який виникає внаслідок узгодженої взаємодії її основних структурних компонентів. Ступінь пристосування одних компонентів фінансової системи до інших визначає, наскільки ефективно ці окремі компоненти функціонують в сукупності. Цей потенціал ефективності у трансформаційних економіках не був реалізований. Натомість очевидним є поєднання несумісних (неузгоджених) характеристик фінансових систем розвинених країн.

Намагання інтенсифікувати розвиток фінансових систем, копіюючи досвід, масштаби і характеристики фінансової діяльності розвинених країн, супроводжується функціональними проблемами. Серед поширених негативних наслідків цієї політики є такі:

- домінування державних і створення великої кількості малих приватних банків з метою прискорення розширення фінансового посередництва спричинило уповільнення нарощування фінансового потенціалу, оскільки стимули діяльності перших визначаються політичними процесами, а другі – не здатні забезпечити ефективне розміщення ресурсів. Масована і нерегульована поява комерційних банків за відсутності адекватного пруденційного регулювання і централізованого, переважно бюджетного, розподілу фінансових ресурсів стала однією з причин орієнтації на "небанківську" діяльність цих установ;
- формування інституціональних інвесторів в умовах неадекватного середовища стимулювало криміналізацію фінансової діяльності. Поява трастів та інвестиційних компаній на початку 90-х рр. за відсутності нормативно-правової бази їх діяльності і ринку цінних паперів стала фактором перерозподілу заощаджень на основі кримінальних фінансових операцій. Створення страхових компаній без розвиненого ринку кор-

поративних інструментів і в умовах низьких стандартів наглядно заклало основу для різноманітних схем уникнення оподаткування прибутку підприємств (через псевдострахові угоди з афілійованими страховими компаніями) і виведення коштів за кордон (через операції перестраховування);

- захист національної фінансової системи у формі протекціонізму щодо фінансового сектора (зокрема, жорсткі обмеження до входження на ринок для професійного іноземного капіталу) внаслідок антиконкурентного характеру призвів до збільшення трансакційних витрат і низької якості фінансових послуг;
- невідповідна (передчасна і непослідовна) фінансова лібералізація і нерегульоване збільшення фінансової відкритості через масштабний приплив іноземного капіталу зумовили перманентну фінансову нестабільність. Вільний доступ на внутрішній ринок фінансових послуг іноземних банків викликав надмірну залежність національних фінансових систем від іноземних;
- стимулювання надто швидкого зростання внутрішнього кредиту в економіці генерувало інфляцію, знецінення національної валюти і, як наслідок, неплатоспроможність економічних суб'єктів і крихкість банківської системи. Результатом є необхідність повернення до політики фінансової стабілізації, впровадження заходів, спрямованих на подолання інституціональної неплатоспроможності і реструктуризацію банківської системи.

Ці негативні ефекти різною мірою і в різному сполученні проявилися практично у всіх трансформаційних економіках. Прагнення змінити (навіть з метою оптимізації) структуру фінансової системи без урахування характеру функціонування економічної системи в цілому і поточного рівня розвитку комплементарних компонентів фінансової системи, зокрема, не лише не підвищило якісні характеристики самої фінансової системи, а й призвело до певної дезорганізації і фінансової системи, і економіки в цілому.

Наявні характеристики транзитивних фінансових систем: домінування банківського сектора, недосконалі ринки цінних паперів, розриви у спектрі фінансових інститутів та інструментів у сполученні з нефункціональною системою корпоративного контролю, екстенсивним сектором інституціональних інвесторів тощо, дозволяють по-новому інтерпретувати їх фінансовий розвиток. Намагання об'єднати переваги "банківських" і "ринкових" фінан-

сових систем не мало значного позитивного ефекту, оскільки не була врахована необхідна умова ефективного функціонування систем, а саме – узгодженість системних компонентів. Тому фінансові системи трансформаційних економік в їх сьогodнішній формі можуть бути охарактеризовані як половинчасті гібридні системи. З системного погляду вони не мають системи зворотного зв'язку в тій мірі, яка формує якісний процес самоорганізації і створює механізм фінансового розвитку, котрий характеризується ефективним і послідовним виконанням їх функцій. Це пояснює, чому як цілісність транзитивні фінансові системи відносно неефективні і нестійкі впродовж більшості років перехідного періоду. Навіть продовжуючи переміщення у напрямі фінансової структури, яка складається в розвинених країнах, вони залишаться у недорозвиненому вигляді, якщо не буде врахована необхідність узгодження базових компонентів фінансової системи. У цілому транзитивні фінансові системи відповідають критерію фінансової структури, визначеному раніше: країни, які мають слабо розвинені за міжнародними стандартами ринки цінних паперів і банківську систему не можуть бути ідентифіковані як "банківські" або "ринкові" фінансові системи. Вони мають об'єднуватися у третій категорії – країни з нерозвинутою або несформованою фінансовою структурою.

2.3. ІНФЛЯЦІЙНІ ДЕТЕРМІНАНТИ РОЗВИТКУ ТРАНЗИТИВНИХ ФІНАНСОВИХ СИСТЕМ

2.3.1. ДИНАМІКА ІНФЛЯЦІЇ І ФІНАНСОВИЙ РОЗВИТОК

За своєю природою інфляція має двійчастий характер. Згідно з еволюційним напрямом економічної науки, інфляція є наслідком і водночас умовою економічної еволюції. Вона стимулює технологічний та організаційний прогрес, ефективні інституціональні зміни і відіграє ключову роль у конкурентних відносинах між підприємцями-новаторами і підприємцями-консерваторами – боротьбі за трудові, енергетичні і матеріальні ресурси [83, с. 26–29; 84, с. 59–61; 116, с. 4]. Економічна еволюція, інфляція і фінансовий розвиток тісно пов'язані між собою. По-перше, реалізація інноваційного напрямку економічного розвитку можлива лише за наявності розвинутої фінансової системи. Упровадження інновацій створює додатковий попит на фінансові ресурси, потребуючи значної кредитної підтримки з боку інституціональних інвесторів і комерційних банків. По-друге, помірні інфляція виступає як фінансовий фактор економічного росту, слугуючи макроекономічною формою прояву тієї грошової емісії, що обслуговує економічне зростання [84, с. 58]. Як стверджують прихильники еволюційної економіки, протидія такій інфляції – протидія економічній еволюції. Поряд із еволюційною інфляцією існує нееволуційна інфляція, яка породжується високим бюджетним дефіцитом, нераціональною монетарною політикою, зростанням витрат і має негативний вплив як на економічну еволюцію в цілому, так і на фінансовий розвиток зокрема. Мета трансформаційних економік – перехід від нееволуційної інфляції до еволюційної.

Вплив інфляції на розвиток транзитивних фінансових систем має стабільний характер⁶⁶. Власне фінансова система виступає як

⁶⁶ Унаслідок макроекономічних диспропорцій зростання цін розпочалося практично в усіх країнах Східної Європи (за виключенням НДР) ще до початку перехідного періоду у 1976–1989 рр. Причому в Польщі середньорічне зростання роздрібних цін у 1986–1989 рр. становило 88,3 %, що більш як удвічі перевищує максимальне значення інфляції в цій країні у 90-х рр.

трансмійний механізм впливу інфляції на реальну економіку. Серед країн регіону спостерігалася значна варіація темпів інфляції в кожному окремий період часу й упродовж усього періоду розвитку. Протягом перехідного періоду лише в трьох країнах (Словаччина, Чехія, Угорщина) інфляція не перевищувала дворозрядний рівень, а з 2000 р. по 2008 р. включно лише у восьми країнах (Албанія, Боснія і Герцеговина, Вірменія, Македонія, Словенія, Угорщина, Хорватія, Чехія) інфляція була однорозрядною⁶⁷. Натомість процеси гіперінфляції проявилися в багатьох країнах ЦСЄ (Болгарія – 1997 р., Хорватія – 1993 р., Естонія, Литва, Македонія – 1992 р.) і в усіх країнах СНД (у період 1992-1995 рр.). Незважаючи на загальне зниження темпів інфляції на початок ХХІ ст., досвід трансформаційних економік вказує на труднощі у послідовній підтримці помірному рівня інфляції впродовж тривалого періоду. Інфляція набуває як мінливого, так і стабільного характеру. У середньотерміновому періоді спостерігаються три тенденції: 1) помірний рівень інфляції (Естонія, Польща, Словаччина, Словенія, Угорщина, Чехія тощо), 2) різкі коливання інфляції (Білорусь, Болгарія, Румунія, Сербія і Чорногорія, Україна), 3) чергування інфляції і дезінфляції (Македонія, Литва, Азербайджан, Вірменія). Підвищення інтенсивності інфляційних процесів у регіоні з 2005–2006 рр. збігається з динамікою світового фінансового циклу. Це свідчить, що трансформаційні економіки вже схильні до циклічної інфляції, притаманної розвиненим економікам. Загальні характеристики розвитку інфляційних процесів представлені в табл. 2.9.

⁶⁷ Відповідно до Маастрихтських критеріїв, рівень інфляції у країні-кандидаті не повинен перевищувати рівень інфляції в зоні євро більш, ніж на 1,5 %. Але до 2002 р. включно темпи інфляції у країнах-кандидатах вступу до ЄС значно перебільшували порогові значення.

Таблиця 2.9. Інфляція і фінансова стабілізація в перехідних економіках (розрахована і складена за [386, р. 35; 651; 652, р. 40; 655, р. 34])

Країна	Максимальний річний рівень інфляції (ІСД)	Рік найвищої інфляції	Дата початку стабілізаційної програми	Рівень інфляції на початок програми **	Прийнятний валютний режим***1	Рік, з якого інфляція не перевищує 50 %	Середньорічні темпи ІСД %	
							2000–2006 pp.	2007–2008 pp.
ЦСЄБ								
Естонія	1076	1992	Червень 1992	1086	Фіксований	1994	3,7	8,7
Латвія	951	1992	Червень 1992	818	Гнучкий/фіксований	1994	4,2	13
Литва	1020	1992	Червень 1992	709	Гнучкий/фіксований	1995	1,3	8,4
Польща	585	1990	Січень 1990	1096	Фіксований	1992	3,6	3,4
Словаччина	61	1991	Січень 1991	46	Фіксований	1992	6,5	3,7
Словенія	1306	1989	Лютий 1992	288	Гнучкий	1993	5,6	4,9
Угорщина	35	1991	Березень 1990	26	Фіксований	-	6,2	7,2
Чехія	52	1991	Січень 1991	46	Фіксований	1992	2,6	4,6
ПСЄ								
Албанія	226	1992	Серпень 1992	293	Гнучкий	1994	2,6	3,5
Боснія і Герцеговина	-	-	-	-	-	1998	2,9	6,2
Болгарія	1082	1997	Лютий 1991*	245	Гнучкий	1998	6,3	10,5
Македонія	1664	1992	Січень 1994	248	Фіксований	1995	2,5	5,4
Румунія	256	1993	Жовтень 1993*	314	Гнучкий	1999	20,9	6,0
Сербія	116,5·10 ²⁴	1993	-	-	-	2002	33,2	8,6

Закінчення табл. 2.9

Країна	Максимальний річний рівень інфляції (ІЦ) %	Рік найвищої інфляції	Дата початку стабілізаційної програми	Рівень інфляції на початок програми **	Прийнятий валютний режим ***1	Рік, з якого інфляція не перевищує 50 %	Середньорічні темпи ІЦ, %		
							2000-2006 pp.	2007-2008 pp.	
Чорногорія	116,5 ^{10,12}	1993	-	-	-	2001	21,8	6,1	
Хорватія	2520	1989	Жовтень 1993	1902	Фіксований	1995	2,9	4,7	
СНД									
Азербайджан	1664	1994	Січень 1995	1651	Гнучкий/фіксований	1996	4,7	18,1	
Білорусь	2221	1994	Листопад 1994*	2180	Гнучкий/фіксований	2002	48,0	11,8	
Вірменія	4962	1994	Грудень 1994	1885	Гнучкий/фіксований	1996	2,7	5,4	
Грузія	15606	1994	Вересень 1994	56476	Гнучкий/фіксований	1996	6,1	9,2	
Казахстан	1892	1994	Січень 1994	2315	Гнучкий/фіксований	1996	8,1	14,2	
Киргизія	855	1992	Травень 1993	934	Гнучкий/фіксований	1995	6,4	17,3	
Молдова	1276	1992	Вересень 1993	1090	Гнучкий	1995	13,5	12,9	
Росія	1526	1992	Квітень 1995*	218	Гнучкий/фіксований	2000	15,0	11,0	
Таджикистан	2195	1993	Лютий 1995*	73	Гнучкий	1998	17,8	17,6	
Туркменістан	3102	1993	Відсутня	20	-	1998	8,8	10,5	
Україна	4734	1993	Листопад 1994	645	Гнучкий/фіксований	1997	11,1	18,8	
Узбекистан	1568	1994	Листопад 1994	1555	Гнучкий	1998	17,4	12,1	

* - дата початку першої стабілізаційної програми.

** - інфляція за 12 місяців, що передували місяцю початку стабілізаційної програми.

*** - фіксований режим охоплює валютну раду, прив'язку, валютний коридор; гнучкий режим містить вільне і кероване плавання.

Динаміка інфляції і рівень фінансового розвитку трансформаційних економік чітко кореспондують між собою. Рис. 2.7 ілюструє взаємозв'язок між рівнем інфляції (ІЦ) і розміром фінансової системи. Лінія тренду показує – чим більші темпи зростання споживчих цін, тим нижчий рівень фінансового розвитку, визначений як сума внутрішнього кредиту банківського сектора і капіталізації фондового ринку щодо ВВП. Коефіцієнт детермінації $R^2 = 0,77$ є статистично значущим ($p < 1\%$) і вказує на тісний зв'язок.



Рис. 2.7. Взаємозв'язок рівня фінансового розвитку перехідних економік та інфляції, лаг 1 рік

Теоретично, основна причина відсутності нейтральності фінансової системи до інфляції полягає в тому, що інфляційні процеси знижують інформаційну значимість цін і зменшують реальну вартість активів. При збільшенні темпів зростання цін інвестори перерозподіляють портфелі своїх активів, заміщуючи невідсоткові грошові активи індексованими фінансовими активами, а також активами, деномінованими в іноземній валюті або нефінансовими активами, такими як товари і нерухомість. У результаті інфляція має потрійний вплив на функціонування фінансових ринків. По-перше, саме існування інфляції в поєднанні з невизначеністю її майбутнього рівня веде до збільшення витрат фінансового посе-

редництва й ускладнює управління економічними ризиками. По-друге, намагання запобігти подальшому зростанню цін шляхом запровадження жорсткого регулювання потенційно має серйозні негативні наслідки для фінансової системи. Найбільш відомий випадок – вплив контрольованих номінальних відсоткових ставок на рівень реальної доходності фінансових активів: збільшення інфляції (фактичної або очікуваної) скорочує реальну доходність, яка може набути навіть від'ємних значень. По-третє, як власне інфляція, так і політика фінансової стабілізації негативно впливають на відсоткові ставки, валютний курс, фінансову позицію позичальників тощо і тим самим на якість балансу фінансових посередників. Якщо означені ефекти значні, вони спричиняють дезінтермедіацію і фрагментацію фінансових ринків.

Неочікувані зміни інфляції і волатильність її темпів посилюють масштаби негативного впливу інфляції на фінансову систему. Економічні агенти пов'язані номінальними контрактами, більшість з яких базується на очікуваній інфляції. Як наслідок, неочікувані інфляційні шоки ведуть до неефективності прийнятих раніше рішень і перерозподілу добробуту між кредиторами і позичальниками. Висока волатильність інфляції і цінова невизначеність спричиняють зменшення кількості надійних активів і скорочення вартісного обсягу угод (у реальному виразі) між агентами. Зростання ризиків і зменшення обсягу трансакцій в економіці виступають чинниками значних витрат для фінансових посередників і викликають скорочення активності у фінансовій системі. Важливим є те, що сам ризик такого виду збитків починає прискорювати інфляцію до неочікуваного рівня і збільшує витрати на фінансові послуги, оскільки він перешкоджає банкам здійснювати трансформацію термінів фінансових ресурсів. Інша причина збільшення витрат фінансового посередництва – намагання всіх економічних агентів зменшити невпевненість через скорочення термінів номінальних контрактів: за інших рівних умов це збільшує кількість операцій і витрати на їх обробку, що підвищує вартість надання посередницьких послуг і заважає ефективному переміщенню фінансових ресурсів.

Дія цих ефектів підтверджується світовим досвідом: зі зростанням інфляції збільшуються показники номінальної доходності при одночасному скороченні реальної доходності практично всіх фінансових активів, що призводить до зменшення розмірів бан-

ківського сектора та активності фондового ринку [266; 267; 342]. За даними Дж. Бойда, Р. Левіна і Б. Сміта [267], у країнах із вищим середнім рівнем інфляції в інтервалі 35–45 років рівень розвитку банківського сектора і фондового ринку нижчий, ніж у країнах з низьким середнім рівнем інфляції. При цьому для банківського сектора існує причинно-наслідкова залежність, що рухається від рівня інфляції до рівня розвитку банківського сектора.

2.3.2. КАНАЛИ ВПЛИВУ ІНФЛЯЦІЇ НА РОЗМІР ТА АКТИВНІСТЬ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРА

Ключовий вплив на розвиток транзитивних фінансових систем мають кілька основних і певною мірою традиційних інфляційних ефектів. Це доходність фінансового посередництва, динаміка реальних відсоткових ставок, рівень монетизації економіки, доходність активів фондового ринку, зростання явних і неявних ставок оподаткування тощо. Однак механізми впливу інфляції на параметри і характеристики фінансового розвитку в трансформаційних економіках зазнали модифікації. По-перше, ступінь і специфіка впливу визначаються рівнем, тривалістю і характером розвитку інфляційних процесів; по-друге, оскільки найбільш важливою складовою транзитивних фінансових систем є банківська система, то інфляційні процеси найбільшою мірою торкнулися активності банків; по-третє, нерозвиненість інституціонального середовища і неадекватна система стимулів деформували поведінкову реакцію економічних суб'єктів перехідних економік. Додаткова причина – взаємопов'язаність каналів впливу інфляції на фінансову систему, що породжує різнонаправлені за характером дії ефекти.

Реальні відсоткові ставки. Динаміка реальних відсоткових ставок – чи не найважливіший канал впливу інфляції на розвиток транзитивних фінансових систем. Коливання цін впливають і на реальний доход, який отримується кредитором, і на розмір виплат, які має здійснювати позичальник. Зростання інфляції викликає зростання показників номінальної доходності банків – номінальної відсоткової маржі, співвідношення доданої вартості і обсягу банківських активів, співвідношення банківського прибут-

ку і банківських активів тощо. Проте за відсутності або не повній індексації боргових інструментів показники номінальної доходності діяльності банків зростають меншою мірою, ніж темп інфляції. Це означає скорочення доходності фінансового посередництва у реальному вираженні. Зменшення купівельної спроможності грошей веде до знецінення основної суми боргу.

Динаміка реальної відсоткової ставки, як і моделі поведінки суб'єктів фінансової системи, на різних етапах розвитку інфляції відрізнялися (дод. 10). Початок інфляційних процесів у перехідних економіках поєднувався із заниженими проти інфляції номінальними ставками (через недооцінювання банками ймовірного зростання рівня цін і прямий державний контроль відсоткових ставок). Результатом стало *встановлення від'ємних реальних відсоткових ставок* по кредитах і неочікуване переміщення коштів від кредиторів до позичальників. Ефективність знецінюваних позик широко використовувалася підприємствами – кредити бралися під високі відсоткові ставки в розрахунок на те, що інфляція покриє витрати по позиці. Через падіння реальної доходності і знецінення активів і капіталу банки зазнали значних втрат, унаслідок чого кредитна активність банківського сектора істотно знизилася. Це відбувалося в трьох формах: 1) переорієнтація діяльності банків від кредитування до спекулятивних операцій на валютних ринках; 2) поширення у банківських системах практики раціонування кредитів; 3) у виняткових випадках такий механізм призвів до банкрутства банків і дезінтермедіації. Таким чином, першим став перерозподільчий ефект інфляції на прибутковість і, відповідно, посередницьку активність банківського сектора, отже, глибину фінансового розвитку.

Логічно припустити, що зниження темпів інфляції мало б стати стимулом до розвитку фінансової системи. Але цього не відбулося. Теоретично, падіння активності фінансових інститутів і ринків при скороченні темпів інфляції (і, відповідно, зниженні відсоткових ставок) може відбуватися через зміну попиту на гроші. Більш низькі номінальні відсоткові ставки збільшують попит на грошові залишки, внаслідок чого скорочується обсяг коштів, які раніше розміщувалися в ліквідні фінансові інструменти [287; 597]. Закономірний результат цього – обмеження активності на фондовому ринку і в банківському секторі. Низька активність банків за таких умов пояснюється зменшенням стимулів до кредитування: при низьких

відсоткових ставках альтернативні витрати утримання резервів скорочуються, і резервні кошти (внаслідок відсутності кредитного ризику) стають для банків привабливішим активом, ніж кредити.

Однак у трансформаційних економіках спостерігався інший ефект: наслідком уповільнення інфляції стали волатильні й часто надзвичайно *високі позитивні реальні відсоткові ставки* по кредитах (іноді до 70 %). Подальше зниження рівня інфляції не дало істотного і стабільного скорочення їх рівня. Це свідчить про низьку еластичність реальної кредитної ставки до змін інфляції в перехідних економіках⁶⁸. Але якщо за від'ємних реальних відсоткових ставок банківська система субсидує позичальників і відбувається "втеча" від національної валюти, то високі позитивні реальні ставки супроводжуються негативними ефектами іншого роду. Високі відсоткові ставки – це і причина, і результат непродуктивних кредитів. Вони є причиною, оскільки ведуть до несприятливого відбору позичальників, готових запозичувати під високі відсотки. Вони є результатом, оскільки банки намагаються відшкодувати витрати по непродуктивних кредитах через збільшення відсоткової маржі.

Накопичення непродуктивних кредитів стало додатковим чинником скорочення активності банківського сектора трансформаційних економік. Механізм нарощування заборгованості реального сектора перед банківською системою генерований сполученням політики фінансової стабілізації і низької еластичності відсоткових ставок. У результаті фінансової стабілізації і відповідного зниження інфляції реалізована реальна відсоткова ставка виявилася високою. Позичальники, змушені повертати кредити

⁶⁸ Збереження високих позитивних реальних відсоткових ставок у багатьох перехідних економіках значною мірою зумовлене двома чинниками. Перший – оцінка фінансової стабілізації з боку економічних агентів. У країнах СНД високий рівень дефіциту державного бюджету, заборгованість із заробітної плати та соціальних виплат, взаємна заборгованість підприємств, штучна підтримка обмінного курсу за рахунок припливу короткотермінових зовнішніх запозичень тощо, які спостерігалися у 90-х рр., сформували негативні очікування стосовно фінансової стабільності і стимулювали утримання високих номінальних відсоткових ставок. Другий – формування банками адаптаційних "антиінфляційних" механізмів: вони включають у вартість грошей надбавку, що враховує ризик неочікуваного інфляційного шоку.

за початково високою номінальною ставкою відсотка, зіткнулися з проблемою дефляції боргу. Збільшення реальної величини боргу з одночасним реальним подорожчанням кредитних ресурсів вело до збільшення пролонгованих і неповернених позик, особливо в банках, які займалися кредитуванням підприємств держсектора (дод. 11). Так, в Україні заборгованість по банківських кредитах, включаючи прострочені відсотки, з початком програми фінансової стабілізації в 1994 р. миттєво зросла майже у 18 разів (з 25 млн грн. на кінець вересня до 440 млн грн. на кінець грудня). Аналогічна тенденція спостерігалася в більшості перехідних економік (крім Естонії). Характерно, що частка непродуктивних кредитів у окремих країнах ЦСЄБ (Словаччина, Чехія) була більша, ніж у країнах СНД (Казахстан, Росія). Погіршення якості активів збільшило вразливість банків до кредитного ризику і супроводжувалося банківськими кризами і політикою реструктуризації банків, спрямованою на їх подолання. Передача "поганих" кредитів від банків до агенцій з реструктуризації банківських активів дозволила скоротити обсяг непродуктивних кредитів (Киргизія у 1998, Румунія у 2000 р.), але ця процедура не завжди мала довготерміновий вплив (Чехія). Сукупні поточні тенденції в динаміці непрацюючих кредитів відбивають насамперед зниження їх відносної частки в умовах швидкої кредитної експансії. Недостатній розвиток економічних і правових механізмів, спрямованих на забезпечення реалізації заставних прав, не дозволяє банкам позбавитися прострочених позик і вказує на потребу в ефективних програмах реструктуризації банків. У ряді країн (Польща, Македонія, Румунія, Азербайджан тощо) безнадійні борги перевищують критичний рівень у 5 % банківського кредиту або наближаються до нього (Хорватія, Таджикистан). Дані щодо України суперечливі. Середній обсяг непрацюючих кредитів за даними ЄБРР становив 1,5 % сукупного обсягу кредитів у 2006–2007 рр., за даними Світового банку – перевищував 17 %, за даними МВФ – становив понад 14 % на вересень 2008 р. Якщо правильними є останні цифри, то обсяг "поганих" кредитів в Україні – найвищий у перехідному регіоні.

Означені механізми впливу реальних відсоткових ставок на фінансовий розвиток трансформаційних економік діють до сьогодні. У країнах з від'ємними реальними ставками уповільнюється розвиток сектора інституціональних посередників, оскільки від'є-

мна норма прибутку по банківських вкладах і державних облигаціях обмежує спектр привабливих інструментів, доступних для інвестування і дестимулює впровадження пенсійної реформи. В економіках з високими реальними ставками зберігаються високі кредитні ризики, які мають високий потенціал реалізації в разі неспроможності корпорацій і домогосподарств розраховуватися за боргами. Високі реальні відсоткові ставки зумовлюють значне обмеження (як показує досвід 90-х рр. – іноді майже повне припинення) інвестиційного процесу в реальному секторі економіки. Тому їх зниження часто розглядається як ключовий чинник прискореного економічного зростання, а суспільна реакція зводиться до вимог щодо розширення внутрішнього кредитування. Таким чином, в короткотерміновому періоді високі реальні відсоткові ставки виступають як фактор тиску на користь грошової експансії. Це означає, що високі реальні відсоткові ставки, які склалися в більшості економік ПСЄ і СНД самі по собі несуть дестабілізаційний ефект і, сприяючи погіршенню економічного становища, ведуть до відновлення інфляційної економічної ситуації.

Відтік фінансових ресурсів із сектора фінансового посередництва. Згідно з теорією, за інфляції посередницькі послуги банків стають незатребуваними [229], що спричиняє відтік фінансових ресурсів із сектора фінансового посередництва. У перехідних економіках це проявилось у формі відтоку депозитних коштів із банківської системи (рис. 2.8). Для його пояснення існує три головні причини. Гарантією обміну банківських депозитів на готівку є резервні кошти банку. Оскільки зі зростанням інфляції банки надають відносно менше гарантій щодо трансформації депозитів у готівкові гроші, небанківські агенти уникають банківської системи і вилучають заощадження з банків. Скорочення реальних сукупних заощаджень населення внаслідок інфляції – другий чинник падіння попиту на банківські вклади. Взаємний негативний вплив цих ефектів – обмеження розвитку традиційного банківського бізнесу. Скорочення попиту на депозитні гроші і, відповідно, відтік фінансових ресурсів із сектора фінансового посередництва відбувся на першому етапі реформ практично в усіх країнах. У результаті глибина фінансової системи, виміряна через співвідношення депозитів щодо ВВП, з початку 90-х рр. скоротилася в декілька разів. В Естонії, приміром, частка сукупних зобо-

в'язань, залучених у формі депозитів від небанківських суб'єктів під час найбільш інтенсивного розвитку інфляції впала з 95 % ВВП у 1991 р. до 6–7 % у 1993–1996 рр. (дод. 12).

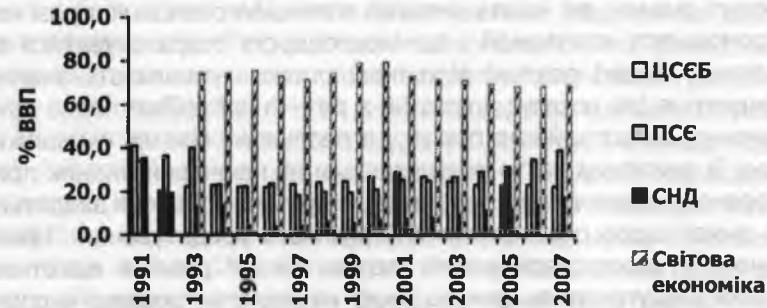


Рис. 2.8. Динаміка обсягу депозитів у перехідних економіках (розраховано і побудовано за [701])

Третій ефект зумовлений асиметричним коригуванням відсоткових ставок. У міру пристосування банківської системи до характеру діяльності в умовах інфляції, зниження реальної доходності від фінансового посередництва банки компенсували збільшенням відсоткової маржі. Ступінь коригування на інфляцію номінальних ставок по кредитах був вищим, ніж по депозитах⁶⁹. За високої інфляції це зумовило від'ємні значення реальних депозитних ставок. Скорочення темпів інфляції вело, як правило, до зростання реального відсотка по депозитах, але він зростав значно меншою мірою, ніж реальна ставка по кредитах. Проте при низькій або від'ємній реальній доходності депозитів, небанківські агенти надають перевагу: 1) грошам, заміщуючи відсоткові фінансові інструменти (банківські депозити) невідсотковими активами (готівковими грошами), оскільки користування банківськими послугами пов'язане з трансакційними витратами; 2) розміщенню власних заощаджень в індексовані активи – іноземну валюту і нерухомість. Здатність залучати депозитні ресурси і формувати стійкі пасиви – ключова для виконання банками посередницької функції. Надмірно низький рівень залучення депозитів у трансформа-

⁶⁹ Це підтверджується позитивною залежністю динаміки банківської відсоткової маржі в перехідних економіках від рівня інфляції [157, с. 45].

ційних економіках проти загальносвітового рівня вказує на стабільно низьку довіру до банківського сектора і непривабливість депозитних вкладень. Оскільки пропозиція кредитів обмежена розміром банківських вкладів, то падіння попиту на банківські депозити визначило середньотермінову тенденцію скорочення активності на ринку банківського кредитування і зменшило ємність транзитивних фінансових систем.

Монетизація економіки, валютне заміщення і фінансовий дуалізм. Інфляційні процеси (у тому числі через механізм реальних відсоткових ставок і відтік грошей з банківської системи) спричинили значне *зниження рівня монетизації* перехідних економік і, як результат, незбалансованість попиту і пропозиції реальних грошей⁷⁰.

У макроекономічному плані, якщо попит на гроші значно перевищує їх пропозицію, гроші починають заміщуватися іншими активами. Функцію заміни беруть на себе грошові субститути – фінансові (іноземна валюта, торговельний кредит, векселі) і нефінансові активи (товарні запаси). У простій формі цей взаємозв'язок можна записати так. Сукупний попит на гроші $\left(\frac{M}{P}\right)^d$ або попит на загальноекономічну ліквідність L^d є функцією доходу (Y):

$$\left(\frac{M}{P}\right)^d = L^d = f(Y).$$

Пропозиція загальноекономічної ліквідності L^s представляє собою суму пропозиції грошей у реальному вираженні $\left(\frac{M}{P}\right)^s$ і грошових субститутів Su :

$$L^s = \left(\frac{M}{P}\right)^s + Su.$$

⁷⁰ Для уникнення очікуваних втрат від знецінення грошових залишків попит на гроші в умовах інфляції обмежується необхідністю укладання угод і збільшується під впливом шоків ліквідності, з якими стикаються економічні агенти. Однак при надвисокій інфляції рівень демонетизації стає настільки значним, що попит на гроші починає перевищувати пропозицію реальних грошей.

Ця залежність показує, що рівень монетизації визначає структуру загальноекономічної ліквідності. Вона вказує також, що при зменшенні реальної грошової маси збільшувати обсяг економічних трансакцій або забезпечувати їх певний рівень можна лише збільшуючи використання грошових субститутів. Підвищення попиту на засоби платежу веде до автоматичного зростання грошових субститутів в економіці. Внаслідок цього загальний монетарний попит стає залежним від пропозиції загальноекономічної ліквідності і, відповідно, відокремлюється від прив'язки до національної грошової маси. Встановлюється макроекономічна рівновага, що характеризується низьким рівнем монетизації. Цей ефект може слугувати поясненням повільності збільшення монетизації трансформаційних економік.

За ступенем монетизації економіки перехідного регіону не досягли середньосвітового рівня. Існують однак істотні відмінності між ними. У країнах СНД співвідношення гроші/ВВП є значно меншим, ніж у країнах ЦПЄБ і ПСЕ (рис. 2.9). Процес демонетизації обмежений більш розвиненими країнами ЦСЕ. Така інерційність викликана явищами довготермінової адаптації економіки до високого рівня інфляції і наступної стабілізації. Демонетизація економічного обороту створила передумови для обслуговування ВВП іншими потоками – відбувся зсув від національної валюти до іноземної (валютне заміщення) і негрошових субститутів.

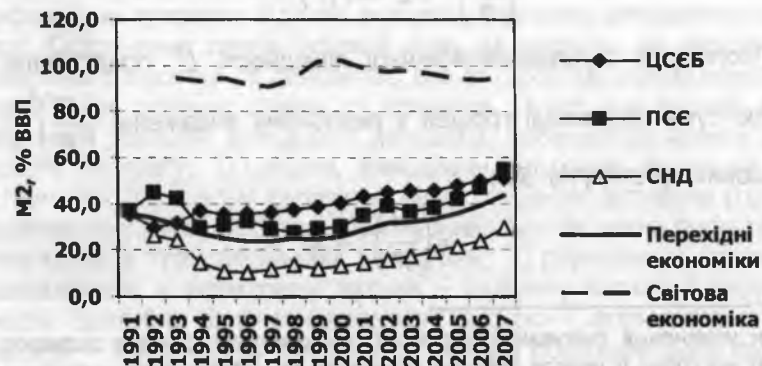


Рис. 2.9. Динаміка рівня монетизації перехідних економік (розраховано і побудовано за [701])

Валютне заміщення зумовлене ймовірністю втрати вартості внаслідок знецінення національних грошей. Висока вартість використання національної валюти для операцій спонукає економічних агентів шукати альтернативні варіанти – іноземні активи починають використовуватися як засіб платежу і облікова одиниця. Витіснення з обігу національних грошей різко зросло у 90-х рр. у більшості перехідних економік. Іноземна валюта (долар США, раніше – німецька марка, нині – євро) перетворилася із засобу міжнародних розрахунків на засіб платежу на внутрішньому ринку. Доларизація внутрішнього платіжного обігу, як правило, починала зменшуватися в разі здійснення успішної фінансової стабілізації. Однак ця закономірність не є типовою. У деяких економіках, незалежно від успішності стабілізації, вона продовжувала посилюватися і навіть швидшати, підтримувана фінансовою доларизацією і низькою довірою до національних грошей. Тому рівень валютного заміщення в перехідному регіоні залишається надмірно високим. За оцінками, найвищий відсоток іноземної валюти в обігу зберігається в Казахстані (70–95 %), а також Росії, Азербайджані, Грузії і Латвії, де більш 70 % сукупної пропозиції грошей утримується у формі іноземної валюти в обігу [366, р. 4]. Валютне заміщення впливає на стабільність грошових агрегатів, динаміку валютних курсів і доходи уряду від інфляції, спричиняє фінансову доларизацію. У результаті ускладнюються контроль грошової маси і підтримка стійкості валютного курсу, зростає нестабільність попиту на гроші, що, в свою чергу, негативно впливає на ефективність монетарної політики і дестабілізує транзитивні банківські системи.

У країнах СНД низький рівень монетизації суттєво пов'язаний з формуванням у 90-х рр. системи, де угоди між підприємствами базуються на негрошовому обміні. Основна причина її появи – середовище високих реальних відсоткових ставок і низький рівень монетизації не дозволяють задовольнити попит на ліквідність із боку реального сектора економіки. Відсутність можливості фінансувати поточне виробництво за рахунок банківського кредитування зумовило підвищення неплатоспроможності підприємств, зростання їх взаємної заборгованості, застосування грошових сурогатів у розрахунках. Водночас приватна реакція на високий ризик платіжного дефолту на мікрорівні, змушувала підприємства врегулювати значну частку угод через негрошові розрахунки (бартер).

Найбільшою мірою ця проблема постала у 90-х рр. перед двома найбільшими економіками СНД – Україною і Росією⁷¹. Негативний вплив кризи неплатежів і бартеризації розрахунків на діяльність банківського сектора проявився як опосередковано (через зниження економічної активності в реальному секторі), так і прямо. Виникла гостра і цілком нерегульована конкуренція основним формам банківської діяльності – платіжно-розрахунковим і кредитним операціям⁷². Накопичення взаємної заборгованості створило умови для істотного зниження якості даних, необхідних банкам для оцінювання потенційних кредитних ризиків.

Інфляція і низька монетизація економіки не лише ускладнили процес пристосування підприємств до умов ринкового господарювання, а й виступили однією з причин формування фінансового дуалізму. Формування сталих "негрошових" форм взаємодії між підприємствами, що протистоять банківському посередництву, обмежує можливості ремонетизації економіки.

Перерозподільчий ефект зміни ефективних ставок оподаткування. Дестимулюючий вплив інфляції на фінансовий розвиток перехідних економік посилюється через механізм реального податкового навантаження. Цей ефект зумовлений тим, що доходом, який підлягає оподаткуванню (і, відповідно, становить витрати, які можуть вираховуватися з податкової бази) є не реальна, а номінальна відсоткова ставка⁷³. Створення оподатко-

⁷¹ Приміром, у промисловості України питома вага товарообмінних операцій у загальному обсязі реалізованої продукції з квітня 1997 р. (коли почалося спостереження цього показника на постійній основі) до кінця року збільшилася з 32 до 43 %. У цілому ряді галузей бартерні операції стали єдиним видом розрахунків: у шинній промисловості вони охоплювали 90 % операцій, у нафтохімічній – майже 85, у цементній – більше 70 % [32, с. 10].

⁷² За неофіційними даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України, обсяг позаринкових векселів, емітованих українськими підприємствами в 2001 р., сягнув суми понад 65 трлн грн., що більш як у 300 разів перевищує ВВП цього року.

⁷³ Інфляція зменшує також реальну цінність прибуткових податків, зібраних урядом, з огляду на факт, що на практиці існує запізнення між часом, коли доход був зароблений, і часом, коли податкові зобов'язання підраховуються (на основі номінального доходу) і оплачуються. Скорочення реальних доходів бюджету може стати стимулом підвищення податкового тиску на фінансових посередників.

ваного номінального доходу через зростання інфляції, спричиняє зростання ефективної податкової ставки по відсоткових доходах, отже, веде до скорочення активності у фінансовій системі.

Цей вплив базується на перерозподільчих ефектах [157, с. 16–18]. Ефективна податкова ставка t_{ef} може бути представлена як частка фактичного податку від реальної доходності депозитних вкладів ($r - \Delta_d$):

$$t_{ef} = t \frac{r + \pi - \Delta_d}{r - \Delta_d},$$

де t – ставка податку на номінальний відсотковий доход за депозитами ($r + \pi - \Delta_d$); r – реальна відсоткова ставка в економіці; π – темп інфляції; Δ_d – витрати надання депозитів (у формі банківського відсотка).

Відповідно, еластичність ефективної податкової ставки по інфляції становить

$$e = \frac{\pi}{r + \pi - \Delta_d}.$$

Як показують ці залежності, при зростанні темпів інфляції ефективна ставка оподаткування відсоткових доходів також зростає, але у пропорції меншій, ніж один до одного. У міру зростання інфляції еластичність ефективної податкової ставки збільшується, наближаючись до одиниці. Оскільки оподаткування відсоткового доходу стосується як фінансових посередників, так і нефінансових економічних агентів, які користуються їх послугами, то при зростанні інфляції усі вони мають сплачувати відносно більші обсяги податків.

Аналогічну чутливість до інфляції має й неявне оподаткування у вигляді вимог центрального банку до обсягу резервних коштів або обмеження номінальної відсоткової ставки по кредитах. Зі зростанням інфляції альтернативні витрати утримання зарезервованих коштів зростають, оскільки зростають номінальні відсоткові ставки. Обмеження номінальних відсоткових ставок по банківських кредитах також може розглядатися як неявний податок, оскільки при цьому позичальники отримують своєрідну субсидію за рахунок кредиторів. У будь-якому випадку зростання інфляції, як і в разі прямого оподаткування відсоткових доходів, збільшує ефективну ставку неявних податків.

Таким чином, в умовах інфляції характер оподаткування відсоткового доходу поряд з резервними вимогами та обмеженнями на діяльність фінансових посередників (у вигляді контролю відсоткових ставок) задають зростання ефективних ставок оподаткування фінансового сектора. Водночас збільшується чутливість цих ставок до інфляції, що визначає їх високу волатильність при коливаннях інфляції. Разом ці ефекти детермінують поведінку вкладників і діяльність фінансових посередників. Коли існують субститути банківським інструментам, які не оподатковуються (приміром, активи, деноміновані в іноземній валюті, офшорне запозичення, нерухомість), економічні агенти заміщують банківські депозити, ефективна ставка оподаткування яких зростає разом з інфляцією, перерозподіляючи свої портфелі на користь подібних активів. Результатом такої поведінки знову стає відтік фінансових ресурсів з фінансової системи.

Доходність інвестування і розвиток ринків корпоративних цінних паперів. Інфляційні процеси стали однією з основних причин повільного запровадження нових фінансових активів, низької ліквідності фондового ринку і нерозвиненості ринку корпоративних облігацій у перехідних економіках. Основний механізм впливу в даному разі – зміна характеристик і співвідношень доходності фінансових активів в економіці. Головна причина – серед основних факторів, які потенційно впливають на доходність фінансових активів – зміни у короткотерміновій і довготерміновій інфляції, інфляційні очікування, загальний рівень відсоткових ставок, розмір премії за ризик тощо.

Висока інфляція значно уповільнила *формування фондового ринку*. Теоретично, акція є вимогою на доход від реальних активів. Вартість реальних активів фірми має зростати відповідно зростанню цін в економіці, отже, їхня реальна вартість має залишатися практично незмінною. Це передбачає відсутність залежності між інфляцією і реальною вартістю акцій, іншими словами, номінальна доходність акцій має змінюватися разом з поточною інфляцією. Проте, численні дослідження засвідчують негативний зв'язок між доходністю акцій та інфляцією, який пояснюють, зокрема, ефектом Фішера (падіння поточної курсової вартості акцій внаслідок зростання номінальної доходності при зростанні інфляції), "податковим ефектом" (збільшення податкового тягаря фірми при застосуванні "історичної" амортизації капіталу фірми в умовах інфляції)

або "грошовою ілюзією" (використання інвесторами номінальної відсоткової ставки при оцінюванні реальних фінансових надходжень, що веде до заниження ціни акцій, отже, нижчої реалізованої доходності) [203; 586; 627; 628].

У трансформаційних економіках негативний зв'язок між інфляцією і доходністю фондових активів зумовлений насамперед тим, що тривалий час (ще зі стадії початкового формування фондових ринків) інфляція була досить високою і призвела до істотного знецінення номінальних вкладень. Реалізоване значення інфляції визначає формування інфляційних очікувань, які, згідно з ефектом Фішера, мають ураховуватися в номінальній ставці відсотка. Тому вища поточна інфляція веде до зростання необхідної (бажаної) доходності інвестицій в акції [155, с. 63]. За наявності високих інвестиційних ризиків цей ефект став істотним обмежувальним чинником розвитку і ліквідності транзитивних фондових ринків. Систематичний вплив інфляційних факторів упродовж тривалого часу зумовив від'ємні значення реальної (з урахуванням ризику) доходності інвестування на фондових ринках більшості перехідних економік у 90-х рр. Разом з цим, через структуру транзитивних фінансових систем основною альтернативою акціям як інструменту інвестування є банківські депозити та іноземна валюта. За умов навіть відносно помірної інфляції 1995–1999 рр. доходність фондових ринків була меншою, ніж банківських депозитів: до коригування на ризик лише фондові ринки Угорщини, Росії і Словенії пропонували доходність вищу, ніж банківські депозити. З урахуванням ризику доходність лише на двох фондових ринках – Угорщини (16 %) і Росії (42 %) – перевищувала доходність банківських депозитів. В інших країнах (Болгарія, Хорватія, Чехія, Латвія, Литва, Румунія, Словаччина) ситуація була протилежною: доходність банківських депозитів була хоч і низькою, але позитивною – близько 2 % річних (у реальному вираженні), і навпаки, доходність інвестицій на фондових ринках була від'ємною (річна доходність не скоригована на ризик)⁷⁴. За інших рівних умов така диференціація доходності визначає спрямування

⁷⁴ Аналогічним чином у країнах СНД утримання іноземної валюти забезпечувало вищу доходність, ніж володіння акціями. Приміром, у 1994–1999 рр. у Казахстані й Україні зберігання доларів США підвищувало цінність заощаджень у реальному вираженні на 5 і 10 % відповідно [385, р. 117].

заощаджень до банківського сектору або на валютний ринок, обмежуючи розвиток фондового сегменту фінансової системи.

Негативний вплив інфляції позначився і на *формуванні ринку корпоративних боргових зобов'язань*. Стрімка інфляція за відсутності практики індексування обмежує ринковий попит на довготермінові боргові зобов'язання з фіксованою ставкою. Якщо кредитори намагаються уникати довготермінових фінансових інструментів і фіксованої відсоткової ставки (убезпечуючи себе від інфляційного знецінення), то позичальники, навпаки, уникають використання короткотермінових зобов'язань і плаваючої відсоткової ставки, оскільки в умовах інфляції ціна залучених кредитів стає непередбачуваною. У результаті за постійно високої і непередбачуваної інфляції в трансформаційних економіках спостерігалася фактично повна відсутність довготермінових фінансових інструментів при одночасному скороченні періоду довготермінового фінансування (іноді до 1 року і менше)⁷⁵.

Додатковим обмежувальним чинником розвитку ринків корпоративних цінних паперів стали поява і динамічний розвиток ринку державних боргових зобов'язань, оскільки саме цей ринок у 90-х рр. пропонував найбільш ліквідні й доходні інструменти для інвестування. Утримання високої доходності державних зобов'язань було спричинене намаганням урядів перехідних економік забезпечити в умовах інфляції попит на ці боргові папери з боку як резидентів, так і нерезидентів⁷⁶. Високі відсоткові ставки по державних зобов'язаннях зумовлюють низькі поточні котирування на ринку акцій і високу вартість запозичення на ринку приватних боргових зобов'язань, отже, відсутність стимулів до розвитку цих ринків. Теоретично, безризикова ставка по державних цінних паперах представляє собою суму реальної ставки відсотка й очікуваного темпу інфляції. Зростання відсоткової ста-

⁷⁵ Так, у Польщі до 1995 р. практично не існувало фінансових інструментів з фіксованою відсотковою ставкою і тривалим (більше 3 років) терміном погашення. Ринок корпоративних облігацій був відсутній, відсоткові ставки по державних облігаціях зі строком погашення понад 1 рік були прив'язані до відсоткової ставки по 13-тижневим векселях або до зміни індексу цін, а ставка відсотка по річних векселях індексувалася згідно з рівнем інфляції.

⁷⁶ В Україні ефективна річна ставка доходу по державних облігаціях усіх типів у першому кварталі 1995 р. становила 244,9 % [143, с. 56].

вки може впливати на доходність корпоративних інструментів через інфляційні механізми і через безпосередній вплив на поточну курсову вартість як фактор дисконтування майбутніх дивідендних виплат. При використанні інвестором безризикової відсоткової ставки для дисконтування майбутніх фінансових надходжень від акції, її зростання вестиме до зниження поточної ринкової вартості і, автоматично, падіння реалізованої доходності. Аналогічним чином зростання відсоткових ставок визначає падіння курсової вартості облігацій, причому цей ефект більшою мірою стосується довготермінових цінних паперів. Але якщо в першому випадку відбувається скорочення попиту на цінні папери (у даному разі акції), то в другому – відсутність пропозиції цінних паперів (корпоративних облігацій). Лише зниження доходності на ринку державних зобов'язань стимулювало переорієнтацію інвесторів на інші сегменти фінансового ринку і, зокрема, на ринок корпоративних цінних паперів. Отже, досягнення низької інфляції в довготерміновій формі є важливим для фінансового розвитку перехідних економік ще й тому, що дозволяє: 1) стимулювати пропозицію і попит на фінансові активи в національній валюті і 2) подовжити криву доходності (понад короткотермінову доходність), що в сукупності створює основу для більш широкої диверсифікації корпоративних фінансових інструментів.

Динаміка курсу національної валюти і посередницька діяльність фінансових інститутів. Вагомий канал впливу інфляції на розвиток фінансової системи – динаміка обмінного курсу національної валюти. Слід відзначити дві групи ефектів, які спостерігалися у трансформаційних економіках: одна – за умов політично фіксованого валютного курсу; друга – за гнучкого валютного курсу.

Згідно з теорією, коли темпи внутрішньої інфляції вищі, ніж за кордоном, фіксований валютний курс є нестійким у довготерміновому періоді. Проблемою є те, що перехідні економіки у процесі фінансової стабілізації часто використовували *валютний курс як номінальний "якір"* стримування інфляційних очікувань (Чехія, Естонія, Угорщина, Польща, Словаччина, Україна). Причому визначений час коригування обмінного курсу не встановлювався. У цьому контексті виявилися три типи проблем у діяльності фінансового сектора – спекуляція, валютні ризики, неврівноваженість обмінного курсу.

По-перше, необхідність коригування валютного курсу в умовах інфляції ініціює спекуляцію проти національної валюти: залучення позик у внутрішній валюті і конвертація їх в іноземну дозволяє отримати капітальні прибутки при неминучій девальвації. Такі трансакції зазвичай спричиняють втрати офіційних валютних резервів і ведуть до погіршення якості балансу фінансових посередників. Зокрема, коли коригування відтермінується, спекулянти можуть збанкрутувати внаслідок високої номінальної ставки відсоткових платежів на кредити в національній валюті проти доходності іноземних валютних активів. Валютна спекуляція з боку корпоративних позичальників і банків стала однією з причин масованих збитків як банків-кредиторів, так і банків-спекулянтів, і різкого зростання попиту на іноземну валюту. Навіть якщо окремі банки за таких умов здатні забезпечити збалансованість зобов'язань і активів у національній та іноземній валютах, їх кредитні ризики і ризики ліквідності зростають. Загальний результат спекуляції для більшості фінансових посередників – погіршення валютної структури статей балансу, зростання незбалансованості по термінам погашення, зниження ліквідності і кредитної якості активів і зобов'язань.

По-друге, підтримка фіксованого курсу в умовах інфляції сприяє збільшенню валютних запозичень за кордоном проти позик у національній валюті (через вищу внутрішню номінальну відсоткову ставку, викликану інфляційною премією). Приплив іноземного капіталу веде до збільшення офіційних валютних резервів і дозволяє центральному банку підтримувати завищений обмінний курс більш тривалий період. Проте, коли нарешті відбувається коригування валютного курсу, позичальники нехеджованих валютних кредитів можуть збанкрутувати і спричинити погіршення якості балансу тих внутрішніх фінансових посередників, які утримують вимоги до цих збанкрутілих позичальників чи до їх кредиторів.

По-третє, фіксований валютний курс у контексті інфляції всередині країни відрізняється від курсу, який переважає за кордоном, що поступово виливається у зміну відносних цін між товарами, якими торгують на світових ринках, і так званими "неторгованими" товарами, ціни на які визначаються взаємодією внутрішнього попиту і пропозиції (вони зазвичай включають будівництво, енергетику і багато типів послуг). У міру розвитку інфляції відносна ціна "неторгованих" товарів зростає (оскільки ціна то-

варів, якими торгують на міжнародних ринках, "фіксується" цими ринками й обмінним курсом), викликаючи переміщення ресурсів між галузями економіки. Оскільки невирівняний обмінний курс є нестійким, це зумовлює нераціональне розміщення ресурсів. Наслідок цієї поступової зміни у відносних цінах проявляється, коли нестійкий обмінний курс коригується, і підприємства, що були прибутковими при старому обмінному курсі, стають неприбутковими після коригування. Потенційний негативний результат необхідного регулювання обмінного курсу – нездатність забезпечити платежі з обслуговування боргів реального сектора. У такому разі на фінансові збитки наражається вся фінансова система.

Перехід від фіксованого до гнучкого валютного курсу став джерелом інших, пов'язаних з девальвацією національної валюти, проблем для фінансової системи. Хоч для деяких перехідних економік за проміжний режим слугував "валютний коридор", іноді впродовж досить тривалого часу (Угорщина, Польща, Росія), негативний вплив девальвації на розвиток фінансової системи лише дещо зменшився, але не був усунений повністю. Чітко виявився негативний зв'язок між змінами номінального валютного курсу і доходністю ринків корпоративних цінних паперів. Девальвація внутрішньої валюти вказує на зростання доходності активів, деномінованих в іноземній валюті і, відповідно, падіння попиту на активи, вартість яких виражена в національній валюті. Темп зміни обмінного курсу за такої ситуації розглядається інвесторами як зростання доходності по альтернативних активах (іноземна валюта), тобто сприяє зниженню курсової вартості акцій (реалізованої доходності) та облігацій. У результаті розвиток ринків корпоративних цінних паперів різко уповільнюється або стає взагалі неможливим. Інший канал впливу валютнокурсної динаміки на рівень фінансового розвитку виник через те, що в умовах інфляції держава, як правило, встановлювала вимоги щодо фінансових інститутів в іноземній валюті (приміром, розмір статутного фонду). Вартість фінансової установи, як і вартість будь-якої фірми, визначається поточною вартістю очікуваних у майбутньому прибутків. При девальвації національної валюти інвалютна вартість фінансових інститутів падає, що збільшує очікувані втрати і зменшує очікувані прибутки. Наслідком стає зменшення ролі фінансових інститутів як фінансових посередників.

Зрештою, девальвація національної валюти разом з інфляцією викликали фінансову доларизацію. *Доларизація активів і пасивів фінансових посередників* пов'язана, з одного боку, з валютним заміщенням, тобто з доларизацією реального сектора економіки, суб'єкти якого в умовах інфляції широко використовують іноземну валюту як засіб платежу, з іншого – з розповсюдженням заміщення активів, коли інструменти в іноземній валюті використовуються для інвестиційних цілей. Через хеджування проти інфляції і валютного ризику вибір валюти фінансовими посередниками має портфельний характер і визначається з обох сторін балансу, тому валютне заміщення і заміщення активів виступають основними чинниками фінансової доларизації банківського сектора перехідних економік⁷⁷. Початково у формі доларизації депозитів, пізніше – і як доларизація кредитів підприємствам і домогосподарствам, оскільки відсоткові ставки в національній валюті стабільно перевищують відповідні ставки в іноземній. Коефіцієнт доларизації (частка депозитів в іноземній валюті у загальній грошовій масі) в перехідних економіках варіював від 0–10 % на початку процесу реформ, до 30–70 % вже наприкінці 1993 р. В Україні ступінь доларизації депозитів досяг своєї найвищої точки у 1994 р. – 56 %, але й у 2008 р. депозити в іноземній валюті становили майже 32 % загального обсягу депозитів вітчизняної банківської системи [21, с. 17]. Подібна структура депозитної грошової маси притаманна багатьом трансформаційним економікам. У Казахстані, приміром, на початку 2002 р. доларизація банківських рахунків становила 64 %, знизившись у 2003 р. до 51 % [366, р. 10].

Той факт, що доларизація банківських депозитів, як правило, має дзеркальний ефект щодо банківських кредитів, зумовлює негативний вплив доларизації фінансового посередництва на стійкість фінансових інститутів. Високий ступінь доларизації кредитів визначає підвищену чутливість фінансової системи до системних кредитних ризиків у разі значної девальвації національної валюти. Коли банківські позики, видані під валютні депозити, деноміновані у національній валюті, банки несуть втрати при ко-

⁷⁷ Зв'язок між фінансовою доларизацією і доларизацією реального сектору припускає також, що лібералізація зовнішньої торгівлі і міжнародна економічна інтеграція перехідних економік стали додатковими чинниками доларизації фінансового сектору.

жній девальвації, якщо відсоткова маржа недостатня для покриття змін у вартості місцевої грошової одиниці. Якщо ж банки або корпорації країни отримують великий обсяг кредитів, деномінованих в іноземній валюті, то девальвація різко погіршує їх баланс. Знецінення національної валюти викликає падіння доходів у інвалютному вираженні для клієнтів банків, що звужує їхні можливості обслуговувати борги в іноземній валюті. Як показують фінансові кризи в перехідних економіках (Болгарія 1997 р, Росія 1998 р., Україна та Угорщина 2008–2009 рр.), при слабкій банківській системі і великих відкритих валютних позиціях приватного сектора фінансова стійкість банків і фірм наражається на такий ризик, що після девальвації національної валюти економічна активність в країні істотно скорочується.

У загальносистемному плані співіснування різних валют в інтегрованій економіці звужує економічний потенціал фінансової системи, оскільки коливання їх відносної ціни впливають на їх обіг. Це, у свою чергу, веде до подальшої монетарної нестабільності, зумовленої нездатністю монетарної влади і банківської системи повністю згладити коливання попиту: завжди є межа, за якою центральний банк не може скорочувати свої резерви або не може збільшувати зовнішні запозичення для стабілізації обмінного курсу. Тому високий рівень доларизації перехідних економік істотно обмежує ефективність антиінфляційної монетарної політики. Оскільки вартість валютних депозитів у національній грошовій одиниці зростає автоматично в міру девальвації національної валюти, загальні грошові агрегати підпадають під інфляційний тиск, тоді як контрольовані грошові агрегати (M1 чи M2 у національній валюті) за таких умов мають незначний вплив на інфляційні процеси. Цей ефект пролонгував негативний інфляційний вплив на фінансовий розвиток перехідних економік.

У цілому важлива особливість загальної доларизації в трансформаційних економіках і фінансової, зокрема, полягає в тому, що вона має майже перманентний характер. З погляду перспектив фінансового розвитку це означає обмеженість здатності монетарної влади впливати на функціонування фінансової системи, особливо у разі фінансових криз. Коли такі кризи розпочинаються, доларизація лімітує ефективність функції кредитора останньої інстанції, заважаючи центральному банку реагувати на надзвичайні ситуації у фінансовій системі.

2.3.3. ВЗАЄМОДІЯ РІВНЯ ФІНАНСОВОГО РОЗВИТКУ ТА ІНФЛЯЦІЙНИХ ЕФЕКТІВ

З огляду на наведені результати аналізу впливу інфляційних процесів на розвиток транзитивних фінансових систем, безпосереднім висновком мала б бути рекомендація щодо необхідності послідовної жорсткої антиінфляційної політики з метою усунення негативного інфляційного впливу і, відповідно, стимулювання фінансового розвитку. Але в дійсності не можна остаточно стверджувати, що саме скорочення інфляції – головний чинник, який безпосередньо визначає фінансове поглиблення трансформаційних економік.

Вплив інфляції на глибину фінансової системи має *нелінійний характер*, що проявляється в наявності порогового значення темпів інфляції. Таких інфляційних порогів кілька. Перший тип порогу визначає: коли темпи інфляції перевищують певний рівень, глибина фінансової системи починає скорочуватися. Іншими словами, існує певне порогове значення темпів інфляції, нижче якого розвиток фінансової системи і динаміка темпів зростання цін позитивно корельовані, а при збільшенні інфляції ця залежність змінює знак на протилежний. За даними М. Кхана, А. Сенхаджи і Б. Сміта, отриманими для 168 країн за 1969–1990 рр., порогові значення інфляції для стандартних показників глибини фінансової системи (частка кредиту приватному сектору у ВВП, сума приватного кредиту щодо ВВП і капіталізації фондового ринку щодо ВВП, а також другий показник плюс капіталізація ринків приватних і державних облігацій щодо ВВП) перебувають в межах 3–6 % на рік [464]. Емпіричні результати, отримані А. Кулик для 16 перехідних економік за 1994–2000 рр., визначають відповідне порогове значення інфляції в межах 9–10,5 % на рік [478]. Другий тип порогу визначає наявність рівня інфляції, після якого негативний вплив інфляції на розвиток фінансової системи зменшується. Згідно з результатами Дж. Бойда, Р. Левіна і Б. Сміта, отриманими для 94 розвинених країн і країн, що розвиваються, даний поріг становить 15 % річних темпів інфляції [267]. Це означає, що при достатньо високих темпах інфляції показники рівня фінансового розвитку значно скорочуються, але водночас зменшується й чутливість фінансової системи до інфляції.

Важлива складова негативного впливу інфляції на фінансові системи перехідних країн – власне *рівень їх фінансового розвитку*. Ряд теоретичних результатів засвідчує, що розвиток фінансової системи і конкуренція в секторі фінансових послуг, які супроводжуються зростанням пропозиції ліквідних відсоткових активів, пом'якшують негативний вплив високої і волатильної інфляції на розмір реальних грошових залишків економічних агентів [157, с. 27–32; 615]. У розвинених фінансових системах конкурентний ринок фінансових послуг змушує банки скорочувати різницю між відсотковими ставками за депозитами і кредитами, щоб зробити банківські депозити привабливим активом для вкладників. Коли за банківськими депозитами нараховується позитивний відсоток, вони стають досконалим субститутом готівковим грошам: і як засобу розрахунків в економіці (трансакційні депозити), і як засобу збереження вартості (ощадні і термінові депозити). Наразі економічні агенти використовують депозитні гроші для розрахунків і для заощаджень. Завдяки значній пропозиції відсоткових активів з боку фінансової системи і переміщенню заощаджень у такі активи, небанківські агенти більшою мірою захищені від інфляції (сплачують менший інфляційний податок), і скорочення попиту на гроші супроводжується меншими трансакційними витратами. У підсумку інфляційні втрати знижуються і для фінансової системи, і для економіки в цілому.

І навпаки, у менш фінансово розвинених економіках саме готівкові гроші виступають основним засобом обігу і заощаджень. У трансформаційних економіках послуги ліквідності високі внаслідок того, що 1) слабо розвинені фінансові ринки не дозволяють економічним агентам здійснювати значні операції з фінансовими активами. З неліквідними фінансовими активами послуги ліквідності грошей зростають, як і попит на гроші як засіб збереження вартості; 2) сполучення інфляції і недовіри до фінансових інститутів формує в економічних агентів поведінку з короткотерміновим інвестиційним горизонтом і високою суб'єктивною ставкою дисконтування: вартість грошей сьогодні значно перевищує вартість грошей завтра. Якщо очікується, що гроші принесуть від'ємний дохід (у разі високої інфляції), іноземна валюта стає фактично єдиною ліквідною фінансовою інвестицією. За відсутності альтернативних відсоткових активів з високою ліквідністю зростання інфляції веде не лише до відмови від національних

грошей, а й спричиняє високі трансакційні витрати, пов'язані зі скороченням реальних грошових залишків в економіці. У результаті, при нерозвиненій фінансовій системі знижується інтенсивність угод і кількість ефективних виробничих інвестицій. Так, у перехідних економіках зростання інфляції викликало різке збільшення частки негрошових форм розрахунків, у тому числі й бартерних. Економіка за таких умов потрапляє в пастку – фінансова система не в змозі виконувати функції із залучення заощаджень і трансформації їх в реальні інвестиції; довготермінові інвестиції перестають фінансуватися, і розпочинається (або посилюється) економічний спад.

Спільним для більшості трансформаційних економік є той факт, що розвиток інфляційних процесів призвів до загального скорочення фінансової активності і зменшив ємність внутрішнього фінансового ринку. Це відобразилося у зниженні обсягу банківського кредитування і в низькій капіталізації ринку корпоративних цінних паперів. Однак домінуючі механізми і наслідки впливу інфляції на розвиток транзитивних фінансових систем залежать від глибини фінансового розвитку і стадії перехідного процесу. Як показує дослідження російських вчених, негативний вплив інфляції в економіках з різним рівнем розвитку фінансового сектора певною мірою відрізняється [157, с. 45, 48]. У країнах з більш розвиненим фінансовим сектором (Латвія, Литва, Польща, Словаччина, Словенія, Угорщина, Хорватія, Чехія, Естонія) зростання інфляції в середньому веде до більшого скорочення як обсягу банківського кредиту приватному сектору, так і капіталізації фондового ринку. У цих країнах вищими є витрати інфляції, зумовлені відтоком коштів з фінансової системи, оскільки вищою є еластичність банківського кредиту по інфляції. Навпаки, у країнах з менш розвиненим фінансовим сектором (Албанія, Білорусь, Болгарія, Вірменія, Грузія, Казахстан, Киргизія, Македонія, Молдова, Росія, Румунія, Узбекистан, Україна) зростання інфляції спричиняє більше зростання банківської відсоткової маржі, головним чином через менше коригування номінальних депозитних ставок на інфляцію. Для цієї групи країн вищими є витрати інфляції від скорочення реальних грошових залишків, внаслідок більш високої еластичності попиту на реальні грошові залишки по відсотковій ставці.

Таким чином, аналіз взаємодії інфляції і фінансового розвитку перехідних економік указує на дві взаємопов'язані тенденції.

1. Між інфляцією і розвитком транзитивних фінансових систем існує обернена залежність: зростання інфляції зменшує рівень фінансової глибини. Інтенсивність і тривалість інфляційних процесів – один із важливих чинників, що визначили розбіжності в рівні фінансового розвитку трансформаційних економік. Різномірність впливу інфляційних процесів значною мірою зумовлена різним рівнем фінансового розвитку країн перехідного регіону. Це принаймні означає: 1) позитивні зміни у функціонуванні транзитивних фінансових систем потребують послідовних заходів антиінфляційної політики, адекватних рівню та характеру фінансового розвитку і стадії перехідного процесу кожної окремої країни; 2) збільшення рівня фінансового розвитку сприятиме зменшенню негативних наслідків інфляції.

2. Впливаючи на фінансову систему, інфляція через різні канали впливає водночас на активність у реальному секторі і, таким чином, на довготермінове економічне зростання. Реальні ефекти інфляції визначаються характером її впливу на умови на фінансових ринках і активність у фінансовому секторі. Транзитивні фінансові системи створили різноманітні механізми пристосування до функціонування в інфляційному середовищі, які самі по собі здатні генерувати інфляцію і фінансову нестабільність. Інфляційні шоки і посилення інфляційних процесів приводять у дію ці адаптаційні механізми, негативно впливаючи на економічний розвиток. Інфляція виступає по суті сталою складовою механізму фінансового відтворення трансформаційних економік.

2.4. ПРОТИРІЧЧЯ ФІНАНСОВОГО РОЗВИТКУ У МАКРОЕКОНОМІЧНОМУ КОНТЕКСТІ

З погляду фінансового розвитку фінансова діяльність держави заслуговує на особливу увагу з двох причин: 1) обсяг державних операцій значно впливає на функціонування фінансових ринків і динаміку відсоткових ставок; 2) завдяки своїм владним повноваженням (можливість формувати правове середовище і встановлювати правила гри в економіці) держава може використовувати механізми, спрямовані на вилучення ресурсів з фінансової системи і її спроможність виконувати базові функції. Особливість трансформаційних економік – інтервенціоністський підхід до фінансового розвитку. Він передбачає використання національних фінансових систем з тим, щоб забезпечити розміщення ресурсів згідно зі стратегіями (декларованими або неявними) їх економічного розвитку. З цією метою широко використовуються фіскальні і монетарні важелі. Разом з тим макроекономічний розвиток виявився однією з найскладніших складових процесу трансформації, оскільки він концентрує проблеми, що існують в інших сферах системних змін. Природа макроекономічних проблем полягає в тому, що їх неможливо розв'язати раз і назавжди. Погіршення економічної кон'юнктури, негативні зовнішні шоки, уповільнення темпів необхідних інституціональних і структурних змін швидко поновлюють монетарну і бюджетну незбалансованість.

2.4.1. ВПЛИВ МАКРОФІСКАЛЬНОГО СЕРЕДОВИЩА НА ПАРАМЕТРИ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ

Найбільш загальні проблеми взаємозв'язку між розвитком фінансової системи і макрофіскальним середовищем стосуються необхідності збільшення ресурсів для фінансування державних витрат. На загальнотеоретичному рівні вплив державних фінансів на характер фінансового розвитку залежить від методів, які застосовує держава, використовуючи фінансову систему як джерело доходу.

Оподаткування як регулятор конкурентоспроможності фінансового сектора. Як і податки на інші сектори економіки, оподаткування фінансового сектора забезпечує уряд фінансовими ресурсами для виконання його функцій щодо забезпечення економіки суспільними товарами. За недосконалого і нестабіль-

ного інституціонального середовища податки виступають важливим регулятором фінансового розвитку. Дискримінаційний податковий режим щодо певних операцій або фінансових активів і будь-які форми неявного оподаткування завжди ведуть до неефективності фінансового посередництва. Функціонально оподаткування впливає на розвиток фінансової системи на двох рівнях. *Перший* – прямий вплив на портфельні рішення і, таким чином, на доступність фінансових ресурсів і структуру фінансової системи. *Другий* – вплив на рішення щодо реальних інвестицій і тим самим на економічне зростання. Фінансові ринки виступають важливою проміжною стадією в цьому процесі.

Оподаткування фінансової системи складне у теорії і на практиці, оскільки має враховувати як фінансові інновації, так і економічні зрушення. Явне оподаткування фінансового сектора зазвичай охоплює:

- прибуткові податки на прибуток фінансових посередників;
- податок з фінансових угод (позики, випуск акцій та облигацій, страхування життя, угоди на вторинних ринках цінних паперів і валютному ринку);
- податки на дохід, отриманий від володіння фінансовими активами (дивіденди, відсотковий прибуток, прибуток від приросту капіталу).

Крім того, існують різноманітні види податків на капітал і прибуток від капіталу, пов'язані з утриманням фінансових активів нефінансовими економічними агентами. Ідеального рівня оподаткування не існує. Проте податкова система вважається сприятливою для фінансової системи, якщо відповідає трьом головним критеріям: 1) мінімізує викривлення оподаткування для даної кількості зібраного доходу, зокрема, не стимулює інститути фінансового сектора до дезінтермедіації, приміром, звільняючи від податків або запроваджуючи пільгове оподаткування конкурентів фінансових посередників; 2) коригує викривлення, які є результатом недосконалої та асиметричної інформації; 3) не спонукає стягувати податки з фінансового сектора після точки, де граничні витрати викривлень перевищують ті, що існують в інших секторах економіки [635, р. 3].

Податкові системи перехідних економік формувалися переважно поєднанням: 1) пристосування податкової структури і принципів оподаткування централізованої планової економіки; 2) механічного запозичення елементів податкових систем розвинених країн, як правило, з метою максимізації бюджетних

доходів. Це зумовило загальну функціональну обмеженість податкового регулювання і його дестимулюючу роль щодо розвитку фінансової системи.

Масштаби і структура податкового навантаження – один з основних чинників, що визначає конкурентоспроможність національної економіки та її привабливість для інвестування. Рівень оподаткування вимірюється відношенням податкового доходу до ВВП. Міжкраїнове порівняння даного показника вказує на обсяг фіскальних зобов'язань в економіці й порівняльні стимули діяльності приватного сектора. Сучасний рівень податкового навантаження на ВВП у країнах з перехідною економікою приблизно відповідає показникам більшості європейських країн і перебуває на помірно рівні. Рис. 2.10 показує, що найвищий рівень податкового навантаження спостерігається у Словенії, Болгарії, Боснії і Герцеговині, Білорусі, Угорщині, Хорватії. Проте даний показник відображає лише податкові доходи центрального уряду, отже, дещо занижує податковий тягар, особливо в економіках з високим рівнем місцевих податків. Низьке співвідношення податкового доходу і ВВП у трансформаційних економіках може бути також свідченням ухилення від оподаткування, функціонування паралельної економіки і слабого податкового адміністрування.

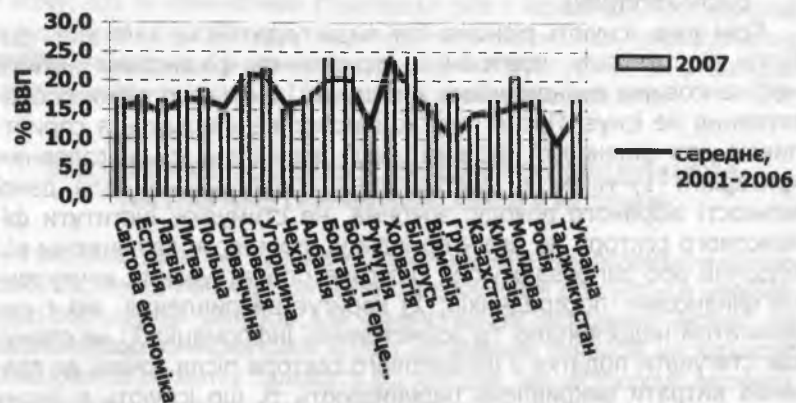


Рис. 2.10. Податкові доходи у перехідних економіках (побудовано за [701])

Потенційно важливий вплив на внутрішніх і міжнародних інвесторів має прогресивність податкової системи. Її відображають

найвищі граничні податкові ставки на індивідуальний і корпоративний доходи. Висока гранична ставка податку зменшує стимули виробників і стримує іноземні інвестиції. Для іноземних інвесторів вплив податків може переважати вплив очікуваних валютних доходів [545, р. 32]. Розрахований нами індекс податкового навантаження для перехідних економік, який базується на складених разом граничних ставках особистого і корпоративного податку, демонструє загальну тенденцію до зниження: від середнього рівня у 64 % у 1998–1999 рр. до приблизно 42 % у 2006–2007 рр.⁷⁸ Проте на відміну від розвинених країн податкові доходи в трансформаційних економіках формуються головним чином за рахунок підприємництва. Загальне податкове навантаження підприємницької діяльності в перехідному регіоні залишається високим (рис. 2.11). Сукупна податкова ставка – загальна сума всіх податків, що підлягають оплаті бізнес-структурами (за виключенням податків на працю) після врахування податкових пільг і звільнень від податків, виражена як відсоток прибутку, у 2006 р. складала 56,4 %, у 2007 р. – 51 %, сягаючи в окремих випадках надвисоких рівнів (приміром, 122,3 % в Узбекистані, 186,1 % у Білорусі у 2006 р.). Натомість для країн з високим доходом ця ставка становила 43,8 % і 40,3 % у 2006 і 2008 рр., відповідно [678, р. 286; 701]. Це визначає меншу конкурентоспроможність транзитивних фінансових систем проти зрілих ринків та інших ринків, що формуються. Важливо зазначити, що податкове навантаження у перехідних економіках виходить поза межі рівня податкових ставок, оскільки охоплює деформоване співвідношення між прямими і непрямими податками на користь останніх. На мікроекономічному рівні за такої системи оподаткування вигідним стає збільшення сьогодишнього багатства за рахунок несплати податків, на макроекономічному рівні завищення частки непрямих податків зумовлює зростання цін і унеможливорює використання механізму оподаткування для стимулювання виробництва.

⁷⁸ Розраховано за [701].

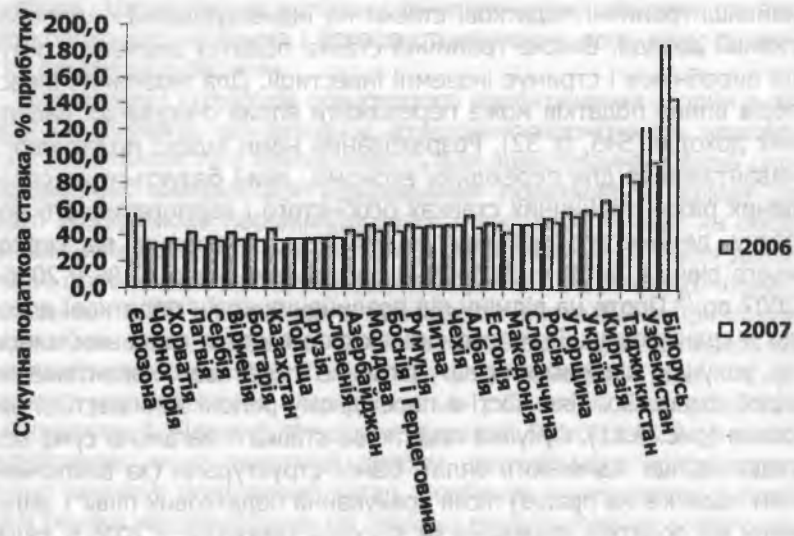


Рис. 2.11. Сукупна податкова ставка в перехідних економіках (побудовано за [701])

Теорія і практика оподаткування фінансової діяльності виявляють дію кількох ефектів, що пояснюють особливості впливу податків на фінансовий розвиток. Перший – роль оподаткування в *рішеннях щодо заощаджень*. Існує кілька альтернативних теорій, придатних для пояснення впливу податків на мотивацію заощаджень – мотив життєвого циклу, мотив обережності, мотив спадку [6, с. 107–134]. Проте ефект є неоднозначним як у межах аналітичних структур, так і на рівні емпіричних досліджень. Модель міжчасового вибору показує, що негативний вплив оподаткування на сукупний рівень заощаджень залежить від відносного розміру еластичності ефектів заміщення і доходу. Реакція заощаджень на податки опосередкована: вона визначається чутливістю заощаджень по відсотку. Якщо домінує ефект заміщення, то при зростанні реальної доходності заощаджень, власники заощаджень відмовляються від частини поточного споживання на користь майбутнього, прагнучи більше зберігати. У результаті обсяг заощаджень в економіці зростає. Якщо переважає ефект доходу – норма заощаджень в економіці падає. Хоча теоретично, рішення щодо заоща-

дження визначаються взаємодією обох ефектів – позитивного ефекту заміщення і негативного ефекту доходу, в цілому оподаткування відсоткового доходу збільшує ціну майбутнього споживання. За нормальних умов це скорочує майбутнє споживання, а оскільки заощадження є витратами на таке споживання, то рівень заощаджень скорочується.

Режим оподаткування породжує також *фінансовий ефект*, який впливає на форму, в якій здійснюються заощадження. Диференційований підхід до податків змінює відносні ціни, які інвестори згодні платити за фінансові активи, отже, попит і пропозицію фінансових активів. У довготерміновому плані цей ефект важливіший для фінансового розвитку, ніж вплив податків на норму заощаджень: у даному разі оподаткування модифікує інвестиційні рішення та їхні результати. Інвестори орієнтовані на відносну доходність фінансових активів після сплати податків, тому диференційоване оподаткування активів викликає перерозподіл портфеля. За умов досконалих ринків ринкові механізми ведуть до вирівнювання цін активів з вищою ставкою оподаткування до рівня, коли прибуток на кожну грошову одиницю, вкладену в такі активи, стає таким самим, як і для інших активів. Якщо нетто-доходність активів різна, економічні агенти не утримуватимуть обидва активи: завжди вигідніше переключитися на володіння тим активом, який за інших рівних умов (ліквідність, ризик) дає вищий післяподатковуваний дохід. Тому диференційоване оподаткування обмежує розвиток певних типів фінансової діяльності і позбавляє економіку збалансованого фінансового сектора, що пропонує повний діапазон активів і фінансових послуг.

На практиці найбільш поширений прояв цього ефекту – подвійне оподаткування дивідендів, яке дестимулює інвестування в акції і викликає викривлення на ринку. Диференційоване оподаткування збільшує вартість акціонерного фінансування і обмежує кількість фірм, які можуть його отримати. Даний ефект повною мірою виявив себе, приміром, в Україні, коли діяв диференційований режим оподаткування дивідендів, отримуваних різними категоріями платників податків і подвійне оподаткування доходів учасників інвестиційних фондів від інвестиційних операцій: спочатку на рівні інституту спільного інвестування, потім на рівні індивідуального інвестора. Подвійне оподаткування операцій зі спільного інвестування зменшує ефективність спільних інвестицій

проти індивідуальних. Відштовхуючи дрібних інвесторів від менш ризикованих схем колективного інвестування, воно стало фактором уповільнення розвитку інститутів спільного інвестування і, як наслідок, фондового ринку України⁷⁹.

Третім є ефект *податкового тягаря*. Згідно з поширеною точкою зору, будь-яке збільшення податкового навантаження веде до падіння доходів, наслідком чого є скорочення податкової бази, оскільки економічні агенти прагнуть мінімізувати свій податковий тягар. Наприклад, явне або неявне оподаткування фінансових активів в економіці сприяє відтоку капіталу, інфляційний податок зменшує попит на гроші. Хоч кількісний ефект змін у податкових ставках на податкову базу точно встановити складно, взаємний зв'язок між ними очевидний: політика, спрямована на підтримку фінансового розвитку сприяє розширенню податкової бази, яка забезпечується фінансовим сектором, що в свою чергу дозволяє зменшити ставку оподаткування (для даної кількості ресурсів, що будуть зібрані урядом), у такий спосіб зміцнюючи здатність фінансової системи ефективно функціонувати. Варто взяти до уваги й зворотний ефект. Надмірне оподаткування фінансових інститутів не тільки зменшує фінансове посередництво, але й має тенденцію зменшувати заощадження, інвестиції і зростання, у такий спосіб скорочуючи як існуючі, так і потенційні джерела фінансового доходу для уряду.

Через наявність означених ефектів, теоретичні пропозиції щодо усунення фіскальних бар'єрів на шляху безперешкодного функціонування фінансових ринків стосуються двох напрямів: 1) спрощення оподаткування, зазвичай у формі "рівного податку", включаючи податок на додану вартість на фінансові послуги, нульове оподаткування доходу на капітал або універсальний податок на угоди; 2) упровадження коригуючого оподаткування, призначеного або усунути окремі неспроможності ринку, до

⁷⁹ Ця проблема залишалася нерозв'язаною понад 7 років – подвійне оподаткування інститутів спільного інвестування від інвестиційних операцій було усунуто лише в 2001 р. Важливу роль у зниженні податкових обмежень фінансового розвитку України мали два закони: "Про внесення змін до деяких законів України з метою стимулювання інвестиційної діяльності" (від 15 липня 1999 р. № 977-XIV) і "Про внесення змін до деяких законодавчих актів України з питань оподаткування" (від 29 листопада 2001 р. № 2831-III).

яких схильний фінансовий сектор, або досягти інших цільових завдань [635, р. 2].

Зауважимо однак, що вплив податкових факторів на фінансовий розвиток не обмежується характером оподаткування фінансового сектора. Важливий його аспект пов'язаний із *оподаткуванням нефінансових корпорацій*, яке впливає на попит на фінансові продукти і послуги, масштаби перерозподілу фінансових ресурсів і структуру фінансової системи. По-перше, податкова система значною мірою визначає платоспроможність і фінансову стійкість підприємств, формування ними власних фінансових ресурсів, їх поведінкові характеристики у сфері операційної, інвестиційної і фінансової діяльності. Податки, які скорочують післяоподатковуваний потік коштів підприємства, – чинник обмеження виробничих інвестицій і, як наслідок, попиту на послуги фінансового сектора. Значне податкове навантаження веде до невиправданого вилучення обігових коштів, стимулюючи додаткову потребу в кредитних ресурсах. В умовах недосконалого ринку капіталу, де діють значні фінансові обмеження, це виявляється в підвищеному попиті на банківські позики. По-друге, характер оподаткування прибутку корпорацій – одна з головних причин того, що фінансування через залучення позик дешевше, ніж фінансування через розширення власного капіталу. У більшості країн виплати відсотків за борговими зобов'язаннями і кредитами входять до складу витрат на виробництво, отже, не входять до прибутку, що підлягає оподаткуванню. Водночас дивіденди виплачуються із загального обсягу прибутку після сплати податків. Тому фірма, навіть якщо для інвесторів вкладення в борги та акції еквівалентні, несе більші витрати по виплатах дивідендів проти виплат відсотків. Оподаткування прибутку – причина того, що вартість фірми стає зростаючою функцією фінансового ліверіджу. Чим більший борг стосовно власного капіталу, тим меншими є затрати й більшою вартість фірми. Як наслідок, характер оподаткування прибутку задає структуру фінансової системи: попит на боргове фінансування перевищує попит на фінансування шляхом випуску акцій.

Окремий випадок деформації попиту в трансформаційних економіках – диференційоване оподаткування боргових зобов'язань, коли фінансові ресурси, залучені емітентом від продажу корпоративних облігацій, розглядаються як оподатковуваний прибуток. За таких умов формуються деформовані пріоритети в

структурі корпоративного фінансування, а банківський сектор країни одержує преференції проти інших сегментів фінансової системи. Подібне диференційоване оподаткування обмежило розвиток ринку корпоративних паперів в Україні. До 1999 р. випуск корпоративних облігацій був економічно недоцільним, оскільки кошти, отримані від продажу цих облігацій, підлягали оподаткуванню 30-відсотковим прибутковим податком, тоді як на банківські кредити накладався нульовий податок.

Додатковим ефектом податкових обмежень у частині перехідних економік виступає відсутність узгодженої концепції податкової системи і недосконалість податкового адміністрування. Це породжує такі специфічні риси, як невідповідність норм податкового законодавства сутності економічних процесів і конкретних операцій⁸⁰, протиріччя і неузгодженість між законами, які регламентують оподаткування діяльності учасників фінансової системи, двозначність і суперечливість нормативних актів, надмірні права податкових органів⁸¹ тощо. Типовий приклад – оподаткування фізичних осіб із суми доходу, отриманого на ринку цінних паперів, а не з реального прибутку (Україна). Здійснення угод з акціями тра-

⁸⁰ Приклад такої невідповідності – визначення порядку оподаткування операцій з випуску, обігу і погашення корпоративних облігацій та ощадних сертифікатів у Законі України "Про оподаткування прибутку підприємств", що призвело до неадекватного оподаткування і неоподаткування відповідних операцій. Так, операція з вкладення коштів підприємством-інвестором в облігації та їх зворотне отримання при погашенні цих паперів для визначення доходів і витрат підприємства-інвестора взагалі не враховується, як і відповідні доходи і витрати підприємства-емітента (пп. 7.9.1 та 7.9.2). У разі перепродажу облігацій продавець має сплачувати необґрунтований податок на доход від продажу облігацій, який враховується у повній сумі як виручка від продажу облігацій (п. 7.6). У покупців облігацій, які придбали їх на вторинному ринку і дочекались погашення підприємством-емітентом, навпаки, виникають необґрунтовано неоподатковувані доходи (оскільки згідно з пп. 7.9.1 надходження суми номінальної вартості погашених облігацій не враховується як дохід) і необґрунтовано несписані витрати на їх придбання (оскільки витрати на придбання цих облігацій на вторинному ринку відображались як витрати по операціях з торгівлі цінними паперами).

⁸¹ Наприкінці 90-х рр. податкові органи в Україні мали право заморожувати банківські рахунки підприємств за підозрою у несплаті податків.

кується таким чином, що витрати на їх придбання не враховуються і вся вартість від реалізації підпадає під оподаткування.

Податкове середовище, таким чином, можна розглядати як обмежувальний фактор розвитку транзитивних фінансових систем, який уповільнює фінансовий розвиток через вплив на структурні характеристики фінансових систем, попит і пропозицію фінансових активів. Серед податкових обмежень фінансового розвитку – податкові переваги, надані одним видам фінансової діяльності проти інших, неадекватність механізмів визначення оподаткованого доходу, поширення неявного оподаткування фінансового сектора, зміщення пріоритетів у функціях податків від стимулюючої до фіскальної тощо. Враховуючи багатоаспектні взаємозв'язки оподаткування і фінансового розвитку, очевидно, що оптимізація оподаткування, насамперед, у формі усунення деформацій в оподаткуванні, зменшення податкових ставок і розширення податкової бази – ті чинники, які дозволяють інтенсифікувати фінансове поглиблення. Найважливішою їх складовою має бути *податкова нейтральність* щодо фінансових операцій та активів з урахуванням доходності і прибутковості різних типів інструментів. Приміром, фіскальний режим дивідендів має бути подібний до режиму відсоткового доходу, а податкові ставки на прибуток різних фінансових посередників мають бути еквівалентні. Така нейтральність сама по собі дозволить фінансовим інструментам та інститутам розвиватися в напрямі тих ринкових сфер, де їхні порівняльні переваги більші, і таким чином, забезпечить підвищення ефективності посередницької функції фінансової системи.

Світовий досвід свідчить, що для стійкого розвитку фінансових систем і розвинені країни, і країни з ринками, що формуються, ефективно використовують позитивні податкові стимули. Вони мають подвійну спрямованість: збільшення пропозиції фінансових активів, стимулювання попиту на них (табл. 2.10). Реформування системи оподаткування фінансового посередництва в розвинених країнах передбачає такі основні цілі: оптимізація розміщення фінансової активності (конкуренція між фінансовими центрами); усунення дезінтермедіації (розширення кількості фінансових інститутів); розв'язання демографічних проблем (стимулювання приватних заощаджень для розвитку фондованих пенсійних систем); врахування фінансових інновацій (регулювання нових інструментів, пристосованих до уникнення оподаткування) [635, р. 198–

199]. Як показує податковий експеримент у США 2003 р., зниження податкового тягаря (замість оподаткування за ставкою у 35 % дивіденди почали обкладатися 15-відсотковим податком) веде до збільшення дивідендної прибутковості і збільшення частки публічних компаній, які сплачують дивіденди [252; 301], отже, до розширення стимулів розвитку фінансових ринків. Однак варто звернути увагу, що вплив податкових пільг на фінансовий розвиток вирішальним чином залежить від очікувань того, будуть відповідні заходи постійними чи тимчасовими. Тимчасові податкові стимули мають більший вплив і ведуть до збільшення інвестиційних витрат, оскільки фінансові посередники намагаються скористатися тимчасово наданими можливостями. Ця закономірність вказує на потенційно сприятливий напрямок політики оподаткування фінансової активності в перехідних економіках – тимчасове стимулювання з подальшим переходом до стабільної податкової політики.

Таблиця 2.10. Основні напрями податкових стимулів розвитку фінансових систем

З боку пропозиції	З боку попиту	Для посередників
Сприятливі ставки корпоративного податку для компаній, акції яких мають публічний лістинг (Бразилія, Таїланд)	Податковий кредит на придбання цінних паперів, диференційований залежно від типу інструменту (Бразилія – чим триваліший термін погашення, тим більший кредит)	Мінімальний рівень гербового збору, податку з обороту і податків на угоди з метою запобігання падінню ліквідності і обороту (Ямайка)
Прогресивна ставка амортизації в перші роки розширення діяльності для лістингових компаній (Корея)	Оподаткування відсотків на кредитні інструменти дорівнює рівню оподаткування дивідендів і доходності облігацій (Ямайка)	
Скасування або зменшення податку на спадок для лістингових компаній (Аргентина)	Звільнення угод з цінними паперами від податків на приріст капіталу	
Податкові пільги на інвестування капіталу, пов'язаного з витратами на виробниче обладнання (ЄС)	Відсутність оподаткування премій з нових випусків акцій (при продажу їх за ціною, вищою за вартість)	

Бюджетна незбалансованість і фінансовий розвиток. Фіскальна платоспроможність сприяє фінансовому розвитку через два важливі канали: вона обмежує витіснення приватних інвестицій державними запозиченнями і засвідчує здатність держави підтримувати макроекономічну стабільність, яка необхідна для розвитку приватного інвестування.

Трансформаційним економікам притаманні п'ять етапів фіскальної адаптації⁸².

1. Макроекономічна дестабілізація (у тому числі первинна бюджетна криза), пов'язана з розпадом попередньої соціально-економічної системи.
2. Первинна макроекономічна стабілізація, пов'язана з лібералізацією економіки.
3. Вторинна (постстабілізаційна) бюджетна криза.
4. Фіскальна консолідація.
5. Розвиток бюджетної незбалансованості.

Перші чотири проявились у більшості трансформаційних економік у 90-х рр., останній – у XXI ст. Незважаючи на те, деякі країни (Естонія, Словенія) змогли уникнути вторинної бюджетної кризи, спільною рисою економік перехідного регіону залишається незбалансованість державного бюджету та іноді значний (Угорщина, Киргизія) рівень державного боргу (дод. 13). Бюджетна незбалансованість за високого рівня перерозподілу ВВП через державний бюджет стала не лише проявом, а й однією з основних причин макроекономічної кризи. На початкових етапах перехідного періоду вона майже автоматично спричиняла монетарну незбалансованість, оскільки бюджетний дефіцит фінансувався головним чином за рахунок грошової емісії. Монетизація державного боргу сприяла розвитку гіперінфляції (країни СНД). Альтернативний метод фінансування бюджетного дефіциту – іноземні кредити, у більшості країн ЦСЄ (Болгарія, Польща, Угорщина) призвів до значної зовнішньої заборгованості. Не аналізуючи джерела фіскальної незбалансованості, зазначимо два важливі чинники, що посилювали негативні ефекти макроекономічних дисбалансів, це – селективна цінова лібералізація і спад виробництва. Селективна лібералізація викликала значні диспропорції між ринковими і регульованими цінами і спричинила зростання зобов'язань бюджету у вигляді субсидій, скорочення його доходів внаслідок

⁸² Перші чотири етапи виокремлюються в [41, с. 15].

податкових пільг і загального зниження рентабельності підприємств реального сектора. В умовах економічного спаду реальні доходи бюджету скорочувалися більше, ніж частка бюджетних доходів у ВВП. Бюджетні витрати, як правило, мають жорсткий характер (обслуговування державного боргу, соціальні видатки тощо), тому внаслідок падіння виробництва відбулося зростання частки бюджетних витрат у ВВП і бюджетної незбалансованості.

Щоб емпірично визначити, як фінансова система реагує на бюджетну політику, важливо правильно вимірювати цю політику. Традиційною мірою є фіскальний дефіцит. Проте для перехідних економік це недостатньо точний індикатор через наявність неврахованих зобов'язань держави, які формують квазіфіскальні витрати і, відповідно, квазіфіскальний дефіцит. Один вид квазіфіскальних витрат – зобов'язання держави по видатках, формується відкладеними у часі бюджетними зобов'язаннями. Такого роду зобов'язання виникають через приховане державне субсидування імпорту, неявні субсидії суспільно важливим підприємствам (у тому числі у формі занижених цін) або надання державних гарантій з високою вірогідністю платежів по них. Другий вид – квазісубсидії центрального банку. Це діяльність центрального банку, яка стосується бюджетних операцій уряду і фінансується за рахунок його власних доходів. Як правило, вона охоплює окремі операції, пов'язані з державним боргом, фінансування збитків, що виникли внаслідок стабілізації валютного курсу, централізовані кредити економіці, рефінансування пільгових кредитних програм і преференцій. Через квазіфіскальні операції держави за межами бюджету справжні масштаби державних видатків і розміру бюджетного дефіциту та державного боргу занижені. Квазіфіскальний дефіцит – явище, особливо поширене у країнах СНД, як правило, перевищує фактичний державний фіскальний дефіцит. За оцінками, квазіфіскальний дефіцит лише по двох секторах економіки (енергетичному і газовому) становить 11,6 % ВВП у Азербайджані, у Грузії – 5,7, Киргизії – 12,2, Молдові – 4,2, Таджикистані – 22,7, Україні – 8,4, Узбекистані – 26,6 % [595, р. 6]. Це робить офіційний бюджет ненадійним індикатором реальної бюджетно-податкової ситуації.

Незважаючи на означені обмеження, дані свідчать, що рівень фіскальних дисбалансів у перехідних економіках має значний вплив на фінансовий розвиток. Зростання дефіциту державного бюджету однаково негативно сприймається як портфельними, так і прямими

інвесторами. Для перших це означає підвищення ризику кризи неплатоспроможності, для других – спотворення конкурентного економічного середовища та активізацію контролюючих функцій держави, спрямованих на наповнення бюджету. Стабільніший загальнодержавний бюджетний дефіцит у тенденції пов'язаний із більшим реформуванням і розвиненістю фінансової системи. У країнах з вищим рівнем фінансового розвитку (ЦСЄБ) середній бюджетний дефіцит у 1992–2007 рр. коливався на рівні 1,1–5,1 % ВВП, у країнах з нижчим рівнем (СНД) – варіація загальнодержавного балансу за цей період становила майже 18 % ВВП (рис. 2.12). Вірогідне пояснення такого взаємозв'язку: більш стабільні бюджетні умови надають можливість реалізовувати послідовну стратегію фінансової трансформації, розподіляючи витрати на реформування в часі. Це також означає, що фінансові реформи більш послідовні, якщо існує частка бюджету, спеціально призначена для їх фінансування. Рекапіталізація і реабілітація існуючих банків або виконання програм, спрямованих на розвиток фінансових ринків, передбачає необхідність фіскальних трансфертів. За невизначеної або слабкої бюджетної позиції останні здійснювати складно⁸³.

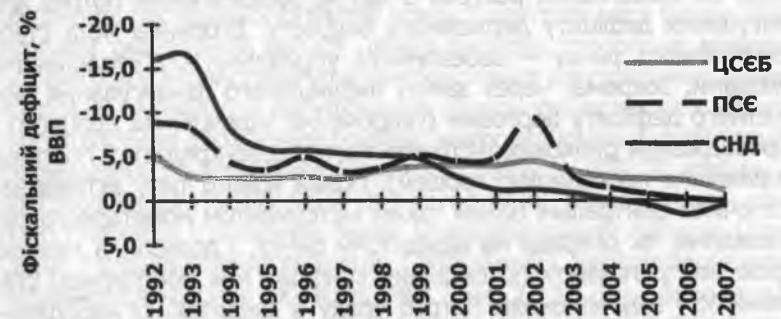


Рис. 2.12. Динаміка балансу загальнодержавного бюджету в перехідних економіках (розраховано і побудовано за [651; 652, р. 41; 656])

⁸³В Україні програми підтримки розвитку фінансових ринків на національному і місцевому рівнях практично не фінансуються, отримуючи незначну частку коштів, передбачених бюджетом (створення національного депозитарію – 5,2 % запланованих асигнувань, розвиток ринків муніципального кредитування – 5,7 % асигнованих коштів) [139, с. 76]. Див. також [319, р. 4].

Загалом державні запозичення позитивно впливають на фінансовий розвиток, виступаючи каталізатором розвитку приватних фінансових ринків. Однак прямої залежності між рівнем бюджетного дефіциту і державного боргу, з одного боку, і ступенем розвиненості фінансової системи – з іншого, немає. Вплив державних запозичень на фінансове поглиблення нелінійний: їх позитивний ефект послаблюється і стає негативним при значних обсягах державної заборгованості і неадекватній стратегії управління боргом. Напрямок впливу визначається характером фіскального коригування і типом фінансування дефіциту. Коригування шляхом зростання податків не рівноцінне зменшенню витрат, фінансування через випуск облігацій не рівноцінне фінансуванню шляхом залучення банківських кредитів, кредитів центрального банку або запозичень на міжнародних фінансових ринках. Ключовим питанням є визначення керуючих механізмів і розміру відповідних ефектів.

Фіскальна незбалансованість – важливий чинник розвитку транзитивних фінансових систем насамперед завдяки формуванню ринку державних боргових зобов'язань. Вирішальною передумовою створення останнього стала активна участь держави в конкуренції за інвестиційні ресурси з метою забезпечення потреб фінансування дефіциту державного бюджету. Вторинна мета створення такого ринку – забезпечити управління стабілізаційними заходами, зокрема, через заміну інфляційного фінансування бюджетного дефіциту борговим (скорочення інфляційних процесів) і впровадження ринкових інструментів грошово-кредитної політики (управління пропозицією грошей). Поява нового типу активів забезпечила центральні банки таким інструментом монетарного регулювання, як операції на відкритому ринку, і дозволила певною мірою нейтралізувати потенційний конфлікт між монетарною стабільністю і задоволенням потреб уряду в кредитах. Із народженням ринку державного боргу фінансова активність змістилася в напрямі операцій із державними зобов'язаннями. Упродовж 90-х рр. саме він виступав як структуроутворюючий для системи транзитивних фінансових ринків: побудова ринку державних цінних паперів передбачає створення правової, інформаційної та інституціональної інфраструктури (включаючи торговельну, депозитарну і розрахункову системи). Проте функціонування ринку державних зобов'язань спричинило суперечливий вплив як на розвиток окремих сегментів фінансової системи, так і на фінансовий

розвиток в цілому. Характер впливу тісно пов'язаний зі стадією і рівнем розвиненості ринку державних паперів.

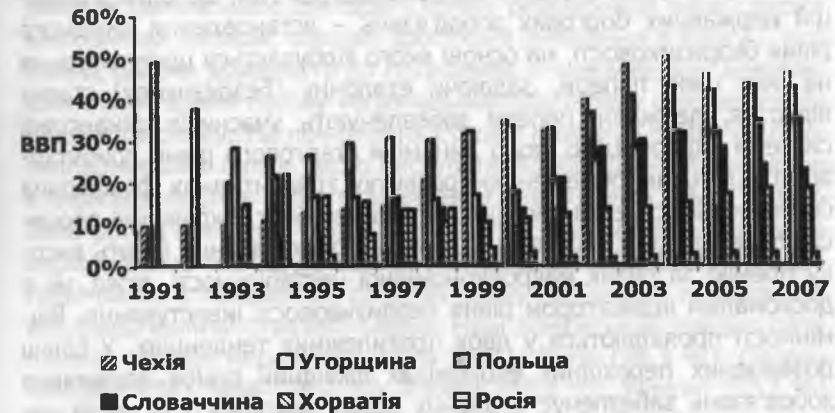


Рис. 2.13. Капіталізація найбільш розвинених ринків державних облігацій (побудовано за [694])

Розвиток ефективного ринку державних зобов'язань вимагає об'єднаної послідовної стратегії уряду і центрального банку. Вона охоплює регулярний випуск цінних паперів, створення відповідної ринкової інфраструктури, використання центральним банком урядових паперів для регулювання ліквідності економіки, стратегію управління державним боргом, макроекономічну стабілізацію, формування інвесторської бази тощо [692, р. 22]. Ті країни, де застосовувався послідовний та інтегрований підхід, змогли створити глибокий і ліквідний ринок урядових цінних паперів (Угорщина, Польща, Чехія, Хорватія, Словаччина), капіталізація якого коливається на рівні 18–46 % ВВП (рис. 2.13). Більша волатильність фіскальних дисбалансів у поєднанні з неефективною стратегією управління державним боргом значною мірою пояснюють низький ступінь розвиненості ринку державних цінних паперів у країнах ПСЕ (Румунія, Боснія і Герцеговина, Македонія, Болгарія) і СНД (Білорусь, Молдова, Україна, Росія), де капіталізація не перевищує 2–3 % ВВП.

Механізм впливу на фінансову систему. Механізм впливу фіскальних дисбалансів на розвиток транзитивних фінансових систем містить три головні канали: ефект безпечного активу, структурні характеристики банківської системи; ефект витіснення.

Ефект безпечного активу. Державні цінні папери – єдиний ліквідний актив, який слугує індикатором для розвитку інших сегментів фінансової системи. Це пояснюється тим, що одна з функцій державних боргових зобов'язань – встановлення вихідного рівня безризиковості, на основі якого відбувається ціноутворення на інші цінні папери. Задаючи еталонну (безризикову) ставку відсотка, державні папери забезпечують учасників фінансової системи інформацією щодо динаміки стартового рівня прибутковості. Спільним обмеженням розвитку транзитивних фінансових систем є таке: через високий державний борг, інфляційні процеси, девальваційні очікування державні зобов'язання мають високу премію за ризик макроекономічної нестабільності, отже, не є досконалим індикатором рівня безризиковості інвестування. Відмінності проявляються у двох протилежних тенденціях. У більш розвинених перехідних економіках ліквідний ринок державних зобов'язань забезпечує еталонну криву доходності і, таким чином, полегшує встановлення цін на інші фінансові інструменти. В економіках з низьколіквідним ринком термінова структура державних цінних паперів фрагментована. За відсутності еталонної структури строків відсоткових ставок ринок корпоративних цінних паперів має самостійно визначати ставку нульового ризику і встановлювати премію за ризик. Відсутність орієнтиру для механізму ціноутворення стає перешкодою ефективному розвитку ринку корпоративних зобов'язань і затримує розвиток інших сегментів фінансового ринку (ринки муніципальних облігацій і похідних). Відсутність в економіці надійної кривої доходності лімітує попит на боргові цінні папери і тим самим задає обмеженість їх пропозиції на внутрішніх ринках.

Структурні характеристики банківської системи. Поява державних цінних паперів розширює набір фінансових операцій комерційних банків і дозволяє їм формувати інвестиційні портфелі за рахунок відносно менш ризикованих і більш ліквідних фінансових інструментів. Державні цінні папери можуть використовуватися як забезпечення для скорочення кредитного ризику і як відносно безризикові активи в періоди зростаючої нестабільності. Проте в довготерміновому плані позитивний вплив державних запозичень на ліквідність банківської системи частково нівелюється побічними негативними ефектами: великі державні запозичення змінюють структурні характеристики банківських систем.

Особливість фінансового розвитку трансформаційних економік – тенденція до розширення фінансування бюджетних витрат за рахунок банківського сектора. Стрімке розширення ринку державних цінних паперів, швидке зростання державного боргу і, особливо, висока доходність до погашення – чинники, що зумовлюють спрямування потоку національних капіталів у цей сектор фінансового ринку. На початкових стадіях розвитку ринку національні комерційні банки часто виступали найбільшими інвесторами в державні боргові зобов'язання (Болгарія, Україна, Росія у 1997–1998 рр.), утримуючи іноді понад 50 % своїх активів у таких паперах. Зниження середньозваженої доходності державних облігацій разом з обмеженим обсягом ринку визначили переорієнтацію інвестиційної стратегії банків. Нині банківський кредит суспільному сектору перевищує 30 % ВВП у Литві (30,3 %), Словаччині (47,8 %), Чехії (34,2 %), Албанії (80,2 %), Румунії (32,2 %), Білорусі (47,5 %) [427, р. 18–19]. Банки, які утримують значний обсяг відносно прибуткових вимог до суспільного сектора, у тенденції схильні до неефективного посередництва⁸⁴. Надмірне утримання авуарів у формі державних боргових зобов'язань знижує потреби банків конкурувати за клієнтів і формує специфічні стимули до встановлення монопольних відсоткових ставок, рівень яких перевищує доходність більшості проектів приватного сектора. Звуження ринкового простору фінансуванням казначейства обмежує розвиток ринків грошей і капіталів, збільшуючи вразливість банків. Дефолт по державних цінних паперах у Росії 1998 р. викликав масштабну банківську кризу, а наступна реструктуризація боргів в Україні скоротила ліквідність банківської системи.

Несприятливий вплив посилюється, коли до банків висуваються вимоги щодо купівлі державних боргових зобов'язань, як це періодично відбувається в перехідних економіках при падінні ринкового попиту на державні цінні папери. Примусова купівля урядового боргу, особливо якщо доходність державних цінних паперів нижча за ринкову, виступає формою неявного податку на банки, де рівень оподаткування визначається різницею між

⁸⁴ В Україні банки залишаються основними власниками ОВДП – 67,3 % загального обсягу на кінець вересня 2008 р. [21, с. 33] Низький рівень банківського кредиту суспільному сектору пояснюється низьким рівнем капіталізації ринку.

встановленою і ринковою відсотковими ставками. Враховуючи, що в більшості перехідних економік ринок державних цінних паперів залишається неліквідним, можна говорити про формування додаткових способів впливу на банківський сектор. Гальмується розвиток міжбанківського грошового ринку, на якому не вистачає інструментів, які можна було б використовувати як заставу. Банки втрачають можливість використовувати державні цінні папери для ефективної портфельної диверсифікації, що в умовах нерозвиненої фінансової системи стимулює кредитну експансію і фінансову доларизацію. У сукупності це веде до ризику уповільнення фінансового розвитку і негативно впливає на глибину і якість фінансового посередництва.

Ефект витіснення. Як великий позичальник, держава впливає на номінальні і реальні відсоткові ставки, обсяг кредитних ресурсів, валютний курс і структуру платіжного балансу. Конкретний вплив залежить від таких обставин: валютний режим, рівень інтегрованості національної фінансової системи в міжнародні фінансові ринки, еластичність внутрішніх ринків до змін у відносних цінах і ресурсах, характер державного запозичення тощо.

Коли внутрішні економічні агенти не мають вільного доступу до міжнародних фінансів, великі за обсягом державні позики на внутрішньому фінансовому ринку збільшують попит на кредитні ресурси в економіці і викликають зростання реальних відсоткових ставок. Це явище відоме як *ефект витіснення*. Він діє як механізм, що переміщує фінансові ресурси з приватного сектора до державного. Відсоткові ставки зростають найбільше в разі, коли фіскальна експансія поєднується з антиінфляційною грошово-кредитною політикою. Форма витіснення пов'язана зі способом боргового фінансування бюджету і має різні механізми впливу на економіку: витіснення трансакційної каси, майнове витіснення, витіснення через кредитний ринок, витіснення очікувань тощо. У перехідному регіоні витіснення проявляється переважно у двох формах. По-перше, в утриманні високих реальних відсоткових ставок на загальному тлі зниження фактичних ставок рефінансування центральних банків. По-друге, у вигляді майнового витіснення, коли кредитні ресурси банків спрямовуються для фінансування бюджетного дефіциту, а натомість банки накопичують кредитні вимоги до держави. Найбільшою мірою ефект витіснення притаманний економікам, де високий рівень державної забор-

гованості сполучається з високою абсорбцією банківського кредиту суспільним сектором. У зв'язку з цим постає питання – наскільки ефективним є таке переміщення фінансових ресурсів і яким чином воно впливає на фінансову систему.

У стабільній розвиненій економіці, підвищення відсоткових ставок, як правило, залишається в таких межах, що проблеми позичальників, пов'язані з потоком готівки, не трансформуються в проблеми їх банкрутства, і в цілому фінансові посередники і позичальники стають більш розбірливими при розміщенні фондів: державні запозиченнями витісняють проекти і витрати з нижчими очікуваними ставками доходності. Однак, якщо зростання відсоткових ставок внаслідок державних запозичень є надмірним щодо здатності позичальників обслуговувати свої борги, – як це сталося у перехідних економіках, – тоді результатом стає несприятливий відбір позичальників: безнадійні боржники більше позичають з метою відстрочити банкрутство, а фінансові посередники накопичують ці безнадійні борги, щоб забезпечити основу для платоспроможності власного портфеля. При подібному непродуктивному кредитуванні відсоткові ставки мають тенденцію зростати до надвисокого рівня: попит на кредитні ресурси (зумовлений необхідністю обслуговування накопичених безнадійних боргів) збільшується разом з рівнем відсоткової ставки. Такий попит на кредит відображає зворотну, отже, "неправильну" позитивну еластичність, у результаті кредитний ринок стає нестабільним. Через це високий рівень відсоткових ставок є чітким сигналом розвитку системної фінансової нестабільності. Такий ефект витіснення має три негативні прояви. По-перше, переміщення фінансових ресурсів від приватного сектора до державного відбувається за рахунок найбільш продуктивних проектів і витрат, які ефективно витісняються не лише державними запозиченнями, а й безнадійними позичальниками. За таких умов фінансова система неспроможна ефективно розміщувати фінансові ресурси. По-друге, стійкість фінансових посередників визначається якістю їхніх портфелів. Коли фінансові проблеми безнадійних позичальників поширюються на фінансовий сектор, довіра до нього скорочується, а невпевненість власників заощаджень у платоспроможності фінансових інститутів стає причиною відтоку капіталу, отже, дезінтермедіації, і генерує виникнення неформальної мережі фрагментованих фінансових ринків. По-третє, коли

дохід від державних боргових зобов'язань перевищує доходність банківських і корпоративних фінансових інструментів, фондовий і кредитний ринки розвиватися не можуть, – пропозиція фінансових ресурсів спрямовується іншими каналами. Зрештою, самі по собі високі відсоткові ставки збільшують тягар боргу для державних фінансів і ускладнюють фіскальну стабілізацію.

Інтеграція транзитивних фінансових систем у світові фінанси певною мірою запобігає витісненню приватного сектора борговими вимогами держави. З одного боку, уряд отримує можливість вдаватися до зовнішніх позик. З іншого – за таких умов великі державні позики на внутрішньому фінансовому ринку переміщують приватних позичальників з внутрішнього ринку на зовнішній – безпосередньо або через залучення іноземних позик місцевими фінансовими посередниками. Фінансові ресурси, абсорбовані державним запозиченням, у такому разі заміщуються фінансовими ресурсами, наданими іншими країнами. Це передбачає, що нові зовнішні позики еквівалентні збільшенню дефіциту (чи скороченню надлишку) по поточному розрахунку платіжного балансу.

Механізм ефекту витіснення у перехідних економіках має класичний характер. Його безпосередня економічна причина – розширення ринку внутрішнього боргу без урахування наявної ресурсної бази і потенційної можливості її зміни при зміні реальної доходності, а також макроекономічних наслідків залучення заощаджень на даний сегмент ринку. Доходність державних облігацій визначає мінімальну вартість вільних грошових ресурсів в економіці, її високий рівень робить принципово неможливим розширення кредитування реального сектора. У країнах СНД успішна емісія державних цінних паперів у 90-х рр. витиснула з внутрішнього кредитного ринку приватні підприємства. Водночас ринок державних зобов'язань обмежив інвестиційну активність у корпоративному сегменті ринку цінних паперів. При одночасному скороченні програм державного фінансування економіки і скороченні державного сектора це стало чинником зменшення ефективності використання суспільних заощаджень і фактично заблокувало зростання реальної економіки. Компенсація ефекту витіснення через нарощування фінансової відкритості призвела до стабільного дефіциту поточного рахунку у країнах ЦСЄБ.

Означені ефекти посилюються низьким рівнем фінансового розвитку перехідних економік. На здатність держави накопичува-

ти й обслуговувати борг впливає ступінь розвиненості фінансової системи країни. Коли показник монетизації економіки наближається до одиниці, то показники "борг/ВВП" і "борг/М" якщо і не співпадають, то достатньо близькі за значенням. За низького рівня монетизації показник "борг/ВВП" може в декілька разів перевищувати показник "борг/М". Це свідчить про дефіцит фінансових ресурсів в економіці і обмежені можливості боргового фінансування бюджетного дефіциту за рахунок внутрішніх джерел, отже, формує стимули в напрямі переміщення до зовнішніх запозичень. Таким чином, низький рівень фінансового розвитку перехідних економік лімітує бюджетну політику, обмежуючи можливість нових державних витрат і рівень боргу, який економіка здатна витримати; і посилює фінансову відкритість, збільшуючи вразливість економіки до кризи рахунку капіталу.

2.4.2. МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА І ФІНАНСОВИЙ РОЗВИТОК

До характеристик фінансового розвитку мають відношення дві головні сфери діяльності центрального банку – грошово-кредитна політика (ГКП) і банківське регулювання. Упродовж процесу переходу спостерігалась така закономірність – чим розвиненішою ставала економіка, тим інтенсивніше ГКП використовувалася для згладжування економічних коливань і впливала на фінансовий розвиток. Вплив монетарної політики на фінансову систему базується на двох механізмах. *Перший* – специфічні фінансові інструменти впровадження ГКП (інструменти регулювання пропозиції і вартості грошей, резервні вимоги, механізми рефінансування центральним банком, режим валютного курсу) визначають інституціональну структуру, в якій функціонують фінансові посередники. *Другий* – режим монетарної політики (цільові орієнтири і, відповідно, характер політики) впливає на поведінку економічних агентів і функціонування фінансових ринків.

Для розуміння впливу монетарної політики на фінансовий розвиток трансформаційних економік концептуально важливими є кілька обставин. По-перше, достатньо спільним для країн регіону є складне середовище здійснення ГКП. Його риси – високий ступінь присутності іноземної валюти в економіці, загальна слабкість фінансової і банківської систем, розвиток інфляції тощо. Доларизація

економіки і нерозвиненість фінансової системи обмежують дію механізму монетарної трансмісії і зменшують базу інфляційного податку. За таких умов основним способом впливу на стан грошового обігу з боку центрального банку є операції на валютному ринку і пряме регулювання умов на фінансовому ринку.

По-друге, починаючи з Польщі, у 1990 р. перехідні економіки (за винятком Туркменистану) в тій чи іншій формі здійснювали програми стабілізації інфляції. Деякі з них (Білорусь, Болгарія, Росія, Румунія, Таджикистан) вдавалися до стабілізаційних заходів неодноразово. Антиінфляційні програми включали жорстку монетарну і кредитну політику, політику контролю за заробітною платою, грошові реформи з уведенням нової національної валюти, перехід до неінфляційних джерел фінансування бюджетного дефіциту тощо. Важливою складовою стабілізаційної стратегії виступав вибір режиму обмінного курсу національної валюти. Країни ЦСЄ використовували як фіксований (Польща, Словаччина, Угорщина, Хорватія, Чехія, Естонія), так і гнучкий (Албанія, Болгарія, Латвія, Литва, Македонія, Румунія, Словенія) валютний режими. Країни СНД на початку стабілізаційних програм хоч і обрали гнучкий режим, але де-факто багато з них (Азербайджан, Білорусь, Вірменія, Грузія, Казахстан, Киргизія, Україна тощо) прив'язали національну валюту до долара США або німецької марки. Якщо у країнах ЦСЄ перевага надавалася одному з двох якорів стабілізації – або валютному курсу (Болгарія, Македонія, Хорватія тощо), або пропозиції грошей (Албанія, Румунія, Словенія тощо), то в країнах СНД політика грошового таргетування часто сполучалася з політикою таргетування обмінного курсу. Як наслідок, обмеження монетарної політики в економіках СНД були більшими. Монетарні обмеження зменшують можливість залучення банками додаткових фінансових ресурсів: депозитів, кредитів центрального банку, ресурсів міжбанківського ринку. При зростанні ставки рефінансування зростають витрати на залучення таких ресурсів. Зміна структури відсоткових ставок має негативний вплив на поведінку боржників і здатність банків повертати надані кредити.

По-третє, загальносвітовою тенденцією є так званий "біполярний" підхід до монетарної політики, який полягає в тенденції до вибору між двома її моделями: моделлю жорсткої фіксації валютного курсу і моделлю інфляційного таргетування [18, с. 32–335; 388]. На тлі поступової втрати надійності грошових агрегатів як

параметрів управління грошовим ринком центральні банки перехідних економік змушені були наприкінці 90-х рр. переглянути систему грошово-кредитного регулювання і перейти до *використання нових монетарних орієнтирів*. На сьогодні виокремлюється чотири основні групи трансформаційних економік із відмінними режимами монетарної політики. Одна група – це країни, що стали членами ЄВС – Словенія і Словаччина⁸⁵. До цієї ж групи можна також віднести Чорногорію, яка здійснила односторонню євроізацію економіки. ГКП цих країн визначається в межах упровадження єдиної монетарної політики ЄЦБ. В обмін на фінансову безпеку вони віддали частину свого фінансового суверенітету: 1) єдина монетарна політика ЄВС зменшує межі економічного управління на національному рівні і визначає відмову від такого важливого важеля внутрішньої економічної політики, як ГКП; 2) відмова від національних грошових одиниць на користь євро означає втрату іншого важеля економічної політики – політики валютного курсу. Друга група – країни, що застосовують політику фіксованого валютного курсу відповідно до режиму валютної ради: Болгарія (з 1997 р.), Латвія (з 1994 р.), Литва (з 1994 р.), Естонія (з 1992 р.), Боснія і Герцеговина. Це невеликі відкриті економіки, де режим фіксованого валютного курсу використовується для підтримки фінансової стабільності. Пропозиція грошей на внутрішньому ринку є ендегенною змінною, яка визначається станом платіжного балансу, виходячи з мети підтримки обмінного курсу. Естонія і Болгарія найбільше наближаються до класичної валютної ради: центральні банки цих країн практично відмовилися від використання будь-яких монетарних інструментів, окрім валютного ринку, операції на якому здійснюються автоматично. Центральні банки Латвії і Литви зберігають за собою ряд традиційних функцій. Третя група – країни, які використовують режим таргетування інфляції: Казахстан (з 2001 р.), Польща (з 1998), Румунія (з 2006), Угорщина (з 2001), Чехія (з 1997 р.). Режим інфляційного таргетування передбачає плаваючий обмінний курс. Кінцевою метою монетарної політики оголошена низька інфляція, для якої визначаються середньотермінові і річні орієнтири, а проміжні цілі політики не встановлюються. Відмова від

⁸⁵ До вступу в ЄВС у Словаччині діяв режим таргетування інфляції (із 2005 р.), політика Словенії була дискреційною.

активної участі центрального банку на валютному ринку передбачає підвищену увагу до монетарних інструментів. Найчастіше з цією метою регулюють відсоткові ставки. Четверта група – країни, що впроваджують антиінфляційну політику, не встановлюючи і не декларуючи при цьому обов'язкових кінцевих і проміжних цільових орієнтирів монетарної політики: Росія, Хорватія, Україна тощо. Монетарна політика у цих економіках є дискреційною, отже, непослідовною за своїм характером з окремими елементами грошового та інфляційного таргетування. У рамках такої політики центральні банки використовують різноманітні індикатори, у тому числі й валютний курс, із широким спектром заходів грошово-кредитного регулювання.

По-четверте, незважаючи на зміну пріоритетів монетарної політики та істотну еволюцію спектра монетарних інструментів у перехідний період – від початкового широкого застосування директивних інструментів з поступовим переходом до домінування ринкових інструментів – існують *об'єктивні причини, які обмежують ефективність застосування непрямих монетарних інструментів* у трансформаційних економіках. Насамперед, це утримання несплачених боргів підприємств у портфелях комерційних банків. Такі борги деформують систему розподілу кредиту, ускладнюючи структурне коригування. Оскільки банки, що накопичують "погані" борги, мають тенденцію ставати в кінцевому рахунку неплатоспроможними, то слабкість банківської системи викривлює механізм грошової трансмісії і не дозволяє здійснювати ефективну монетарну політику. Разом з тим, застосування непрямих інструментів в умовах системної трансформації є чинником несприятливого відбору і морального ризику. Специфіка перехідних економік – наявність значної кількості низькокапіталізованих, отже, ненадійних банків. При ринковому розподілі фінансових ресурсів в економіці такі банки для підтримки ліквідності намагаються залучати фінансування будь-якою ціною [337]. За таких умов застосування виключно непрямих монетарних інструментів може дестабілізувати фінансовий ринок. Зрештою, найбільш ринковий монетарний інструмент – операції відкритого ринку, можуть ефективно застосовувати лише ті країни, де сформовано добре функціонуючий ринок державних цінних паперів. У деяких країнах роль відкритого ринку виконує міжбанківський ринок, де центральні банки здійснюють незначні операції з державними зобов'язаннями, фак-

тично заміщуючи їх валютними інтервенціями і власними цінними паперами (безкупонні облігації Банку Росії, сертифікати НБУ). Нерозвиненість ринку державних паперів перешкоджає реалізації механізму монетарної трансмісії, навіть через такий традиційний канал як відсоткові ставки.

Ці особливості монетарної політики значною мірою детермінують розвиток фінансового посередництва. Попри те, що кожна з перехідних економік має свою специфіку у формулюванні і здійсненні ГКП, загальною закономірністю є те, що серед складових управління монетарною політикою в усіх країнах інструменти контролюючого характеру на тих або інших етапах істотно впливали на розвиток фінансової системи. Їхня спільна особливість – вони визначають поведінку банків і небанківських фінансових інститутів і належать до методів безпосереднього фінансового контролю. Термін *безпосередній фінансовий контроль* означає, що за допомогою цих методів здійснюється прямий контроль над фінансовими умовами, що складаються у фінансовій системі.

Кредитний контроль. *Кредитний контроль* призначений для регулювання ліквідності грошового і реального секторів економіки, насамперед з метою обмеження кредитної експансії та усунення інфляційного тиску на економічний розвиток. Кінцева його мета – регулювання економічного циклу, зокрема, стимулювання інвестиційного процесу. Основний інструмент кредитного контролю – ліміти на обсяг банківського кредитування у формі селективного і сукупного контролю, – має визначені переваги.

Селективний кредитний контроль дозволяє регулювати розміщення банківського кредиту по секторах економіки та окремих видах кредитів. Позитивний селективний контроль – встановлення верхньої межі для певних видів банківських позик, сприяє забезпеченню макроекономічної стабільності. Він ефективний у разі, коли певний сектор економіки починає демонструвати явні ознаки "перегріву". Інше його призначення – регулювання портфеля активів системи комерційних банків. Обмежуючи кредити певним секторам економіки, центральний банк заохочує комерційні банки диверсифікувати їхні активи, отже, скорочувати кредитні ризики. Граничні межі кредиту для кожного банку – доцільний інструмент керування сукупним приростом грошей і в разі, коли монетарна влада не здатна керувати монетарною базою

через великі урядові запозичення в центральному банку. Негативний селективний кредитний контроль переслідує мікроекономічні цілі і включає встановлення нижньої межі на обсяг кредитів, що надаються певним секторам економіки. За його допомогою здійснюється підтримка депресивних або пріоритетних секторів, які мають суттєве значення для національної економіки.

Сукупний кредитний контроль дозволяє регулювати загальний обсяг кредитів, що надаються банківською системою, і використовується для стимулювання або стримування зростання грошової маси в економіці. У даному разі на всі банки розповсюджуються однакові обмеження щодо максимальних темпів зростання кредитів. Кредитна квота в рамках сукупної кредитної межі для окремого комерційного банку встановлюється на основі певних критеріїв: сума непогашених кредитів цього банку, капітал банку, обсяг залучених депозитів. Складність застосування сукупного контролю в тому, що досягнення заданого показника обсягу кредитування залежить від конкурентоспроможності окремих банків: одні банки (котрі проводять активну кредитну політику) можуть швидко вичерпати свій ліміт, інші – матимуть невикористані кредитні ресурси. Найефективніший різновид сукупного контролю – так звані чисті кредитні межі, які враховують спосіб рефінансування банківських кредитів. У даному випадку кредитні обмеження пов'язуються з характером формування комерційними банками депозитної бази. Вплив кредитної експансії на інфляційні процеси найменший у разі, коли кредити фінансуються за рахунок залучення довготермінових ощадних вкладів або випуску довготермінових цінних паперів. Відтак, при чистих кредитних межах центральний банк коригує кредитні ліміти в бік підвищення для тих банків, які залучають довготермінові кошти.

У початковий період переходу контроль за кредитами (межі на банківські кредити і директивне кредитування) застосовувався практично в усіх країнах як інструмент ГКП. Сфера дії кредитного контролю розширювалася там, де роль агента – власника державних комерційних банків – відіграло міністерство фінансів. Як головний власник, міністерство фінансів визначало стратегію діяльності державних комерційних банків, починаючи з кредитної політики до відкриття філій [62, с. 218]. Види контролю і часові межі його застосування варіюють – від рефінансування на основі квот позик комерційних банків, наданих під окремі проекти (Угорщина, 1990–1992 рр.), кредитних стель, визначе-

них відповідно до критеріїв ефективності і встановлених окремо для кожного державного банку на підставі показників основного капіталу і суми балансу (Польща, 1990–1992 рр.) до прямого встановлення кредитних лімітів для комерційних банків (Словаччина, до 1995 р.), пільгових кредитів окремим секторам (Румунія, до 1997 р.) і використання операцій рефінансування для підтримки конкретних пріоритетних секторів та інвестиційних проектів в економіці (Україна, 2003–2004 рр.⁸⁶). Специфічні різновиди кредитного контролю, які стосуються насамперед кредитних операцій з нерезидентами, почали скасовуватися лише на початку XXI ст. – у Латвії 2003 р. (агреговані кредитні ліміти для країн, які не є членами ОЕСР), в Угорщині 2001 р. (обмеження на короткотермінові кредити), у Словаччині і Словенії 2001 р. (ліміти на закордонне короткотермінове кредитування резидентів і нерезидентів) тощо [666, р. 33–38].

Кредитний контроль є ефективним інструментом регулювання фінансових потоків і управління банківською ліквідністю, проте загальний ефект його впливу на фінансовий розвиток неоднозначний. Теоретично, кредитні програми можуть застосовуватися для компенсації неадекватного розвитку фінансових ринків. Якщо країна, приміром, не має венчурного капіталу або розвиненого ринку акцій, новим фірмам з ризикованими проектами складно отримати фінансування із зовнішніх джерел. Для підтримки таких інвестицій уряд може зобов'язати комерційні банки забезпечити необхідне фінансування. Коли ризикова фірма діє ефективно, результати такої програми принесуть чистий прибуток економіці. Проте, в трансформаційних економіках програми директивного кредитування призначалися не для коригування дисбалансів на фінансових ринках, а для спрямування коштів у пріоритетні сектори незалежно від того, чи є такі інвестиції ефективними. У межах таких секторів кредити отримували найбільш крупні і впливові позичальники. В умовах обмежених фінансових ресурсів вже саме отримання пільгового кредиту здатне дати більше прибутку, ніж виробництво товарів: коли норма прибутку у стимульованих галузях нижча, ніж в інших, позичальники не мають стимулів використовувати кредити за цільовим призначенням. Водночас обмеження доступу до кредитів фірм з непріоритетних секторів

⁸⁶ Із цією метою в Україні було створено спеціальний довготерміновий механізм рефінансування [147, с. 95].

ставити їх фактично поза межі офіційного кредитного ринку і змушує орієнтуватися на нерозподілений прибуток і позики, що надходять через неофіційні канали. У результаті почали виникати тіньові ринки позикового капіталу, на яких підприємства, що мали доступ до пільгових кредитів, могли продавати кошти тим, хто такого доступу не мав.

Кредитний контроль продукує й інші побічні ефекти, які негативно впливають на характеристики фінансової системи. Директивне кредитування руйнує конкуренцію серед банків на ринку як кредитів, так і депозитів. У результаті деформується структура відсоткових ставок в економіці. Зокрема, мінімальні кредитні квоти для привілейованих секторів можуть бути виконані лише за рахунок більш низьких відсоткових ставок, ніж ті, що встановлені для неперіоритетних кредитів. Скорочення прибутку змушує фінансових посередників вдаватися до перехресного субсидування: надавати неперіоритетні кредити за завищеними відсотковими ставками і, відповідно, скорочувати відсоток по депозитах⁸⁷. Наслідком дії такого механізму є відтік депозитних ресурсів і дезінтеграція та фрагментація фінансових ринків.

Розповсюдження програм директивного кредитування – один із чинників накопичення непродуктивних кредитів у транзитивних банківських системах. Директивні кредити зазвичай спрямовувалися на фінансування нерентабельних державних підприємств (щоб стримати безробіття). Можливість залучати пільгове кредитування стимулює малоефективне інвестування, а позичальники з неприбутковими проектами не в змозі сплачувати борги. Фактично така практика кредитування унеможлиблює достатній ступінь диверсифікації активів, і банки наражаються на кризу ліквідності і кризи платоспроможності. Зрештою, масштабні програми директивного кредитування під низький відсоток зменшують загальну потребу у фінансових інститутах і ведуть до зниження рівня фінансового посередництва в економіці. Стимулюючи попит на пільгове банківське кредитування, кредитний контроль сприяє уповільненню розвитку ринку цінних паперів. Наявність таких ефектів репрезентує неефективну мобілізацію і розміщення ресурсів фінансовою системою при кредитному кон-

⁸⁷ Компромісним заходом стало застосування практики фінансування таких субсидій за рахунок бюджетних витрат або за рахунок дешевого переобліку в центральному банку.

тролі. Однак оскільки монетарна влада в багатьох перехідних економіках перейшла до опосередкованих монетарних інструментів, інтенсивний вплив кредитного контролю на фінансовий розвиток переважно припинився. Сфера дії кредитного контролю залишається достатньо широкою лише у країнах із високою часткою активів державних банків у сукупних активах банківського сектора (Азербайджан, Білорусь, Туркменістан, Узбекистан).

Регульовані відсоткові ставки. Теоретично, контролювання відсоткових ставок застосовується з подвійною метою: усунення монопольного ціноутворення в банківському секторі; регулювання інвестиційного процесу в економіці. Способи відсоткового контролю різноманітні – відсоткові ставки можуть контролюватися як по всіх, так і по окремих видах банківських операцій; і по кредитах, і по депозитах; можна регулювати рівень відсоткової ставки безпосередньо встановлюючи її розмір або визначаючи для комерційних банків регульовані ставки рефінансування і фіксовану маржу. У першому випадку обмежується граничний рівень, верхня або нижня межа відсоткових ставок, у другому – рівень їх коливань. Традиційний і найбільш поширений інструмент – контроль над ставкою позичкового відсотка, який застосовується для регулювання як прибутковості комерційних банків, так і кредитних потоків у реальний сектор.

У розвитку транзитивних фінансових систем визначилися такі основні тенденції. На початкових етапах перехідні економіки активно використовували директивні методи відсоткового контролю насамперед у вигляді граничних ставок позичкового відсотка для окремих секторів економіки. Основні причини їх застосування: 1) необхідність макроекономічного регулювання за нерозвинених грошових ринків, коли монетарна влада не здатна впливати на умови функціонування фінансового сектора через ринкові механізми; 2) необхідність підтримки розвитку пріоритетних секторів економіки через установлення низької ціни на фінансові ресурси. Додаткові причини пов'язані з мінімізацією державних витрат – намагання забезпечити бюджетне фінансування з невеликими витратами; прагнення субсидувати певні сектори економіки або певні види діяльності, уникаючи прямих бюджетних витрат.

Застосування диференційованих відсоткових ставок по кредитах різним секторам економіки на етапі формування фінансової системи має об'єктивний характер і пояснюється наявністю

зовнішніх ефектів в умовах неспроможності ринку: інвестиції в певні сектори мають соціальну віддачу більшу, ніж приватна ставка доходності конкретних проектів. У такому разі фінансування проектів по нижчій відсотковій ставці дає можливість забезпечити соціально бажаний рівень інвестицій. Проблемою є те, що такі дії зазвичай ведуть до заниження відсоткових ставок в економіці проти їх ринкового рівня, тому фінансові посередники змушені надавати кредитування по привілейованих ставках і зменшувати відсоток для вкладників. Результатом стає зниження посередницької ролі банків.

У міру просування до ринкової стадії розвитку та ускладнення фінансових систем відсоткові ставки в перехідних економіках були лібералізовані. Незважаючи на відмову від безпосереднього встановлення відсоткових ставок, вплив на їх рівень до сьогодні залишається поширеним інструментом монетарної політики. При таргетуванні інфляції визначення відсоткових ставок по короткотермінових депозитах центральних банків – основний монетарний інструмент, тоді як ставки міжбанківського ринку при цій моделі знаходяться в межах достатньо вузького коридору⁸⁸. У країнах зі слабким розвитком кредитних ринків поширене субсидування відсоткових ставок (Україна). Окрім стандартних методів контролю над відсотковими ставками перехідні економіки використовують достатньо специфічні форми впливу на грошовий обіг. Прикладом може бути міжбанківський картель на депозитні ставки – "джентльменська угода" між банками про встановлення межі відсоткових ставок по депозитах, яка діяла у Словенії у 1995–1999 рр. [44, с. 33].

Принаймні два виправдання можуть бути висунуті на підтримку збереження регульованості відсоткових ставок. Перше – нестача конкуренції на фінансових ринках. Таке регулювання, як передбачається, має запобігати неефективності використання ринкового потенціалу фінансовими посередниками. У перехідних економіках ринки кредитів і депозитів висококонцентровані, бан-

⁸⁸ В Угорщині на міжбанківському ринку короткотермінових ресурсів установлено коридор відсоткових ставок, верхня межа якого забезпечується угодами репо, нижня – визначається ставкою Національного банку по одноденним депозитам. Ширина коридора складає 2 %, а центром є базова ставка Банку Угорщини, яка встановлюється по двотижневих депозитах, що є основним інструментом монетарної політики [44, с. 22–25, 31].

ківські посередники використовують свою монополю владу для встановлення цін на ресурси. За таких умов регулювання відсоткових ставок потенційно може збільшувати рівноважні обсяги кредитів і депозитів. Друге – протидія ймовірному поширенню фінансових криз і розвитку інфляції. Як зазначалося раніше, комбінація інфляційних процесів і накопичення безнадійних боргів у банках веде до дестабілізації фінансових ринків і підвищення рівня відсоткових ставок в економіці. Щоб запобігти виходу з-під контролю фінансових проблем і поширенню фінансової нестабільності на платоспроможних позичальників, держава змушена контролювати відсоткові ставки. Тому навіть ті країни, які впроваджують політику, спрямовану на створення умов для ефективної конкуренції (наприклад, відкривають внутрішній ринок іноземним фінансовим посередникам, стимулюють інновації на ринках грошей і капіталу, щоб зменшити монополю ринкову владу існуючих посередників), продовжують регулювати відсоткові ставки. Можна припустити, що таке регулювання виступатиме необхідним заходом доти, доки фінансова нестабільність у перехідних економіках не буде подолана.

Проблеми розвитку фінансової системи, що виникають у результаті втручання у формування відсоткових ставок, спричинені кількома ефектами. По-перше, існування в економіці множини рівнів відсоткової ставки веде до ринкової фрагментації і неефективного розподілу ресурсів. При занижених відсоткових ставках по кредитах фінансові посередники не можуть отримати високу премію за ризик, отже, позики високоризикованим клієнтам не можуть бути прибутковими. Як наслідок, занижені відсоткові ставки викликають неефективне розміщення кредитних ресурсів, насамперед, за рахунок зниження стимулів банків оцінювати прибутковість і платоспроможність інвестиційних проектів, пов'язаних з використанням кредиту. Субсидування відсоткових ставок призводить до дестабілізації ринків і викривлення стимулів. При довільному встановленні відсоткових ставок для різних категорій позичальників змінюється структура розподілу фінансових ресурсів – примусовий перерозподіл заощаджень з одного сектора економіки до іншого. При кредитуванні по ставках, нижчих за ринкові, спред може бути настільки незначним, що не покриватиме банківські витрати. Це позбавляє банки стимулів надавати кредити на тривалі терміни або кредитувати позичальників, які відносяться до категорії підвищеного ризику. У результаті цього ефекту в бага-

тьох перехідних економіках активно стали розвиватися майже виключно ринки короткотермінових боргових запозичень, і лише в небагатьох з них сформувалася більш розвинена система довготермінового фінансування.

По-друге, розмір відсоткової ставки, встановлений на рівні, нижчому, ніж рівень ринкової рівноваги, веде до нормування кредитів і зниження конкуренції. Це пояснюється тим, що у фінансових посередників виникає стимул повернути частину або всю імпліцитну ренту, що отримують позичальники завдяки дешевим кредитам, шляхом надання позичок тим позичальникам, з якими вони пов'язані економічними інтересами. Це веде до створення конгломератів фінансових і нефінансових фірм (бізнес-груп) і розвитку інсайдерського кредитування. У результаті портфель фінансових посередників стає менш диверсифікованим і більш ризикованим, ніж за відсторонених відносин між позичальниками і кредиторами. Тенденція до об'єднання фінансових посередників та окремих позичальників у спільну бізнес-групу, підриває конкуренцію на фінансових ринках, деформуючи процес розміщення ресурсів в економіці.

По-третє, скорочуючи доходність доступних фінансових активів, контроль за відсотковими ставками перешкоджає нагромадженню фінансових активів і зумовлює відтік грошових ресурсів з фінансової системи. Враховуючи, що доходність по фінансових активах для заощадників нижча, ніж могла бути за інших ринкових умов, вкладники втрачають стимули до придбання внутрішніх фінансових активів. У результаті обсяг позичкових фондів, що циркулюють у банківській системі скорочується, що стає причиною дезінтермедіації і послаблення функції мобілізації ресурсів фінансовою системою. Ця проблема постає особливо гостро за умов високої інфляції, коли реальна норма прибутку, яка відповідає будь-якій номінальній відсотковій ставці, зменшується. Досить часто контроль за відсотковими ставками стимулює розвиток паралельних (неофіційних) ринків, приміром, у вигляді нерегульованих ринків векселів, на яких ставки позичкового відсотка змінюються вільно.

Отже, в будь-якому випадку втручання у формування відсоткових ставок призводить до фрагментованості фінансових ринків, погіршення якості портфеля фінансових посередників, зниження конкуренції у фінансовій системі, різниці доходності капіталовкладень в активи, в результаті чого доступні економіці ресурси розміщуються неефективно. Зрештою, хоч відносна ефек-

тивність регулювання відсоткових ставок (з погляду досягнення визначеного їх рівня) не викликає сумнівів, банки мають можливість певною мірою його уникати. Зміна розміру комісійних платежів і комісії за зобов'язання, регулювання мінімального розміру депозитів тощо дозволяють банкам впливати на рівень фактичної відсоткової ставки. Це обмежує доцільність активної політики регульованості відсоткових ставок.

Обов'язкове резервування. Зміна резервних вимог дозволяє центральному банку стимулювати або обмежувати розширення пропозиції грошей при управлінні монетарною базою та управляти ліквідністю банківської системи. У перехідний період обов'язкове резервування має й більш конкретну мету – стабілізація грошового обігу і протидія інфляції. За відсутності відповідних фінансових інструментів, нерозвиненості фінансової системи, загальної незбалансованості кредитних ринків тощо, резервні вимоги посідали домінуюче місце серед інструментів монетарної політики. Основна тенденція сучасної політики мінімальних резервів у перехідних економіках відповідає загальносвітовій – зниження та уніфікація ставок резервних вимог і спрощення системи резервування. Це призвело до того, що протягом останнього десятиріччя вплив цього монетарного інструмента постійно послаблювався. А відтак і політика мінімальних резервів перестала сприйматися як важлива складова монетарної політики.

Вплив цього інструмента на ефективність фінансової системи залежить від того, можуть чи ні обов'язкові резерви набувати форми активів, що приносять доход. Установлюючи безвідсоткові резервні вимоги щодо пасивів комерційних банків, держава (в особі центрального банку) отримує певний доход, не сплачуючи при цьому конкурентоспроможної відсоткової ставки. Фактично цей доход має фіскальний характер і є неявним податком на систему комерційних банків. Він тим вищий, чим вища норма обов'язкового резервування. Зменшуючи середню доходність банківського портфеля, цей додатковий "податок" знижує конкурентоспроможність депозитних інститутів проти тих кредитних установ, на які резервні вимоги не поширюються.

Коли обов'язкові резерви не дають комерційним банкам доходу або не приносять відсотковий доход, близький до ринкового, різниця між ставкою позичкового відсотка і ставкою по депозитах зростає. Збільшення банківської маржі обмежує роль банків як фі-

нансових посередників, тим самим перешкоджаючи здатності фінансової системи ефективно мобілізувати і розміщувати фінансові ресурси. Негативний вплив, який виникає через відсутність продуктивного використання резервів, залежить від співвідношення розміру відсотка обов'язкового резервування і рівня номінальних відсоткових ставок. Якщо різниця істотна, можна очікувати відтоку капіталу і фрагментації фінансових ринків. Причина одна – залучені депозити фінансують придбання активів банками, тому резервні вимоги виступають еквівалентом пропорційного податку на депозити. Оскільки обов'язкові резерви діють як прихований податок на грошові активи приватного сектора, утримувані в комерційних банках, то попит на депозити скорочується. Зміни в обсягах вкладів і позик визначаються еластичністю попиту на кредити і попиту на депозити до відповідних відсоткових ставок.

Змінюючи механізм і характер формування резервованих сум (приміром, касова готівка, боргові інструменти, валютні активи), центральний банк отримує можливість ширше впливати на діяльність фінансового сектора і на економічну активність в цілому. Надання комерційним банкам права розміщувати частину коштів, котрі утворюють обов'язкові резерви, в активи, що приносять відсотковий дохід, модифікує ефекти впливу. Зберігання обов'язкових резервів у формі державних цінних паперів, як правило, використовується для забезпечення фінансування дефіциту державного бюджету (Україна, 1996–1997 рр.). У цьому разі центральний банк зазвичай висуває додаткові умови до комерційних банків, зокрема, вимагає від них купувати цінні папери виключно на первинному ринку. Перехід від безвідсоткових обов'язкових резервів до резервування у формі доходних цінних паперів дозволяє комерційним банкам більш гнучко управляти банківською ліквідністю і тим самим стимулює розвиток грошового ринку. Інший спосіб управління обов'язковими резервами – дозвіл комерційним банкам утримувати резерви в іноземних активах або періодично використовувати кошти обов'язкових резервів в активних операціях (Естонія, 2001 р.). Але в цьому випадку центральний банк певною мірою втрачає здатність ефективно управляти пропозицією грошей: у першому випадку – внаслідок втрати валютних резервів, у другому – через ендегенне створення грошей комерційними банками. Альтернативним способом уникнути негативного впливу обов'язкового резервування

на банківську прибутковість є використання касових залишків комерційних банків для виконання резервних вимог (Латвія).

Найбільш суттєвим у цьому плані є те, що нині система обов'язкового резервування не є загальнопоширеною практикою⁸⁹. Тому застосування резервних вимог знижує конкурентні переваги національного банківського сектора проти банківських систем тих країн, де такі вимоги нижчі або взагалі відсутні, і виступає причиною стимулювання арбітражної діяльності. Способом конкурентного врівноваження за таких умов стає або відмова від політики обов'язкового резервування, або нарахування відсотків на резервні активи. За характером застосування резервних вимог сучасні трансформаційні економіки чітко поділяються на дві групи: 1) країни, де резервні вимоги залишаються активним монетарним інструментом або встановлені на високому рівні; 2) країни, де система резервування поступово втрачає своє значення. У перехідних економіках, що набули членства в ЄС або спрямовані на таке членство, практика переважно відповідає вимогам ЄЦБ⁹⁰. Вони прийняли довготермінові плани зменшення резервних вимог і для вирівнювання конкурентоспроможності національних банківських систем нараховують відсотки (ставка по депозитах ЄЦБ) на залишки по обов'язкових резервах (Естонія, Чехія, Польща, Угорщина, Латвія, Болгарія тощо). З огляду на фіскальні ефекти резервних вимог, диференційований підхід до обов'язко-

⁸⁹ Фінансові інновації, зокрема, поява нових різновидів депозитів у банках і небанківських фінансових інститутах, які не підлягають обов'язковому резервуванню, призвели до послаблення впливу резервних вимог на пропозицію грошей в економіці. Як наслідок, деякі країни взагалі відмовилися від застосування норм обов'язкового резервування (Канада, Нова Зеландія, Данія, Швейцарія, Швеція, Люксембург, Велика Британія тощо) або встановили їх на дуже низькому рівні (Японія – на рівні 0,05–1,3 %). У тих країнах, де резервні вимоги зберігаються, їх застосування не завжди пов'язане з монетарною політикою. Так, до повного скасування резервних вимог мінімальна норма обов'язкового резервування (0,35 %) у Великій Британії використовувалася для покриття операційних витрат Банку Англії.

⁹⁰ Згідно з рішенням ЄЦБ, для конкурентного врівноваження між країнами ЄС та іншими країнами ЄС, в яких дуже низькі або відсутні резервні вимоги (Велика Британія, Данія, Швеція), на обов'язкові резерви нараховуються відсотки за ставкою, що дорівнює відсотку по головних операціях рефінансування.

вого резервування серед економік перехідного регіону виступає одним із чинників диференціації їх фінансового розвитку.

2.4.3. РОЛЬ ФІНАНСОВОЇ РЕПРЕСІЇ У ФІНАНСОВОМУ РОЗВИТКУ ТРАНСФОРМАЦІЙНИХ ЕКОНОМІК

Будь-яка регульовальна політика, яка перешкоджає фінансовим посередникам оперувати на рівні, що відповідає їх технологічному потенціалу, підпадає під визначення політики фінансової репресії (financial repression) [341, р. 6, 29; 462, р. 6; 593, р. 5–30]. З огляду на ступінь жорсткості фінансового контролю за умовами, що складаються у фінансовій системі, такого роду політика має два різновиди: фінансове обмеження (financial restraint) і чиста фінансова репресія. Типова політика фінансового обмеження охоплює різноманітні засоби неявного оподаткування фінансових посередників і фінансових операцій у формі селективного регулювання відсоткових ставок і розподілу кредитних ресурсів, обмеження на певні види операцій і послуг фінансових посередників, резервні вимоги з низькою або нульовою доходністю, обмеження на входження на ринок тощо. Основне її призначення – забезпечення фінансової стабільності. Політика фінансової репресії відзначається фінансуванням фіскальних дефіцитів і субсидуванням пріоритетних секторів економіки за рахунок фінансового сектора. Загальні ознаки, що характеризують фінансову репресію – безпосереднє втручання держави у функціонування фінансової системи і наявність прямого контролю за рівнем відсоткових ставок, широкі обмеження адміністративного характеру щодо структури активів фінансових установ і розміщення кредиту, інфляційний податок на грошові активи тощо. У даному разі контроль держави над фінансовою діяльністю виступає інструментом стратегії розвитку країни. Економічна природа фінансової репресії – необхідність фінансувати державні витрати на суспільні товари. Вона притаманна економікам, які перебувають нижче порога фіскальної ефективності, коли достатньо висока вартість стягування податків індукує застосування фінансової репресії як засобу оподаткування [191, р. 3]. Тому, як правило, фінансова репресія переважає в країнах, де фінансові ринки мало розвинені, тоді як фінансове обмеження історично було поширене насамперед у розвинених країнах.

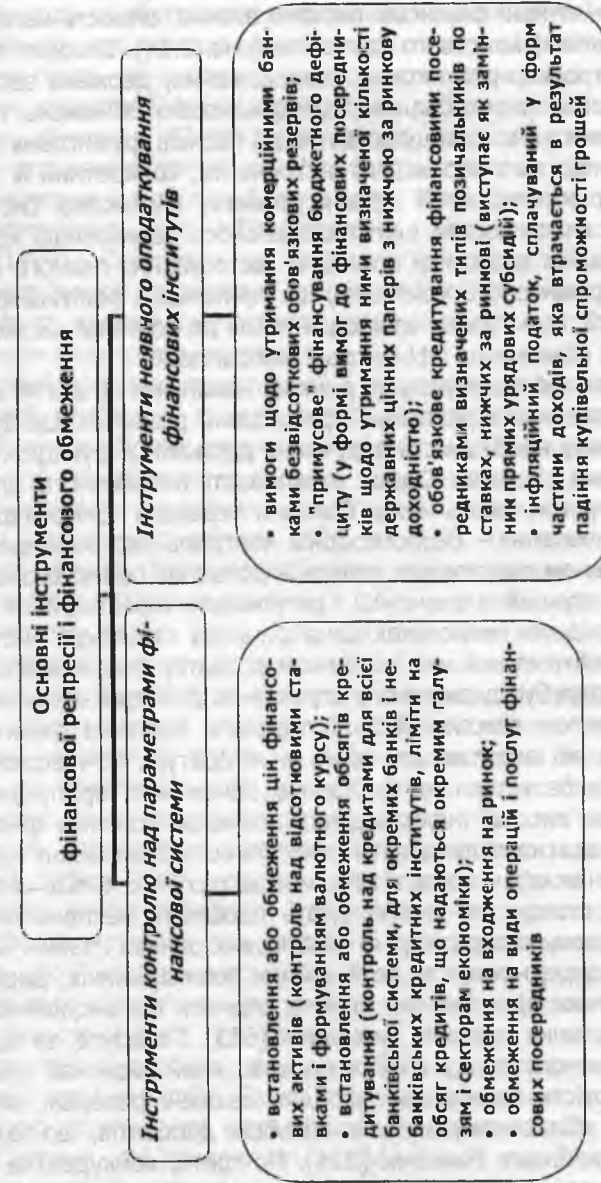


Рис. 2.14. Інструменти політики фінансової репресії і фінансового обмеження

Серед розглянутих методів і напрямів впливу державної політики на транзитивні фінансові системи значна кількість належить до інструментів фінансового контролю (рис. 2.14). Використовуючи свої контрольно-регулятивні повноваження, держава застосувала й інші опосередковані методи фінансових обмежень, пов'язані з певними вимогами щодо активів і пасивів фінансових посередників. Вибір того або іншого інструмента, конкретний їх набір залежав від особливостей і рівня розвитку фінансової системи, характеру і властивостей інституціонального середовища країни. Трансформаційні економіки почали із застосування повного набору засобів фінансового контролю, що притаманні політиці фінансової репресії, і поступово еволюціонували до політики часткового фінансового обмеження і фінансової лібералізації.

На ринках, що формуються, ринкові механізми не здатні самостійно забезпечити ефективний фінансовий розвиток. Це зумовлює об'єктивну необхідність втручання держави у функціонування фінансової системи. Однак можливості позитивного впливу такого втручання мають межу. Головна перевага прямого фінансового регулювання – безпосередній контроль над розширенням кредиту і рівнем відсоткових ставок – дозволяє прямо визначати пропозицію грошей в економіці і регулювати інвестиційний процес. У перехідних економіках сама ринкова структура виступає потенційно обмежувальним чинником розвитку фінансової системи, отже, потребує державного втручання. Для транзитивних фінансових систем важливі й інші переваги політики фінансової репресії, на які звертається увага в літературі, хоч відповідна аргументація базується на достатньо обмежених припущеннях. По-перше, за високої інформаційної асиметрії політика фінансової репресії здатна підвищувати ефективність розміщення капіталу. Поліпшення ефективності можливе за рахунок: більш низьких відсоткових ставок, які пом'якшують проблеми несприятливого відбору і морального ризику на фінансових ринках і таким чином збільшують середню якість потенційних позичальників; директивних кредитних програм, які можуть сприяти фінансуванню високотехнологічних секторів економіки [623]. По-друге, за відсутності розвинутого ринку цінних паперів, який визначає альтернативну вартість банківських фондів, зважені резервні вимоги дозволяють збільшити рівноважний обсяг депозитів, що залучаються комерційними банками [324]. По-третє, конкурентна банківська індустрія може обмежувати пропозицію фінансових по-

слуг через високі витрати входження на ринок і тому, що інформація щодо прибутковості входження на депозитний ринок окремих банків має природу суспільного товару. І навпаки, державний контроль фінансового сектора може стимулювати банки надавати кредитів більше, ніж вони це роблять в умовах інформаційних обмежень. Оскільки фінансова репресія створює можливості отримання ренти, які збільшують стимули для фінансового поглиблення і мобілізації депозитів, вона фактично може бути ефективнішою, ніж лібералізована фінансова система [428, р. 161–191]. Очевидно, що такі позитивні ефекти з'являються за недосконалої фінансових ринків, низької їх конкурентоспроможності та нестачі адекватного регулювання і притаманні нерозвиненим фінансовим системам.

Співвідношення позитивних і негативних ефектів фінансової репресії пов'язане з характером використання контролюючих інструментів. Пряме втручання держави у фінансову діяльність зазвичай трактується як система жорсткого контролю. Такий підхід є не зовсім коректним – слід говорити про інструменти жорсткого і ринкового впливу [434, р. 8–9]. Інструменти прямого впливу можуть бути модифіковані таким чином, щоб ринкова взаємодія відіграла важливішу роль у функціонуванні фінансової системи (табл. 2.11). Так, система прив'язування лімітів на розширення кредиту до депозитної бази банків стимулює конкуренцію між банками за залучення вкладів. Щоправда, у такому разі співвідношення кредитів до депозитів може мати непропорційний негативний вплив на ті банки, ресурсна база яких залежить від міжбанківського ринку. Система чистих кредитних стель дозволяє банку виходити за межі кредитних лімітів у випадку, якщо він спроможний залучати відповідні ресурси на довготерміновий період. Чисті кредитні стелі можуть також стимулювати розвиток ринків середньо- і довготермінових фінансових інструментів. Це можливо при створенні своєрідного ринку кредитних стель, який надає комерційним банкам право торгувати невикористаними кредитними ресурсами на міжбанківському ринку. Інший ринковий захід при кредитному контролі – введення системи прогресивного оподаткування банків, що перевищують встановлені кредитні стелі. Банки отримують можливість обирати між сплатою податкового штрафу і обмеженням обсягів кредитування. Системи, які дозволяють міжбанківську торгівлю невикористаною часткою кредитного ліміту або його перевищення за певну

плату, розширюють можливості для розвитку ринкових сил і конкуренції у фінансовій системі. Цей ринковий потенціал фінансових обмежень у перехідних економіках не був використаний.

Таблиця 2.11. "Ринковість" інструментів прямого фінансового контролю

Інструмент контролю	Ступінь ринковості інструментів	
	низький	високий
Регулювання відсоткових ставок	*	
Селективний кредитний контроль	*	
Загальні кредитні стелі	*	
Чисті кредитні стелі		*
Міжбанківський ринок кредитних стель		*
Кредитні стелі з правом перевищення		*
Множинні валютні курси	*	

У цілому питання щодо необхідності і типу державного втручання в діяльність фінансової системи, як і проблема оптимального рівня конкуренції, не має однозначної відповіді. Важко з'ясувати, який саме рівень фінансової репресії є оптимальним. Як показує світовий досвід, прямиї вплив держави на функціонування фінансової системи ефективний лише в короткотерміновому плані і служить засобом запобігання надмірній кредитній експансії або досягненню інших економічних цілей. Тривале використання прямих методів контролю пов'язане з видатками не лише у сфері розподілу фінансових ресурсів (зменшенням конкуренції між фінансовими інститутами, викривленням структури кредитних портфельів банків, зменшенням посередницької ролі банків), а й у сфері функціонування економічної системи (низький рівень заощаджень, нерівномірний розподіл ресурсів, уповільнення темпів зростання тощо) і доповнюється неефективністю державної політики та формуванням груп захищених і привілейованих фінансових посередників і фірм-позичальників. У зв'язку з цим зазначимо, що в трансформаційних економіках негативні ефекти фінансової репресії посилюються тим, що поряд з легким доступом держави до дешевих джерел фінансування, вона призвела до неефективності й корупції урядів. Аналізуючи характер лібералізації в Україні, Д. Кауфман висунув гіпотезу "оберненої U-кривої", яка відображає зворотний зв'язок між ступенем застосування важелів адміністративного контролю над офіційною еко-

номікою і втручання в її діяльність, з одного боку, і ступенем державного управління всією економікою – з іншого [148, с. 69–70]. Згідно з цим, кожна економіка має власний поріг, за яким посилення контролю держави над економікою викликає послаблення управління економічною діяльністю і веде до втрати ефективності контролю над економікою.

В основі механізму негативних макроекономічних наслідків фінансових обмежень у трансформаційних економіках – неврівноваженість відсоткових ставок, яка разом із нестабільною і високою інфляцією обмежує попит на фінансові активи. Оскільки граничний рівень відсоткових ставок устанавлюється в номінальному виразі, то при зростанні темпів інфляції граничний рівень реальних ставок падає, часто набуваючи від'ємних значень. Це скорочує приватні фінансові заощадження і таким чином зменшує доступні для фінансування капітальних вкладень ресурси. У перехідних економіках основу фінансових портфельів дрібних власників заощаджень складають ті фінансові активи, що формують грошові агрегати. Скорочення попиту на депозити визначає і скорочення рівня монетизації економіки. При цьому змінюється структура грошової маси: поряд зі скороченням депозитів зростає частка готівки. Відношення грошей у депозитах до пропозиції грошей відображає розвиненість банківського компонента грошового ринку. Оскільки організована фінансова система фактично обмежена мережею банків, обсяг кредитів, який вона може надавати економіці, визначається виключно розміром пропозиції грошей. При падінні попиту на депозити пропозиція кредитних ресурсів в економіці стає обмеженою і нееластичною. Перервати зв'язок між пропозицією грошей і обсягом кредитування можна тільки одним способом – шляхом розвитку нових типів фінансових активів і ринків для торгівлі цими активами. Тому перехід до розвиненої фінансової системи з широкою варіацією набору негрошових фінансових активів (від короткотермінових казначейських векселів і комерційних паперів до облігацій і акцій, страхових полісів і пенсійних вимог) виступає необхідною передумовою не лише сталого фінансового розвитку трансформаційних економік, а й макроекономічної стабільності та економічного зростання.

Деформована структура відсоткових ставок, порушуючи однорідність національного конкурентного середовища, веде до зниження загального рівня інвестування в економіці, але стимулює фінансування капіталомістких і низькодоходних інвестиційних

проектів. З одного боку, ті позичальники, котрі можуть залучати фінансування за заниженими відсотковими ставками, обирають капіталомісткі проекти, бо останні стають відносно дешевшими. З іншого боку, за таких умов низькорентабельні інвестиційні проекти можуть стати прибутковими, отже, збільшується кількість підприємств, які отримують можливість упроваджувати низькодоходні проекти. Оскільки інвестиційний попит перевищує пропозицію, то поширюється раціонування кредитів для фірм, що бажають їх отримати. При раціонуванні кредитів темпи зростання інвестицій фірм залежать не стільки від діючої ставки відсотка і рентабельності інвестицій, скільки від доступності ресурсів для інвестування. Коли фірма не здатна отримати кредитні ресурси під діючу ставку відсотка, обсяг її інвестиційних витрат визначається розміром нерозподіленого прибутку і можливістю забезпечити приплив грошової готівки в майбутньому. За таких умов основний капітал у кожному конкретному періоді не буде наближатися до оптимального рівня, який задається ринковою ставкою відсотка і граничною продуктивністю капіталу. Фактично це означає, що доступність кредитів для фінансування ефективних інвестиційних проектів скорочується, а загальний рівень інвестування в економіці лімітується обсягом внутрішніх ресурсів підприємств, які висувають інвестиційні проекти. Як наслідок, політика фінансової репресії призводить до того, що в економіці на тлі загального дефіциту капіталу розширюється фінансування неефективних інвестицій, що в кінцевому підсумку уповільнює економічний розвиток.

Наявність таких ефектів дозволяє стверджувати, що намагання стимулювати розвиток трансформаційних економік за допомогою прямого відсоткового контролю, спрямування кредитів у пріоритетні сектори економіки і примусового фінансування діяльності держави обмежує спроможність транзитивних фінансових систем здійснювати первинну функцію – сприяти ефективному розміщенню економічних ресурсів у просторі й у часі. Внаслідок негативного в цілому впливу фінансових обмежень фінансова репресія в перехідних економіках виступає як політика, що підринає процес фінансового й економічного розвитку. Зростаюча стратегічна роль фінансової системи у прискоренні економічного зростання у сполученні зі збільшенням глобальної конкуренції у фінансових послугах і податковою конкуренцією між країнами вимагає від трансформаційних економік істотного перегляду потенціалу фінансової системи як джерела доходу для бюджету.

2.5. ФІНАНSOVA ЛІБЕРАЛІЗАЦІЯ В ПЕРЕХІДНИХ ЕКОНОМІКАХ: ХАРАКТЕР І НАСЛІДКИ

2.5.1. ФІНАНСОВА ЛІБЕРАЛІЗАЦІЯ СУТНІСТЬ І ВИМОГИ ЕФЕКТИВНОСТІ

Фінансовий розвиток перехідних економік тісно поєднаний з процесом наростаючої фінансової лібералізації. Зміст її – усунення обмежень на діяльність фінансових інститутів і ринків, щоб оптимізувати розміщення фінансових ресурсів в економіці та уникнути витрат від фінансового контролю, які стримують розвиток конкурентоспроможної фінансової системи [58; 187, р. 3]. Із системного погляду фінансову лібералізацію можна розглядати як тенденцію до підвищення рівня самоорганізації фінансової системи.

Транзитивні фінансові системи еволюціонували від того, що може вважатися крайністю в термінах фінансової репресії – з фактичної відсутності кредитної активності, строгого контролю депозитних рахунків і відсоткових ставок, повного одержавлення і монополізації банківської системи, – до значно лібералізованої за своїм характером фінансової системи. Основна спрямованість фінансової лібералізації перехідних економік відповідає потребам їх фінансового розвитку:

- модернізація макроекономічної політики – монетарної, валютної і бюджетно-податкової;
- формування сучасної структури фінансової системи і підвищення ефективності системи фінансового посередництва шляхом комерціалізації банків, стимулювання розвитку ринків капіталу і сфери небанківських фінансових послуг, ефективною регуляторної системи;
- ліквідація бар'єрів, що утруднюють взаємодію між фінансовими інститутами і споживачами фінансових послуг – підприємствами і домогосподарствами;
- забезпечення вільного доступу до зовнішніх фінансових ресурсів і залучення іноземного капіталу.

Лібералізація розпочалася в умовах, коли були відсутні ключові інститути ринкової економіки (насамперед, правове регу-

лювання прав власності), а механізми ринкового саморегулювання перебували в зародковому стані. Тому фінансова лібералізація у трансформаційних економіках отримала іншу якість, ніж у розвинених країнах або країнах, що розвиваються. Її особливості: запровадження лібералізаційних заходів як однієї із складових стабілізаційних програм і проектів удосконалення структури економіки, поєднання лібералізації з формуванням фінансових інститутів і ринків. Таким чином, у перехідних економіках лібералізація фінансової сфери представляє собою особливий випадок системної реформи.

Фінансова лібералізація прискорює економічне зростання і фінансовий розвиток. Лібералізаційні реформи пов'язані також зі значними ризиками, масштаби яких збільшуються у разі неадекватної їх розробки і впровадження. Ефективність фінансової лібералізації залежить від її інтегрованості у структуру регулювання і послідовності здійснення лібералізаційних заходів. Відповідність цим вимогам – обов'язкова передумова максимізації вигод від лібералізації і стримування її ризиків.

Поняття фінансової лібералізації і фінансового дерегулювання тісно пов'язані між собою і часто термінологічно сприймаються як аналоги (наприклад в [104, с. 244–246]). Лібералізація означає зміну структури обмежень і стимулів, які управляють ринковою поведінкою, і пов'язана з ідеєю збільшення ролі ринкових механізмів. Деретулювання – це скорочення міри, в якій держава через регулювання і державну власність на виробничі потужності впливає на рішення приватних фірм і домогосподарств [680, р. 104–105]. Однак було б помилкою ототожнювати лібералізацію з відмовою від регулювання. Теоретично, лібералізація спрямована на пристосування інституціональної структури і регулювання до ефективного функціонування ринків. Мета державного регулювання – мінімізація ризиків неспроможності ринків і підвищення продуктивності функціонування економіки. Якщо ринкові механізми не здатні функціонувати ефективно, це потребує посилення державного регулювання.

Іманентна властивість фінансових ринків – асиметричний розподіл інформації, існування ринкової влади і проблеми несприятливого відбору, які визначають неспроможність цих ринків. Тому функціонування фінансової системи вимагає жорсткого

регулювання, яке забезпечує захист споживачів фінансових послуг і підтримку фінансової стабільності. Отже, перехід від фінансової репресії до фінансової лібералізації передбачає не зменшення, а зміну мети і форм регулювання: регулюванню підлягає не розподіл кредитних ресурсів відповідно до встановлених пріоритетів, а забезпечення надійності і стабільності функціонування фінансової системи як цілісності. Концептуально лібералізація поєднує два елементи: поглиблення регулювання на рівні як загального законодавства, так і специфічних правил; втручання держави у діяльність фінансової системи набуває орієнтованого на ринок характеру.

Ключовим є питання про оптимальність шляху – послідовність реформування і відкриття фінансової системи, координація внутрішньої і зовнішньої фінансової лібералізації. Представлені в літературі аргументи щодо оптимальності часу і послідовності фінансової лібералізації суперечливі. Згідно з одним підходом, лібералізації фінансового сектора має передувати лібералізація ринку товарів, а для отримання вигод від фінансової лібералізації, фінансова система має досягти певного рівня розвитку, у тому числі інституціонального [303; 304; 506; 513]. Інший підхід відстоює переваги одночасності лібералізаційних заходів. За ним, така стратегія зменшує опозицію до фінансового розвитку з боку зацікавлених груп, які бояться посилення конкуренції і втрати ренти. Вважається, що нові можливості, створювані торговельною і фінансовою відкритістю, переважають негативні ефекти від збільшення конкуренції [571]. Сутність третього підходу – відсутність єдиної оптимальної швидкості і порядку лібералізації внутрішніх фінансових ринків та їх інтеграції з глобальними ринками. Згідно з ним, існує альтернатива між наявністю розвинених внутрішніх фінансових інститутів до здійснення лібералізації руху капіталу, з одного боку, і відкриттям рахунку капіталу з метою імпорту кращої практики для посилення цих інститутів – з іншого. Тому швидкість і послідовність лібералізації мають вирішуватися в контексті специфічних умов країни та інституціональних особливостей [459, р. 4].

Світовий досвід не надає однозначних доказів про оптимальну тривалість і послідовність фінансової лібералізації (табл. 2.12). У розвинених економіках вона розпочиналася переважно з часткової лібералізації фондових ринків [458, р. 11–16]. На початку

70-х рр. близько 80 % фондових ринків розвинених країн (Канада, Франція, Німеччина, Італія, Велика Британія, США, Данія, Іспанія) було лібералізовано. Сектор фінансових посередників і рахунок капіталу, як правило, жорстко контролювалися до початку 80-х рр. Європейські країни додержувалися дещо змішаної стратегії: невелика їх частка лібералізувала спочатку посередницький сегмент фінансової системи (Норвегія), тоді як інші надавали перевагу лібералізації фондового ринку. У цілому в розвинених економіках лібералізація фінансового сектора передувала відкриттю рахунку капіталу, і всі вони лібералізували, як мінімум частково, фінансову систему в середині 80-х рр. Лібералізація рахунку капіталу практично в усіх країнах відбувалася на останній стадії: вона була здійснена на зламі 80–90-х рр. У країнах, що розвиваються, фінансова реформа відбувалася інакше. Переважна більшість латиноамериканських країн починала лібералізацію із сектора фінансового посередництва. Деякі з них здійснювали зовнішню і внутрішню лібералізацією майже одночасно. Стратегія азіатських економік змішана: одні країни обирали для початкової лібералізації фінансове посередництво, інші – фондовий ринок. Проте лібералізація рахунку капіталу практично в усіх азіатських країнах вводилася на пізній стадії. Усі три сегменти фінансової системи у країнах, що розвиваються, було остаточно лібералізовано в середині 90-х рр.

Таблиця 2.12. Тривалість і послідовність фінансової лібералізації (складено за [458, р. 14])

Регіон	Сегмент фінансової системи, з якого розпочинається лібералізація, % кількості епізодів						Час між відкриттям першого і останнього сегментів, місяці
	Рахунок капіталу		Сектор фінансового посередництва		Фондовий ринок		
	Часткова лібералізація	Повна лібералізація	Часткова лібералізація	Повна лібералізація	Часткова лібералізація	Повна лібералізація	
Азія	33	0	33	55	33	43	108
Латинська Америка	25	15	58	77	17	8	38
Європа	0	13	25	25	75	63	55
Країни G-7	0	20	0	0	100	80	61

Звернімо увагу на три обставини. *Перше* – повна лібералізація фінансової системи ніде не відбувалася одночасно. Лібералізаційні реформи, упродовж яких держава поступово усуває обмеження, тривали досить довго. Від початку лібералізації першого сегменту до часу, коли всі сегменти фінансової системи зазнають лібералізації, в середньому проходить 66 місяців. Найшвидше здійснюється лібералізація, яка розпочинається з фондового ринку (47 місяців). Час до завершення реформи лібералізації найдовший у разі, коли вона розпочинається з рахунку капіталу (107 місяців) [458, р. 14]. *Друге* – у розвинених країнах фінансова лібералізація здійснювалася поступово та обережно впродовж майже 20 років, тоді як у країнах, що розвиваються, вона часто мала радикальний характер, супроводжуючись інфляцією, валютною нестабільністю, фінансовими кризами [156, с. 29, 30, 94–98]. Радикальність лібералізаційних заходів – одна з основних причин скасування фінансової лібералізації і повернення до політики фінансової репресії на ринках, що формуються. *Третє* – різноманітність світового досвіду фінансової лібералізації вказує, що її наслідки і вплив на фінансовий розвиток залежать як від реакції на лібералізацію кожного окремого сегменту фінансової системи, так і від послідовності лібералізації фінансової сфери.

2.5.2. ТИПОЛОГІЯ ФІНАНСОВОЇ ЛІБЕРАЛІЗАЦІЇ: РОЗМЕЖУВАННЯ І КОМПЛЕМЕНТАРНІСТЬ

Для розуміння чинників, які необхідно брати до уваги при аналізі лібералізації транзитивних фінансових систем, слід дослідити структуру взаємозв'язків фінансової лібералізації. Різні типи фінансової лібералізації різняться між собою об'єктом, метою і напрямками. *Внутрішня лібералізація* передбачає скорочення державного втручання в діяльність фінансових ринків і означає відмову від контролю таких економічних параметрів, як кількість і вартість фінансових ресурсів, і перехід до ринкового розподілу останніх, тобто є насамперед лібералізацією умов функціонування фінансового сектора. *Зовнішня (міжнародна) лібералізація* означає відкриття економіки країни і забезпечення вільного доступу як іноземного капіталу до підприємницької діяльності та операцій на національних фінансових ринках, так і національ-

ного капіталу до міжнародних фінансових ринків, отже, передбачає усунення обмежень на рух капіталу, експорт та імпорт фінансових послуг, конвертованість національної валюти. Одночасне скасування обмежень на діяльність національних фінансових інститутів на внутрішніх ринках і на конвертованість валюти по капітальних операціях (не пов'язаних з торговельними угодами) отримало назву *подвійної лібералізації*. Формально чітке розмежування різновидів фінансової лібералізації не означає, що вони не пов'язані між собою. Як концептуальні відмінності між ними, так і сфери їх сполучення визначаються тим, що лібералізація – комплексний процес, який набуває різних форм.

Функціональні та інституціональні зв'язки зовнішньої і внутрішньої фінансової лібералізації зумовлені тим, що лібералізація стосується одночасно двох складових, системоутворюючих з погляду функціонування фінансової системи – переміщення капіталу (фінансових потоків) і надання фінансових послуг. У першому випадку вона спрямована на збільшення ефективності розміщення капіталу, в другому – на створення конкурентнішого фінансового середовища і підвищення на цій основі ефективності функціонування фінансових інститутів.

Структура зовнішньої (міжнародної) фінансової лібералізації. Зовнішня фінансова лібералізація містить два компоненти – лібералізацію рахунку капіталу і лібералізацію міжнародної торгівлі фінансовими послугами.

За характером міжнародні фінансові послуги є категорією поточного рахунку платіжного балансу, отже, лібералізація у цій сфері передбачає відсутність будь-яких обмежень на платежі і трансферти по поточних угодах⁹¹. Однак у дійсності надання міжнародних фінансових послуг набуває ширшого характеру.

⁹¹ Фінансові послуги чітко покривають три елементи поточного рахунку: отриманий та оплачений доход від прямих інвестицій (включає всі доходи транснаціональних фінансових установ, які здійснюють ПІІ у приймаючій країні); отриманий та оплачений доход від фінансових інвестицій (включає всю інвестиційну активність індивідів і фінансових установ, які займаються міжнародною інвестиційною діяльністю на ринках облігацій та акцій, банківських і страхових ринках, а також охоплює банківські іноземні активи та їх міжнародну кредитну діяльність); отримані та оплачені комісійні винагороди і грошові збори [528, р. 271–272].

Типологія міжнародних фінансових послуг включає чотири основні категорії, які відповідають чотирьом методам поставки послуг згідно з ГАТС. *Транскордонна поставка* включає будь-яку угоду між фінансовими інститутами (або фінансовою установою і фірмою) з двох різних країн, без фізичної присутності кожного в іншій країні. Наприклад, фірми або фінансові інститути однієї країни купують цінні папери або беруть кредити в іноземних банках. *Споживання за кордоном* відображає активність фінансових інститутів, які надають послуги споживачам з іншої країни, що фізично переміщуються до іноземних країн для отримання фінансових послуг. Приміром, резидент однієї країни перетинає кордон і відкриває банківський рахунок в іншій. Послуги, надані таким клієнтам, реєструються як експорт фінансових послуг з країни, у якій ці інститути розташовані і зареєстровані. *Комерційна присутність* пов'язана з ПІІ транснаціональних банків, страхових компаній, фірм з цінних паперів тощо, які створюють відділення у приймаючих країнах. Вона передбачає надання фінансових послуг через прямий доступ на фінансові ринки приймаючих країн. При цьому розрізняються ті інститути, які зареєстровані у приймаючих країнах, і ті, які незареєстровані. Перші трактуються як вітчизняні компанії, отже, їхні прибутки, отримані у приймаючих країнах, не є експортом фінансових послуг з країни їх походження до приймаючої країни. Однак доходи таких компаній реєструються в балансі поточного рахунку приймаючої країни як "відтік доходу прямих інвестицій". Внаслідок природи фінансових продуктів, зокрема, важливості наближеності до клієнтів, ПІІ у фінансових послугах – одне з головних джерел зростання обсягу міжнародних фінансових послуг. Четверта категорія містить *рух постачальників і користувачів фінансових послуг* і охоплює фінансові послуги, які пропонуються однією країною через присутність фізичних осіб цієї країни на території іншої країни. Якщо, приміром, банк відкриває філію за кордоном, це дозволяє йому відправляти персонал у цю країну, або іноземний консультант може подорожувати до країни для надання консультаційних послуг. До цієї категорії належать і фінансові послуги, що надаються іноземним фінансовим інститутом, який не зареєстрований у приймаючій країні, іноземному споживачу (компанії або індивідууму), який не є резидентом і не зареєстрований у приймаючій країні.

Характеристики міжнародних фінансових послуг і способів їх надання визначають базовий напрямок лібералізації міжнародної торгівлі фінансовими послугами – скасування обмежень як власне на торгівлю фінансовими послугами, так і на входження на ринок. Це стосується і внутрішніх, й іноземних економічних агентів, отже, передбачає виключення дискримінації будь-яких постачальників фінансових послуг і створення рівних і прозорих умов діяльності (однорідного "ігрового поля") для всіх учасників фінансової системи. Збільшення відкритості внутрішнього фінансового ринку для іноземної конкуренції, урізноманітнення фінансових послуг з одночасним скороченням витрат на їх надання, збільшення загальної ефективності фінансового посередництва – очікувані наслідки лібералізації міжнародної торгівлі фінансовими послугами.

Лібералізація рахунку капіталу є лібералізацією руху фінансових потоків. У найбільш широкій формі їй відповідає будь-яке рішення держави, яке дозволяє капіталу більш вільно переміщатися на внутрішні фінансові ринки і поза межі даної країни. Це, приміром, дозвіл місцевим бізнес-структурам залучати позичковий капітал від іноземних комерційних банків, дозвіл іноземцям купувати місцеві боргові інструменти (корпоративні і суверенні) та інвестувати у внутрішній фондовий ринок. Лібералізація рахунку капіталу, як правило, містить усунення множинності обмінного курсу, обмежень на приплив капіталу, скасування контролю за відтоком капіталу. Обмеження на приплив капіталу можуть набувати різноманітних форм – від регулювання зовнішніх запозичень внутрішніми фінансовими інститутами і нефінансовими корпораціями у вигляді регламентації мінімальних термінів залучення капіталу і невідсоткових резервних вимог на іноземні позики до повної заборони на зовнішні позики. Характеристики боргових контрактів і акціонерних відрізняються, тому можна виділити, як мінімум, дві категорії лібералізації фінансових потоків: пов'язану з боргами, пов'язану з рухом акціонерного капіталу [430, р. 6].

Зв'язок між фінансовими потоками і фінансовими послугами залежить від типу останніх і способу їх надання. Так, міжнародне кредитування є водночас рухом капіталу і складовою власне фінансової послуги, тоді як страхове посередництво зовсім не потребує потоку капіталу. Найбільшою мірою пов'язані з рухом капіталу два основні для міжнародної торгівлі фінансовими послугами методи постачання – на основі транскордонної торгівлі і через комерційну присутність [472, р. 2; 528]. При транскордон-

ному постачанні виникає тісний зв'язок між торгівлею фінансовими послугами і рухом портфельних інвестицій (у формі цінних паперів) та інших інвестицій (у формі банківських позик, торговельних кредитів тощо). Усі види послуг з управління активами, купівлі і продажу цінних паперів створюють відповідні фінансові потоки, а у випадку таких банківських послуг, як кредитування і залучення депозитів, надання їх нерозривно зв'язане з транскордонним рухом капіталу. Як результат, лібералізація торгівлі фінансовими послугами при цьому методі потребує відповідної лібералізації руху портфельних та інших інвестицій і веде до істотного зростання потоків капіталу, з домінуючою тенденцією до короткотермінового кредитування. Аналогічним чином усі фінансові послуги, які постачаються на основі комерційної присутності фінансових інститутів, передбачають міжнародні потоки капіталу, оскільки за своєю природою така присутність припускає певну форму транскордонних інвестицій, що лежать в її основі [321, р. 8; 466, р. 12; 633, р. 9, 11–12]. Таке постачання фінансових послуг передбачає лібералізацію ПІІ. Пов'язаність між наданням міжнародних фінансових послуг і рухом капіталу визначає взаємообумовленість компонентів зовнішньої фінансової лібералізації. Типологія взаємозв'язку фінансових послуг і потоків капіталу по методах постачання фінансових послуг і по видах фінансових інструментів, які характеризують рух капіталу, представлена у дод.14.

Структура внутрішньої фінансової лібералізації. Внутрішня фінансова лібералізація охоплює два основні компоненти – лібералізацію сектора фінансового посередництва і лібералізацію фінансових ринків. Одна з її базових вимог – макроекономічна стабільність. Здійснення лібералізаційних заходів за макроекономічних дисбалансів посилює нестійкість фінансової системи, отже, суперечить кінцевим цілям фінансової лібералізації. Це означає, що лібералізація фінансової системи потребує встановлення контролю над інфляційними процесами в економіці і бюджетним дефіцитом. Згідно з аналізом фінансової репресії, економічна лібералізація і грошова стабілізація – взаємодоповнюючі концепції [85, с. 187]. Тому грошова реформа (як часткова лібералізація) є першим кроком у напрямі лібералізації фінансової системи і має бути відокремлена від загальної фінансової лібералізації.

Лібералізація фінансового посередництва стосується широко набору елементів – ціноутворення фінансових активів, розміщення фінансових ресурсів, режиму використання прав власності, безперешкодного створення нових фінансових інститутів тощо, і здійснюється у формі усунення обмежень, які формують існуючу у країні модель фінансової репресії. Вона включає скасування кредитного контролю, контролю над відсотковими ставками, бар'єрів на входження в банківську галузь, обмежень на певні типи угод (приміром, валютні) і операційну діяльність (приміром, відкриття філій фінансових інститутів), а також зменшення непрямого оподаткування банків (приміром, зменшенням резервних вимог), скорочення ролі державних банків, усунення неефективних кредитних програм уряду і державної підтримки певних галузей економіки тощо [187, р. 12; 458, р. 6, 9, 38; 666, р. 4]. Ключовий елемент лібералізації фінансового посередництва – скасування цінового контролю, тому вона часто інтерпретується як лібералізація відсоткових ставок [341, р. 10].

Лібералізація фінансових ринків охоплює всю сукупність ринків – грошовий, валютний, державних боргових зобов'язань, корпоративних цінних паперів тощо. Оскільки посередницькі фінансові ринки за визначенням виникають на основі взаємодій фінансових посередників, то лібералізація ринків та інститутів інтегрована між собою. Центральна роль належить грошовому ринку, де встановлюються базові відсоткові ставки і який слугує основним елементом у передатному механізмі монетарної політики та управлінні системною ліквідністю з боку центрального банку. Лібералізація відсоткових ставок в економіці, як правило, розпочинається з лібералізації ставок грошового ринку і завершується лібералізацією кредитних і депозитних ставок. Специфіка лібералізації валютного ринку визначається його роллю як "вхідного" ринку, через який мають пройти нерезиденти, щоб увійти на інші фінансові ринки країни. Вільне функціонування валютного ринку вимагає, щоб валюта була доступна для зовнішніх угод, тому лібералізація валютного ринку зазвичай рухається разом з процесом конвертованості національної валюти. Характеристики лібералізації ринків боргових інструментів подібні до характеристик лібералізації сектора фінансового посередництва і стосуються насамперед регулювання відсоткових ставок.

Лібералізація фондових ринків фактично ідентифікується в літературі як відкритість до іноземного портфельного інвестування. Вона передбачає дозвіл нерезидентам купувати акції, що перебувають у лістингу внутрішніх фондових бірж, вільну репатріацію капіталу, грошових переказів дивідендів і прибутку від приросту капіталу [227, р. 34–35; 430, р. 1–2; 458, р. 9, 38; 506, р. 2–5]. Іноді до лібералізації фондового ринку відносять надання непрямого доступу до ринку – можливість іноземного інвестування в національні акції через країнові фонди і депозитарні розписки, незалежно від того, чи дозволені іноземцям прямі угоди на внутрішньому ринку країни [226, р. 565–613]. Такі характеристики лібералізації фондового ринку означають, що цей компонент внутрішньої лібералізації безпосередньо є складовою лібералізації зовнішньої. Як наслідок, деякі економісти вважають, що лібералізація фондового ринку в цілому може розглядатися як вузьке визначення лібералізації рахунку капіталу [430, р. 10].

Подібний зв'язок між внутрішньою і зовнішньою лібералізацією розповсюджується на сектор фінансового посередництва та інші види фінансових ринків. Тією мірою, що угоди фінансових посередників відбуваються між внутрішніми та іноземними фінансовими інститутами-резидентами, вони є угодами, що пов'язані з міжнародною торгівлею фінансовими послугами і міжнародним рухом капіталу (в останньому разі, якщо використовується іноземний капітал). Те саме стосується і лібералізації валютних операцій. Лібералізованість валютного ринку по суті є функцією регулювання поточного і капітального рахунків, яке визначає дозволені угоди і сферу використання іноземної валюти.

Усунення обмежень, пов'язаних з прямим контролем діяльності інститутів фінансового сектора і функціонування фінансових ринків, показує, що важлива складова внутрішньої фінансової лібералізації – зміна характеру макроекономічної політики. У сфері монетарної політики це перехід від прямих до непрямих інструментів, запровадження кращих стандартів ризик-менеджменту, обґрунтована політика резервних вимог, у сфері валютної політики – скорочення ролі центрального банку як маркет-мейкера (включаючи котирування ним курсів купівлі і продажу валюти), скасування правил, що обмежують ринкову діяльність (приміром, вимоги обов'язкового продажу іноземної валюти, обмеження на міжбанківські угоди, податки і збори на валютні операції), у сфері бюджетної політики – зміна фіскального ре-

жиму шляхом усунення або скорочення використання державою фінансового сектора як податкового джерела доходу (насамперед, через механізми неявного оподаткування) і створенням ринку внутрішнього державного боргу.

Таким чином, у своєму широкому значенні внутрішня фінансова лібералізація є комбінацією з фактичного відкриття рахунку капіталу, лібералізації умов функціонування фінансових ринків та інститутів і макроекономічної політики. Це визначає тісний взаємозв'язок компонентів внутрішньої і зовнішньої лібералізації і дозволяє зробити висновок про комплементарність фінансової лібералізації. Узгодженість різних її видів можна проілюструвати на прикладі операції банківського кредитування (табл. 2.13). Кредит, наданий іноземним банком місцевому споживачу з використанням капіталу, який залучений на внутрішньому ринку, створює міжнародну торгівлю фінансовими послугами без міжнародних потоків капіталу. Кредит, наданий внутрішнім банком внутрішньому клієнту з використанням міжнародного залучення капіталу, створює міжнародні потоки капіталу без міжнародної торгівлі фінансовими послугами. У першому випадку операція з кредитування передбачає лібералізацію міжнародної торгівлі фінансовими послугами, у другому – потребує лібералізації рахунку капіталу. Натомість кредит, наданий внутрішнім банком іноземному споживачу з використанням міжнародного залучення капіталу, створює міжнародну торгівлю фінансовими послугами і міжнародні потоки капіталу. Ця операція вимагає повної зовнішньої фінансової лібералізації.

Таблиця 2.13. Взаємозв'язок типів фінансової лібералізації на прикладі кредитування

	Ресурсне забезпечення кредиту	
	Внутрішній капітал	Міжнародний капітал
Кредит надається національним банком вітчизняному споживачу	Не вимагає зовнішньої фінансової лібералізації	Вимагає лібералізації руху портфельних та інших інвестицій
Кредит надається національним банком іноземному споживачу	Вимагає лібералізації міжнародної торгівлі фінансовими послугами і руху портфельних та інших інвестицій	Вимагає лібералізації міжнародної торгівлі фінансовими послугами і рахунку руху капіталу

	Ресурсне забезпечення кредиту	
	Внутрішній капітал	Міжнародний капітал
Кредит надається іноземним банком-резидентом вітчизняному споживачу	Вимагає лібералізації міжнародної торгівлі фінансовими послугами і руху ПІІ	Вимагає лібералізації міжнародної торгівлі фінансовими послугами і рахунку руху капіталу
Кредит надається іноземним банком-нерезидентом вітчизняному споживачу	Вимагає лібералізації міжнародної торгівлі фінансовими послугами	Вимагає лібералізації міжнародної торгівлі фінансовими послугами і руху портфельних та інших інвестицій

Розглянуті відмінності і комплементарність компонентів фінансової лібералізації можуть вважатися як її перевагами, так і обмеженнями. *Комплементарність* – важливий стратегічний інструмент проведення лібералізаційних реформ. Вона вказує, що 1) реформування в одній сфері може збільшити або зменшити ефективність реформування в іншій сфері, 2) ефективність запровадження одного виду лібералізації може створювати тиск у напрямі лібералізації інших сегментів фінансової системи, 3) втрати від реформування в одних сферах можна компенсувати за рахунок отримання вигод від реформування в інших сферах. Співіснування відмінностей і комплементарності має важливе практичне значення для послідовності заходів фінансової лібералізації: з одного боку, засвідчуючи можливість селективної лібералізації, з іншого – показуючи необхідність узгодження різних напрямів лібералізації. Це є критично важливим з огляду на те, що існують істотні відмінності в наслідках впливу різних типів фінансової лібералізації.

Послідовність фінансової лібералізації. Внутрішня фінансова лібералізація важливіша з погляду фінансового розвитку трансформаційних економік, ніж зовнішня. На користь такого підходу свідчить, як мінімум, чотири аргументи. По-перше, саме вона є ключовим елементом для переходу фінансової системи до функціонування на ринкових принципах. По-друге, фінансова

система є стратегічною для економічного розвитку. Пріоритетність внутрішньої лібералізації (у поєднанні з регульованим іноземним проникненням) дозволяє краще забезпечувати внутрішні інтереси. По-третє, іноземний капітал не може замінити розвиток внутрішніх фінансових інститутів і ринків: він лише доповнює внутрішні інституціональні і ринкові реформи, спрямовані на розвиток національної фінансової системи. Без відповідної лібералізації внутрішнього фінансового середовища іноземні посередники отримують монопольну ренту завдяки своїм конкурентним перевагам, витискуючи місцеві фінансові інститути з ринку фінансових послуг. По-четверте, світовий досвід зовнішньої фінансової лібералізації має неоднозначний характер: слідом за відкриттям фінансових ринків для іноземного капіталу, багато країн зазнало фінансових криз. Тому здатність фінансової системи оцінювати ринкові ризики та управляти ними виступає як об'єктивна умова впровадження повної фінансової лібералізації [321, р. 3].

Логіка політики внутрішньої лібералізації детермінується такими чинниками: 1) тривалість часу здійснення лібералізаційних заходів (на першому етапі мають ініціюватися довготермінові – створення бази внутрішніх інституціональних інвесторів, фінансової інфраструктури), 2) рівень породжуваних ризиків (початковому "звільненню" підлягають ті сегменти, лібералізація яких створює у фінансовій сфері мінімальні ризики), 3) ієрархія фінансових ринків (яка відображає їх взаємопов'язаність і складність ризиків на кожному з них) [459, р. 3–4, 7]. Для обмеження прийняття ризику у фінансовій системі, регуляторна структура має еволюціонувати відповідно до швидкості й характеру розвитку фінансової лібералізації. Згідно з цим лібералізація має послідовно рухатися від усунення обмежень спочатку на грошовому, потім на валютному ринку і ринку державних боргових зобов'язань, на більш пізньому етапі – на ринку корпоративних інструментів і похідних. Стійкість ринку грошей визначається стійкістю фінансових інститутів. При високих ризиках контрагента та обмеженнях на операційну діяльність банки лімітують свою участь на міжбанківському ринку. Тому лібералізація діяльності внутрішніх фінансових посередників також відноситься до початкового етапу.

Пріоритетність лібералізації грошового сегменту проти ринку капіталу зумовлена більшою ризикованістю довготермінових зо-

бов'язань і залежністю ринків цінних паперів від ліквідності, що надає ринок грошей. Ефективний ринок грошей не лише забезпечує функціонування ринку облігацій, а й дозволяє фінансовим інститутам здійснювати інвестиції в державні цінні папери дешевше і з меншими ризиками. У свою чергу, ліквідність ринку грошей залежить від глибини ринку державних зобов'язань. Без розвиненого ринку державного боргу банки не здатні ефективно управляти ліквідною позицією. Так само наявність ефективного і розвиненого ринку державних боргових зобов'язань – необхідна передумова ринку корпоративних цінних паперів. Ринки корпоративних облігацій та акцій ведуть до розширення ризиків у фінансовій системі, найзначніші з яких – кредитний, відсотковий і ринковий. Оскільки інвестори в корпоративні папери різноманітні, виникає також проблема колективної поведінки в період фінансової напруженості. При системній крихкості або під час кризи відсоткові ризики швидко зростають, трансформуючись у ризики неплатежу по кредиту, і можуть запустити великомасштабні дефолти. Тому лібералізація ринків корпоративних цінних паперів має відбуватися на завершальному етапі.

Така послідовність внутрішньої лібералізації забезпечує формування більш глибокої фінансової системи, створюючи умови для вільної конкуренції, але контролюючи процес нарощування ризиків на фінансових ринках. Підвищення рівня конкуренції змушує національні фінансові інститути діяти більш ефективно, використовуючи ширший спектр фінансових інструментів і зменшуючи витрати на надання фінансових послуг. Розвиток навичок комерційних банків в управлінні ризиками відбувається поступово, не наражаючи їх на великі збитки. У підсумку внутрішні фінансові інститути здатні ефективніше протистояти інтенсивному конкурентному тиску, який виникає при входженні на внутрішній ринок іноземних фінансових інститутів. Однак внутрішня фінансова лібералізація може не дати бажаних результатів (насамперед, з погляду ефективнішого розміщення ресурсів), якщо внаслідок тенденції до фінансової автаркії встановлюються невірні відносні ціни на фінансові ресурси – завищений валютний курс, невідповідність структури міжнародних і внутрішніх відсоткових ставок. Враховуючи тісний зв'язок внутрішньої і зовнішньої фінансової лібералізації, це означає, що досягнення мак-

симального ефекту від внутрішньої лібералізації потребує впровадження зовнішньої.

Початок і послідовність зовнішньої фінансової лібералізації детермінуються тим, наскільки іноземний капітал здатний стимулювати або стримувати фінансовий розвиток за даного рівня розвиненості внутрішньої фінансової системи. Теоретично, оптимальний ступінь зовнішньої лібералізації той, який поєднує максимізацію вигод від внеску іноземного капіталу в розвиток фінансової системи і мінімізацію витрат від залучення іноземного капіталу в термінах додаткового ризику. Як було показано, лібералізація постачання фінансових послуг або вимагає обов'язкової лібералізації рахунку капіталу, або може бути утруднена внаслідок відповідних обмежень рахунку капіталу. Отже, тією мірою, що угода з фінансовими послугами залучає операції з міжнародним капіталом, рахунок капіталу має бути лібералізованим, щоб ця угода в принципі могла бути здійснена. Якщо, приміром, держава дозволяє банкам з іноземним капіталом надавати кредити резидентам із залученням міжнародного капіталу, то рух капіталу, пов'язаний з операціями, що лежать в його основі, має бути вільний. Оскільки процеси відкриття рахунку капіталу і відкриття сектора фінансових послуг для іноземної конкуренції взаємопов'язані, вони мають розглядатися паралельно.

У даному разі важливо врахувати дві обставини. *Перше* – лібералізація руху капіталу і транскордонної торгівлі фінансовими послугами, пов'язана з портфельними та іншими інвестиціями, потенційно дестабілізує впливає на національну фінансову систему. Вона збільшує можливість фінансового зараження і реверсів міжнародних потоків капіталу. Відкриття рахунку капіталу для припливу коштів наражає економіку на ризик надлишкової ліквідності і кредитного буму. Ризики дестабілізації зростають через розвиток транскордонної електронної торгівлі фінансовими активами, яка базується на інтернет-угодах. *Друге* – оскільки міжнародна торгівля значною кількістю фінансових послуг не потребує відкриття рахунку капіталу, з'являється можливість запроваджувати селективну фінансову лібералізацію. Країна, яка має недостатньо розвинену фінансову систему, через що її повна лібералізація є передчасною, може лібералізувати лише певні типи торгівлі фінансовими послугами, зберіга-

ючи при цьому визначений ступінь контролю над рахунком капіталу. Наприклад, застосовуючи впродовж певного періоду контроль над рухом тих фінансових потоків (портфельні та інші інвестиції) і пов'язаних методів постачання фінансових послуг (транскордонна торгівля), які найбільш важливі для фінансової стабільності. Можливість селективної зовнішньої лібералізації на тлі негативних ефектів, спричинених лібералізацією портфельних та інших фінансових потоків, у контексті послідовності лібералізації означає, що оскільки "відкриття" фінансової системи – комплексний процес, який сполучається зі зростанням ризиків, наражаючи країни на раптові реверси потоків капіталу, зовнішня лібералізація має здійснюватися як поступова "дозована" політика руху до повної фінансової лібералізації.

Найменшою мірою країна наражається на ризики фінансової нестабільності в разі лібералізації міжнародної торгівлі фінансовими послугами через комерційну присутність, яка дозволяє присутність іноземних фінансових інститутів без надмірних обмежень їх ділової практики. Така часткова зовнішня лібералізація, з одного боку, веде до меншої волатильності міжнародних потоків капіталу, з іншого – створює нові можливості для підвищення ефективності діяльності фінансових посередників, прискорює передачу фінансових технологій, розширює спектр фінансових послуг на внутрішніх фінансових ринках тощо. У свою чергу, зростання міжнародної торгівлі фінансовими послугами через лібералізацію комерційної присутності, породжує стимули до подальшої зовнішньої лібералізації. По-перше, вільний рух капіталу є важливим для надання роздрібних фінансових послуг іноземними фінансовими посередниками-резидентами, особливо, банками. По-друге, лібералізація комерційної присутності збільшує внутрішню конкуренцію. Результат цього процесу – природний відбір внутрішніх фінансових інститутів. Тому ймовірно посилення останніх створює тиск у напрямі більшої лібералізації міжнародної торгівлі фінансовими послугами і рахунку капіталу. По-третє, тривала і значна асиметрія в рівні відкритості рахунку капіталу викликає неврівноваженість обмінного курсу національної валюти, його відхилення проти довготермінового рівноважного значення [168, с. 23].

Комерційна присутність іноземних фінансових установ безпосередньо вимагає лібералізації ПІІ. Крім того, такі інвестиції дозволяють зменшити фінансові обмеження на реструктуризацію банківської системи і реального сектора економіки. Тому лібералізація рахунку капіталу має розпочинатися з лібералізації припливу ПІІ. Наступним кроком є повна лібералізація міжнародної торгівлі фінансовими послугами і подальша лібералізація рахунку капіталу. Хоч основна мета останньої – зростання внутрішніх інвестицій, стимулювання міжнародних потоків капіталу і, в кінцевому рахунку, краще розміщення ресурсів для підтримки довготермінового зростання, однак, характер і структура лібералізації рахунку капіталу мають значні макроекономічні наслідки, пов'язані з типом фінансових потоків (боргові/пайові) і терміновістю фінансових інструментів (короткотермінові/довготермінові). Логіка лібералізації рахунку капіталу визначається мінімізацією ризиків відкритості.

Міжнародні потоки капіталу розширюють спектр і масштаби фінансових ризиків, які існують на лібералізованих внутрішніх ринках [459, р. 32–33]. Тому до переходу на повну лібералізацію країна має досягти певного рівня фінансової глибини. Внутрішні фінансові ринки більш пружні до фінансових та економічних шоків, які можуть запустити відтік капіталу, за наявності розвиненої бази внутрішніх інституціональних інвесторів. Останні виступають своєрідним буфером проти впливу шоків, особливо викликаних зовнішніми (стадна поведінка міжнародних інвесторів), а не внутрішніми чинниками. За таких умов потенційна ринкова волатильність і зростання відсоткових ставок внаслідок відтоку іноземного капіталу стають більш керованими і нетривалими.

Узагальнення попереднього аналізу дозволяє зробити висновки про можливість і необхідність поетапного підходу у впровадженні фінансової лібералізації. Пропонований алгоритм представлений у табл. 2.14.

Таблиця 2.14. Стратегія фінансової лібералізації

	Етап 1	Етап 2	Етап 3	Етап 4
Внутрішня лібералізація	Лібералізація сектора фінансового посередництва, грошового і валютного ринків	Лібералізація ринку акцій	Лібералізація ринку корпоративних боргових зобов'язань	Лібералізація ринку похідних
Лібералізація міжнародних фінансових послуг	Відсутність обмежень на зовнішні платежі	Лібералізація торгівлі фінансовими послугами через комерційну присутність	Лібералізація транскордонної торгівлі пайовими цінними паперами	Лібералізація транскордонної торгівлі борговими фінансовими інструментами
Лібералізація рахунку капіталу		Лібералізація руху ПІІ	Лібералізація портфельних інвестицій, в основі яких – пайові цінні папери	Лібералізація портфельних та інших інвестицій, в основі яких – боргові фінансові інструменти

2.5.3. ОСОБЛИВОСТІ ФІНАНСОВОЇ ЛІБЕРАЛІЗАЦІЇ ПЕРЕХІДНИХ ЕКОНОМІК

З політико-економічного погляду, фактичне реформування означається взаємодією між цілями реформ і множиною політичних та економічних обмежень, які безпосередньо не контролюються державою і в основі яких – нерівномірний розподіл сукупних вигод і витрат від реформ як в економіці, так і в часі [680, р. 103, 109]. Вони визначають розрив між фактичною та бажаною політикою і певною мірою відображають співвідношення стимулів за і проти лібералізації. Державний контроль пов'язаний з більшими витратами в економіках, які зазнають надмірних обмежень. Тому країни з більш обмежуваними початковими умовами мають бути більшими "реформаторами", ніж країни з ліберальнішими умовами. Поряд з цим державний контроль створює можливість для отримання ренти за рахунок обмежувального режиму. При фінансовій лібералізації утримувачі ренти несуть витрати, зумовлені зниженням захисту від конкуренції, збільшенням гнучкості цін на фінансові ресурси і послуги, втратою гарантованого доступу до дешевих фінансових ресурсів. "Споживачі вигод" обмежувального режиму опонують лібералізації і зазвичай добре організовані політично, в результаті чого може сформуватися так звана тенденція "статус-кво неререформування"⁹². Якщо домінує цей ефект, країни з більш обмежуваними початковими умовами мають відставати у процесі лібералізації, країни з ліберальнішими початковими режимами будуть серед передових реформаторів. Обидві тенденції чітко позначилися в перехідних економіках⁹³.

Стратегія лібералізації транзитивних фінансових систем, а саме: послідовність і спосіб дій (з якого сегменту розпочинається і як рухається); тривалість (час від початку до завершення); темпи (швидкість запровадження) і масштаби (часткова чи повна); динаміка (наявність зворотних тенденцій) – не має уніфікованих характерис-

⁹² Про тенденцію статус-кво див. [382; 680, р. 103–146].

⁹³ Тенденція статус-кво проти реформ чітко виявила себе у вигляді політичних обмежень при здійсненні структурних реформ, політики макроекономічної стабілізації і фіскального коригування. Лобізм і політичний тиск "червоного директорату" на уряд з метою отримання пільгового фінансування, збереження неринкових умов функціонування тощо може розглядатися як прояв цього процесу у країнах СНД.

тик, хоч їй притаманні певні закономірності. За аналізом змісту і шляхів розвитку фінансової лібералізації в перехідних економіках можна визначити такі її характеристики.

Перше – трансформаційні економіки запровадили лібералізаційні реформи практично від початку перехідного періоду. Процес фінансової лібералізації був майже безперервним і характеризувався зміною загальної природи режиму регулювання і ступеня обмеженості фінансової системи. Внутрішня лібералізація концентрувалася на скасуванні відсоткового і кредитного контролю та кількісних інвестиційних обмежень для фінансових інститутів. Пріоритет зовнішньої лібералізації – перехід до вільного припливу капіталу.

Фінансова лібералізація розпочалася зі значно нижчого середнього рівня проти інших ринків, що формуються. Особливо це стосується колишніх радянських республік, що були початково менш лібералізовані і мали надмірно закриті економіки. Проте швидкість запровадження лібералізації була більшою, в результаті рівень лібералізації перехідних економік вищий, ніж у переважної більшості країн, що розвиваються (дод. 15). Ця швидкість визначалася насамперед високою оцінкою корисності ефектів фінансової лібералізації, зумовлених, зокрема, формально низькими витратами на впровадження лібералізації проти очікуваних вигод від неї. Скасування різних видів обмежень технічно досить проста справа, яка не вимагає значних капіталовкладень, а лібералізація ініціює велику кількість інших економічних процесів. Усунення законодавчої, фіскальної та адміністративної дискримінації приватного сектора стимулює масове створення і розвиток приватного підприємництва, лібералізація відсоткових ставок дозволяє швидко подолати дефіцит фінансових ресурсів. Це зумовило подвійне призначення фінансової лібералізації в перехідних економіках: створити ефективну фінансову систему; сприяти структурним реформам у реальному секторі і забезпечити підтримку макроекономічної стабілізації, що відіграє важливу роль у таких реформах. Наприклад, розвиток платоспроможних і конкурентоспроможних, орієнтованих на прибуток комерційних банків стимулює децентралізацію розподілу кредитів і структурну перебудову підприємств в умовах, коли через лібералізацію цін і стабілізаційну політику істотно змінюється їх прибутковість.

Інший чинник швидкості – атрибутивність фінансового розвитку, внаслідок чого в трансформаційних економіках визначилася характерна тенденція до запровадження сучасних інститутів, минаючи проміжні етапи. Найбільшою мірою це стосується монетарної сфери. Як наслідок, процес лібералізації, який фактично тривав для банківських систем розвинених країн упродовж десятиліття, в економіках перехідного регіону зайняв лише кілька років. У країнах ЦСЄ ця тенденція була посилена перспективою і подальшим входженням до ЄС, що зумовило більшу її ефективність.

Друге – специфічною рисою трансформаційних економік є інтегрованість фінансової лібералізації у процеси економічної лібералізації, макроекономічної стабілізації та удосконалення структури економіки. Відображення і наслідок такої інтеграції – нерівномірність фінансової лібералізації, коли швидкі темпи лібералізації чергуються з їх уповільненням, періодичною частковою відмовою від лібералізації і запровадженням фінансових обмежень. Водночас тенденція до швидкої лібералізації наштовхувалася на протилежну як через опозицію до реформ, так і внаслідок збільшення нестабільності фінансового розвитку і макроекономічних дисбалансів.

На початку 90-х рр. швидкі темпи лібералізації були притаманні практично всім економікам, але з 1993–1994 рр. починається чергування різних періодів лібералізації. У країнах ЦСЄ відхилення від лібералізації в середньому тривало до кінця 90-х рр.⁹⁴ У Чехії цей період охоплює середину 1994 – початок 1997 рр. У Словенії зворотні тенденції в політиці лібералізації відносяться до початку 1995 р. – введення обмежень у фінансовому секторі і по рахунку капіталу, а з 1997 р. – на фондовому ринку. Тенденція до лібералізації відновилася 1999 р. у вигляді транскордонної лібералізації. У Латвії обмежена відмова від лібералізації фінансової системи відбулася в 1996–2003 рр., коли внаслідок банківської кризи 1996 р. було введено сукупні кредитні ліміти щодо країн, які не є членами ОЕСР. Аналогічним чином банківська криза 1998 р. спричинила запровадження обмежень у Литві (введення резервних вимог на валютні депозити нерезидентів). У країнах СНД скасування фінансової лібералізації відноситься до 1998–1999 рр. і пов'язане передусім із фінансовим колапсом у

⁹⁴ Наведено за базою даних із фінансової лібералізації у країнах ЦСЄБ у [666, р. 33–38].

Росії. Антикризові заходи з фінансової стабілізації, запроваджені в Україні 1998 р., включали валютні обмеження (встановлення маржі на продаж готівкової валюти, обов'язковий 75-відсотковий продаж валютних надходжень від експорту), обмеження на активні операції банків та операції з цінними паперами тощо.

Заслужують на увагу відмінності у джерелах делібералізації. У країнах ЦСЄ відхилення від лібералізації відображають специфічні країнові шоки, зумовлені, як правило, функціонуванням фінансової системи. У більшості випадків – це реакція на внутрішні банківські кризи. Вплив екзогенних шоків (фінансове зараження від криз 1997–1998 рр., шоки цін на нафту 1999–2001 рр.) був обмежений. Натомість у країнах СНД скасування лібералізації зумовлене накопиченням макроекономічних дисбалансів і відтоком іноземного портфельного капіталу. Так, в Росії фінансове зараження в результаті азіатської фінансової кризи було доповнене посиленням фінансових ризиків, що сформувалися під впливом незбалансованої макроекономічної політики. Делібералізація частково пов'язана також з політично несприятливою реакцією тих економічних суб'єктів, що зазнали збитків внаслідок фінансових реформ. Показовий приклад впливу політичної опозиції на реформи – Словаччина. Після розпаду Чехословаччини лібералізаційні реформи фактично не впроваджувалися. Вони відновилися 1999 р., коли змінився політичний режим, і просувалися швидко, наближаючись до рівня, притаманного решті країн Вишеградської групи [666, р. 16].

Третє – рух до створення лібералізованої фінансової системи в перехідних економіках має кластерні характеристики. Можна ідентифікувати кілька рис, які реалізуються на субрегіональному рівні й чітко відокремлюють більш фінансово розвинені країни ЦСЄ від більш фінансово розвинених країн СНД [319, р. 10]. У сфері внутрішньої фінансової лібералізації відмінності проявилися в більш пруденційному підході до реформування банківської системи у країнах ЦСЄ. На це вказують чотири тенденції. По-перше, політика доступу на ринок нових банків. У країнах ЦСЄ підхід був консервативний: поряд із входженням нових банків, приватні банки створювалися через приватизацію державних банків, передачу частини активів центрального банку тощо. У країнах СНД, навпаки, домінувало вільне входження нових банків, велика кількість яких створювалася підприємствами. Незважаючи на про-

цес ліквідації неплатоспроможних банків, кількість банків на душу населення у країнах СНД перевищує відповідний показник для країн ЦСЄ. По-друге, стратегія розв'язання проблеми непродуктивних кредитів. У країнах ЦСЄ впроваджувалася послідовна політика рекапіталізації комерційних банків – переважно через підтримувану державою політику реструктуризації. У країнах СНД ця проблема залишилась нерозв'язаною. На початкових етапах комерційні банки компенсували втрати через високу відсоткову маржу і купівлю державних зобов'язань, більш пізня їх стратегія звелася фактично до самоліквідації, коли внаслідок несприятливого відбору позичальників база активів різко скорочувалася, а якість кредитного портфеля погіршувалася. По-третє, політика страхування депозитів. Більш розвинені країни ЦСЄ запровадили систему страхування депозитів у 90-х рр. Аналогічні програми у країнах СНД були відсутні, хоч існувало офіційне страхування вкладів населення в ощадних банках (Росія, Україна). Загальні системи страхування депозитів почали впроваджуватися на початку ХХІ ст. Четверта причина відмінностей – реорганізація банківської системи. Країнам ЦСЄ притаманні активні структурні реформи фінансової системи, зокрема, консолідація банківського сектора. Значною мірою цей процес базувався на входженні зарубіжних банків. Натомість у країнах СНД структурна перебудова банківських систем має обмежений характер.

Подібні особливості стосуються і зовнішньої фінансової лібералізації. Хоч жодна з груп економік не відкривалася настільки швидко як перехідні економіки, структура і характеристики лібералізації міжнародних потоків капіталу різнились. В одних країнах водночас з рухом до відкритості відбувалося поступове скасування обмежень, достатньо жорсткий контроль над нарощуванням фінансової відкритості, в інших – цей рух мав радикальний характер. Лібералізація припливу довготермінового капіталу виступала пріоритетом для всіх економік регіону, однак, підхід до скасування обмежень на експорт капіталу, портфельні капітали і короткотермінові потоки був різним. У країнах СНД основна риса – подвійна асиметрія, коли існує більше обмежень на вивіз капіталу, ніж на ввіз, і більша частина обмежень стосується резидентів, а не нерезидентів. У країнах ЦСЄ основна тенденція – зняття обмежень на ПІІ проти фінансових потоків.

Головний рушійний принцип лібералізації у ЦСЄ – лібералізація довготермінових потоків перед короткотерміновими. Чехія, яка намагалася повністю лібералізувати рахунок капіталу в 1996–1997 рр., відмовилася від цієї політики після спекулятивної атаки, яка викликала девальвацію національної валюти. Інші країни застосовували жорстке регулювання операцій з купівлі нерухомості за кордоном, закордонних портфельних інвестицій резидентів, а також зберігали певні обмеження на приплив короткотермінового капіталу (Польща, Угорщина, Словенія, Словаччина) і продаж нерухомості іноземцям (країни Балтії, Словенія). Спільна особливість передових реформаторів ЦСЄ – поступовий і консервативний підхід до лібералізації руху капіталу, зі збереженням контролю над короткотерміновими портфельними інвестиціями⁹⁵. Високий рівень зовнішнього боргу, інфляція і нестабільність національної валюти змушували їх до обережної відмови від обмежень на конкретні економічні операції і координації лібералізації з макроекономічним розвитком, зокрема, монетарною і валютною політикою. Початок лібералізації капітальних операцій, пов'язаних з експортом капіталу і короткотерміновим портфельним інвестуванням відноситься переважно до початку ХХІ ст. У Словенії, наприклад, це стосується відкриття резидентами рахунків за кордоном і придбання ними іноземних фінансових активів, спрощення порядку довготермінових портфельних інвестицій у національну економіку. Проте до 2004 р. в країні зберігались обмеження на приплив короткотермінових коштів. Угорщина скасувала дозвільний порядок на відкриття резиден-

⁹⁵ Показовий приклад – Угорщина, де в другій половині 90-х рр. зберігались численні обмеження на рух капіталу. Вони стосувалися цілому ряду операцій. Наприклад, необхідність отримання спеціального дозволу резидентами для залучення коштів терміном меншим ніж один рік від нерезидентів. Ця вимога розповсюджувалася на кредити, розміщення цінних паперів, лізинг та інші аналогічні операції. Нерезидентам не дозволялося купувати державні цінні папери терміном до одного року. Водночас операції з придбання закордонних активів, у тому числі й кредитування нерезидентів резидентами, у багатьох випадках підлягали прямій забороні або дозвільним процедурам. Резидентам, за незначним винятком, заборонялося відкривати рахунки в іноземних банках. Певні винятки існували для уповноважених комерційних банків по операціях з короткотерміновими інструментами [44, с. 22].

тами рахунків в іноземних банках та обмеження на короткотермінові капіталовкладення нерезидентів у 2001 р. Були зняті зобов'язання резидентів щодо репатріації валютних надходжень, вони отримали право вільно здійснювати між собою розрахунки в іноземній валюті, а резидентам-юридичним особам було дозволено вільно купувати іноземну валюту. Поступове послаблення короткотермінових обмежень по руху капіталу в Польщі тривало до жовтня 2002 р., коли відбулася повна фінансова лібералізація. У Румунії і Словаччині лібералізація рахунку капіталу відбулася у 2004 р. Звернімо увагу, досвід країн ЦСЄБ показує, що контроль портфельних фінансових потоків не заважає припливу ПІІ або діяльності іноземних фінансових посередників у внутрішній економіці.

Навпаки, у країнах СНД елементи радикальної лібералізації системи валютного регулювання і капітального контролю відносяться до другої половини 90-х рр. Відкриття рахунку капіталу часто відбувалося водночас з розвитком внутрішніх ринків державного боргу. Окремі країни (Росія, Україна, Вірменія) з 1997 р. майже повністю лібералізували ввіз капіталу, незважаючи на макроекономічну нестабільність, і зіткнулися з проблемою швидкого зростання припливу портфельного капіталу. Більша його частка набула форми інвестицій у державні боргові зобов'язання. Активна політика лібералізації руху капіталу і невидимих трансакцій притаманна й іншим пострадянським країнам. У Киргизії, приміром, важлива частина рахунків руху капіталу була відкрита одним разом. Така політика призвела до різкого зростання системного ризику, зумовленого волатильністю потоків міжнародних портфельних інвестицій і, як наслідок, відтворення обмежень. Інша особливість країн СНД – дозвіл резидентам та іноземцям утримувати депозити в іноземній валюті, що за своєю суттю трактується як еквівалент вільної мобільності міжнародного капіталу [319, р. 11]. Натомість операції резидентів, що підпадають від визначення експорту капіталу, так само як і відкриття рахунків в іноземних банках, підлягали обов'язковому ліцензуванню. Зміна контролю над вивозом капіталу розпочалася у ХХІ ст. у формі поетапного скасування ліцензування і розширення спектра неліцензованих операцій з певних видів валютних угод, пов'язаних з рухом капіталу. Важливо відзначити, що сучасна тенденція до подальшої зовнішньої лібералізації водночас супроводжується

збільшенням обмежень на приплив ПІІ в певні сектори економіки, які розглядаються як національно або стратегічно важливі (Росія, Казахстан 2008 р.). При цьому в СНД виокремлюється ряд економік з обмеженнями навіть щодо конвертованості поточних операцій. Обмеження на платежі або трансферти по поточному рахунку зберігаються в Білорусі, Туркменістані та Узбекистані.

Різна стратегія зовнішньої фінансової лібералізації мала протилежні наслідки, а структура потоків міжнародного капіталу до перехідних економік набула відмінних рис. Результат означених відмінностей – циклічність і непослідовність фінансової лібералізації у країнах СНД, етапність і поступовість – у країнах ЦСЄ. Таким чином, принципові відмінності в рівні і характері обмежень на міжнародний рух капіталу у сполученні з різним рівнем пруденційності внутрішньої лібералізації посилювали субрегіональну відокремленість і різнорівневість фінансового розвитку перехідних економік.

Четверте – важливим детермінантом процесу лібералізації транзитивних фінансових систем стали міжнародні зобов'язання, прийняті перехідними економіками при вступі до міжнародних організацій. Вступ до МВФ та ОЕСР безпосередньо зумовлює просування лібералізації внутрішнього фінансового сектора і руху капіталу, вступ до СОТ – лібералізації міжнародної торгівлі фінансовими послугами. Так, вступ до ОЕСР передбачає, що країна має перейти на принципи і стандарти регулювання руху капіталу і прозорості банківських операцій, які прийняті в розвинених країнах. Тому значне прискорення зовнішньої лібералізації в Польщі, Угорщині й Чехії у 1994–1996 рр. було спричинене вже переговорами цих країн щодо членства в ОЕСР [69, с. 262–263]. Ризики такої політики розвитку зумовлені поєднанням, з одного боку, жорстких вимог ОЕСР щодо швидкої і глибокої лібералізації потоків капіталу і дерегулювання ПІІ; з іншого – небезпекою зовнішніх шоків внаслідок лібералізації. Вплив цього ефекту проявився в Чехії, яка прийняла дуже ліберальні правила руху капіталу: через півтора року після вступу до ОЕСР вона зазнала валютної кризи, оскільки недостатньо оцінила середньотермінові наслідки лібералізації щодо стійкості поточного рахунку і валютних коливань. Міжнародні зобов'язання сприяли появі наслідувального ефекту в політиці фінансової лібералізації. Країни Балтії і Словенія за взірцем країн, що вступили до ОЕСР, самостійно впрова-

джували заходи в напрямі розширення масштабів лібералізації відповідно до правил і стандартів ОЕСР.

Для країн ЦСЄ фінансова лібералізація також має розглядатися в термінах приєднання до ЄС. Процес євроінтеграції передбачає обов'язкові для виконання і радикальні заходи лібералізації рахунку капіталу, інвестування фірмами ЄС у внутрішні фінансові послуги, утвердження конкурентного внутрішнього середовища. Тому він генерував у країнах ЦСЄ сильні зовнішні стимули та обмеження процесу фінансової лібералізації. Євроінтеграційний процес зумовив швидкість і напрямі лібералізації, але потребував від цих країн створення більш міцної інституціональної структури. У результаті відмінності в регуляторних режимах фінансової системи між країнами ЦСЄБ і розвиненими країнами значно звузилися. Формування регуляторної та інституціональної структур у країнах ЦСЄ, разом з підтримуючою макроекономічною політикою, відіграли важливу роль в обмеженні негативних наслідків фінансової лібералізації і певною мірою посилили її позитивні наслідки. Приєднання до ЄС діяло як своєрідний "якір" закріплення ринкових очікувань, стримуючи розвиток самовідтворювальних фінансових криз і обмежуючи субрегіональні прояви фінансової інфекції зовнішніх шоків [666, р. 3; 667, р. 1–28]. Наявність таких ефектів вказує на активну стабілізуючу роль зовнішніх факторів фінансової лібералізації на організаційному (через приєднання до ЄС) та інституціональному (через запровадження міжнародних стандартів фінансового регулювання) рівнях.

Таким чином, можна говорити, що міжнародне співробітництво і міжнародні зобов'язання перехідних економік у контексті багатосторонніх і регіональних угод та переговорів сформували чітку тенденцію до подібності лібералізаційної політики і, як наслідок, до конвергенції регуляторних режимів їх фінансових систем, але водночас посилили відмінності між країнами ЦСЄБ і СНД.

Відмінності між початковими умовами, різна ідеологія і стратегія реформ зумовили різні характеристики й ефекти фінансової лібералізації. За характером здійснення фінансової лібералізації перехідні економіки поділяються на кілька груп:

- країни зі швидкою лібералізацією, які фактично реалізували шоківий підхід, але без значних зворотних тенденцій (Болгарія, Естонія, Латвія, Литва);

- країни з послідовною помірною лібералізацією і більш градуалістським підходом, без значного скасування лібералізаційних заходів (Чехія, Угорщина, Польща);
- країни з повільною і частковою лібералізацією, чий шлях був обережним і супроводжувався відмовою від лібералізації (Румунія, Словаччина, Словенія);
- країни з непослідовною лібералізацією, яка відображає комбінацію несумісних стратегій реформування і макроекономічної нестабільності (Росія, Україна).

Результати свідчать, що економіки з більш обмежуваними вихідними умовами (Латвія, Литва, Естонія, Росія, Україна) мали тенденцію до швидшої лібералізації внутрішніх і міжнародних угод та інвестицій, ніж країни, які були більше лібералізовані від початку. Останні (Угорщина, Польща, країни колишньої Югославії) застосовували поступовіший підхід до лібералізації. У цілому фінансова лібералізація в трансформаційних економіках, особливо країн СНД, позначилася рядом суперечливих тенденцій і проблем – поворотними тенденціями у здійсненні політиці лібералізації, асинхронністю і неузгодженістю різних сфер лібералізації, нерівномірністю фінансового розвитку, який супроводжувався і періодично переривався фінансовими кризами тощо.

2.5.4. ВПЛИВ ФІНАНСОВОЇ ЛІБЕРАЛІЗАЦІЇ НА РОЗВИТОК ТРАНСФОРМАЦІЙНИХ ЕКОНОМІК

В інтерпретації наслідків фінансової лібералізації існують певні труднощі, що виникли через такі причини: 1) вихідні умови, темпи і масштаби лібералізації відрізнялися по країнах, 2) достатньо складно виокремити вплив фінансової лібералізації від впливу синхронно здійснюваних інших економічних реформ, 3) наслідки лібералізації варіюють у часі, сполучаючи короткотермінові і довготермінові, негативні і позитивні ефекти. Проблема ускладнюється неоднозначністю теоретичної аргументації щодо наслідків фінансової лібералізації. Потенційні її вигоди визначаються кількісними і якісними ефектами. Кількісний ефект проявляється в підвищенні рівня заощаджень та інвестицій в економіці, якісний – у більш ефективному розміщенні капіталу. Негативні ефекти фі-

нансової лібералізації пов'язані з посиленням фінансової нестабільності. У першому випадку слід очікувати інтенсифікації фінансового розвитку і прискорення економічного зростання, в другому – їх уповільнення.

Теоретичні аргументи на користь позитивного кількісного ефекту лібералізації базуються на взаємозв'язку відсоткових ставок і рівня заощаджень та інвестицій [187, р. 4–5]. Внаслідок лібералізації прями і посередницькі фінансові ринки покращують мобілізацію заощаджень, забезпечуючи вищу очікувану доходність і кращу диверсифікацію ризику. Зростання відсоткових ставок, яке відбувається після усунення обмежень, стимулює збільшення заощаджень, що в свою чергу, веде до зростання інвестування і, таким чином, підвищення економічного зростання. Додаткова причина – краще страхування майбутніх ризиків, яке викликає перерозподіл інвестиційних ресурсів у напрямі фінансування більш ризикованих і доходних проектів [536].

Згідно з теорією, можна також очікувати якщо не негативно, то принаймні неоднозначного за впливом кількісного ефекту фінансової лібералізації. Вплив відсоткових ставок на заощадження та інвестиції визначається співвідношенням ефекту доходу та ефекту заміщення. Краще страхування ризиків знижує стимул до заощаджень з мотиву обережності [344]. Розвиток ринку споживчого кредитування веде до збільшення заборгованості домогосподарств, що знову ж таки приводить до тимчасового зниження рівня заощаджень. Якщо при цьому міжнародні фінансові обмеження не змінюються, то зменшення рівня національних заощаджень має супроводжуватися нижчими інвестиціями.

Натомість вигоди від фінансової лібералізації теоретично однозначно обґрунтовуються її якісним ефектом. Лібералізація підвищує прозорість фінансових угод і відповідальність учасників фінансових ринків, зменшує несприятливий відбір і полегшує проблеми ліквідності на фінансових ринках [522]. Уніфікація витрат на залучення фінансування (завдяки усуненню директивного кредитування і відсоткового контролю) веде до зростання обсягів фінансових ресурсів, які спрямовуються до фірм з вищою граничною продуктивністю капіталу. Дію даного ефекту адекватно відображає теоретична модель, яка показує, що в міру лібералізації фінансової системи, гранична продуктивність капіталу по фірмах стає рівномірною [187, р. 7–9]. Припустимо, що ко-

жна фірма має оптимальний розмір виробництва, притаманний галузі промисловості, в якій вона діє, тоді функція прибутковості для кожної фірми в момент часу t матиме вигляд

$$\pi(K_t, L_t) = f(K_t, L_t) - wL_t - \phi(I_t) - RK_t, \quad (2.1)$$

із стандартним законом руху капіталу

$$K_t = (1 - \delta)K_{t-1} + I_t, \quad (2.2)$$

де K – капітал; L – праця; w – реальна ринкова заробітна плата (ціна праці); I – інвестиції; R – валова відсоткова ставка (ціна капіталу). Функція f – це виробнича функція з постійним доходом від масштабу з частковими похідними $f_{11} > 0$, $f_{22} > 0$, $f_{12} < 0$ та $f_{12} > 0$. Функція $\phi(I_t)$ вимірює витрати від коригування інвестицій і задовольняє $\phi' > 0$ і $\phi'' > 0$.

Основна мета кожної фірми – максимізувати прибуток шляхом раціонального розподілу ресурсів, які вона використовує у виробництві. Умовою оптимального вибору фірмою кількості кожного виробничого фактора є рівність вартості граничного продукту даного фактора і його ціни. Таким чином, максимізація прибутку задає стійкій стан оптимальної політики фірми (K^*, L^*, I^*) , який задовольняє таким умовам:

$$\text{умова ринку капіталу} - f_1(K^*, L^*) - \phi'(I^*) = R, \quad (2.3)$$

$$\text{умова ринку праці} - f_2(K^*, L^*) = w, \quad (2.4)$$

$$\text{рівняння інвестицій} - \delta K^* = I^*. \quad (2.5)$$

Оскільки виробнича функція має постійний доход від масштабу, то умова ринку праці (2.4) визначає співвідношення капітал–праця, зумовлене реальною заробітною платою w . Оскільки ринки пов'язані через K^* , то використовуючи рівняння (2.4) і (2.5), можна замінити L^* та I^* в рівнянні (2.3) неявною функцією K^* . Тоді умова ринку капіталу (2.3) стає лише функцією K^* . Вона визначає K^* і детермінований шлях переміщення виробничої функції (K, L) до стійкого стану за умови, що коригування здійснюється швидко – в межах одного року.

У лібералізованій фінансовій системі кожна фірма, за інших рівних умов, має можливість залучати фінансування за тією ж самою відсотковою ставкою R та інвестувати стільки, скільки бажає. Це передбачає, що гранична продуктивність капіталу, яка

визначається рівнянням (2.3), у різних фірм однакова. За умов цінового (контроль відсоткових ставок) або кількісного (директивне кредитування) контролю, гранична продуктивність капіталу по фірмах різняться. Якщо відсоткові ставки контролюються і для різних фірм діють різні ставки, кожна фірма намагатиметься вирівнювати граничну продуктивність капіталу із заданою для неї відсотковою ставкою. Фірми, для яких ставки вищі, змушені встановлювати більш низький рівень стійкого стану капіталу K^* , передбачаючи вищу граничну продуктивність капіталу. Це означає, що диференціація у відсоткових ставках для різних фірм веде до відмінностей у продуктивності по фірмах.

Такий ефект спостерігається і коли відсоткові ставки уніфіковані, але обсяги інвестицій I визначаються державою – прямо (через контроль інвестиційних планів фірм) або опосередковано (через розміщення кредиту). Позначимо ці обсяги інвестицій як \hat{I} . У цьому разі фірми максимізують свою цільову функцію прибутку (2.1) за умови (2.2) і за наявності додаткового обмеження щодо обсягу інвестицій ($I = \hat{I}$). Наявність цільової функції і функції обмеження дозволяє представити умову ринку капіталу, як

$$f_1(K^{**}, L^{**}) - \phi'(\hat{I}) = R + \lambda, \quad (2.6)$$

де λ – множник Лагранжа, пов'язаний із цим додатковим обмеженням. Якщо фірми обмежені щодо суми, яку вони можуть інвестувати ($\hat{I} < I^*$), то λ є додатним. Це означає, що гранична продуктивність капіталу – права сторона рівняння (2.6) – вища, ніж ринкова відсоткова ставка R . Якщо фірми змушені інвестувати більше, ніж прагнуть ($\hat{I} > I^*$), наприклад, коли держава використовує галузь, до якої належить фірма, з метою стимулювання розвитку або підтримки зайнятості, то λ стає від'ємним. У такому разі гранична продуктивність капіталу стає нижчою за ринкову відсоткову ставку.

Аналогічні наслідки виникають й у разі уніфікованих стель відсоткових ставок. Вони заважають урівноваженню попиту і пропозиції кредитних ресурсів і змушують банки раціонувати кредити на основі позаекономічних факторів. Фірми, які можуть отримати кредит, матимуть низьку граничну продуктивність, натомість фірми з кредитними обмеженнями – високу. Можна стверджувати, коли держава контролює фінансову систему через

ціновий або кількісний контроль, це веде до відмінностей у граничній продуктивності фірм, які мають однакові виробничі функції, функції витрат коригування, витрати реальної заробітної плати. Коли такий контроль усувається, кредитні ресурси переміщуються від фірм з низької граничною продуктивністю (тих, що мають надлишкове інвестування) до фірм з вищою граничною продуктивністю (попит яких на інвестиції не задоволений). Тому наслідок фінансової лібералізації – ефективніше розміщення капіталу в економіці.

Порівняння дії якісних і кількісних ефектів фінансової лібералізації свідчить, що вигоди від лібералізації мають проявлятися насамперед через її вплив на якість, а не на кількість інвестицій в економіці. Цей теоретичний висновок пояснює відмінності в результатах емпіричних досліджень. Якщо емпіричні оцінки якісних ефектів фінансової лібералізації засвідчують позитивний її вплив на ефективність розміщення фінансових ресурсів в економіці [187; 400; 439, р. 529–563], то емпіричні оцінки дії кількісного ефекту суперечливі. Одні показують, що у країнах, які лібералізували фінансові ринки, не існує чіткого взаємозв'язку між динамікою відсоткових ставок і рівнем заощаджень в економіці [398, р. 754–770]. Інші зазначають відсутність впливу (іноді негативний вплив) лібералізації на рівень заощаджень та інвестицій [212; 596]. Треті говорять про істотні вигоди від фінансової лібералізації, зокрема, відзначаючи, що темпи зростання реального випуску збільшуються приблизно на один відсотковий пункт слідом за лібералізацією [227, р. 34–35].

Існуючі дослідження показують, що вигоди від реформування фінансової системи мають тенденцію матеріалізуватися насамперед у короткотерміновому періоді [394]. Втім, їх розмір у перехідних економіках є невизначеним, оскільки результативність лібералізаційних реформ залежить як від структурних характеристик економіки, так і від характеристик (адекватності) здійснення власне лібералізації. Тому прояв кількісних і якісних ефектів фінансової лібералізації не піддається однозначній оцінці.

За інших рівних умов, зростання відсоткових ставок внаслідок лібералізації стимулює фінансові заощадження, а не купівлю споживчих товарів тривалого використання або нерухомості (з низькою ставкою доходності). Потенційно цьому сприяє розширення спектра фінансових інструментів для розміщення за-

ощаджень із позитивним реальним доходом. Крім того, зростання невизначеності в умовах перехідного періоду щодо працевлаштування і соціального захисту фактично можна розглядати як чинник зростання заощаджень за мотивом обачливості. Однак цей позитивний ефект у реальності був "компенсований" розвитком інфляції і банківськими кризами, які послабили довіру власників заощаджень до фінансової системи і змотивували низький рівень фінансових заощаджень. Нерозвиненість ринків цінних паперів у більшості перехідних економік передбачає, що фінансові інструменти для заощаджень у цих країнах обмежені іноземною валютою, депозитами до запитання, терміновими та ощадними депозитами. Тому можливості для переорієнтації заощаджень вузькі. Коли фінансові інструменти для заощадження нерозвинені, а реальний доход від них від'ємний (через інфляцію), рівень заощаджень в економіці знижується, а власне заощадження спрямовуються на непродуктивні цілі. Власники активів прагнуть захистити свої заощадження купівлею активів, деномінованих в іноземній валюті або переведення активів за кордон. У результаті валові заощадження, в % ВВП, в регіоні почали зростати лише з 1999 р.

Проте навіть потенційно можливе зростання рівня заощаджень у трансформаційних економіках завдяки лібералізації ще не означає ефективного їх спрямування для фінансування реальних інвестицій. Характерна риса фінансової репресії – накопичений попит на банківські кредити і послуги в економіці. Теоретично, фінансова лібералізація дозволяє банкам швидко задовольнити цей попит і, відповідно, має проявитися дія кількісного ефекту лібералізації (зростання інвестицій). Цій тенденції протидіє структура корпоративного фінансування перехідних економік і чітко виражений короткотерміновий характер господарської стратегії підприємств. Внаслідок невизначеності, викликані інфляцією, підприємства утримуються від значних інвестицій. Як уже зазначалося, фінансова лібералізація супроводжувалася появою в окремих трансформаційних економіках (країни СНД, Румунія) дихотомізованої фінансової системи, де поряд з розвитком достатньо складних фінансових ринків і фінансових посередників сформувалася квазіфінансова система, що базується на дорогих субститутах банківського кредиту і є джерелом фінансування підприємств. У більш розвинених економіках перехідного регіону (Польща, Угор-

щина) банківський кредит тривалий час зосереджувався в державних підприємствах, на той час як нові приватні фірми фінансували свою короткотермінову активність через торговельний кредит [319, р. 12]. Тому, незважаючи на значні темпи зростання банківського кредиту в перехідних економіках, будь-якого помітного впливу фінансової лібералізації на зростання інвестицій в коротко- і середньотерміновому періодах не спостерігалось.

Дія якісного ефекту також не може повною мірою спостерігатися в трансформаційній економіці. Це пояснюється насамперед особливостями стратегії фінансової лібералізації, яка була інтегрована в процес економічної лібералізації і супроводжувалася політикою макроекономічної стабілізації. У результаті такого поєднання тимчасово прибутковими можуть стати підприємства, які за звичайних умов збиткові. Проблема ускладнюється тим, що через лібералізацію економічні суб'єкти, які функціонували у середовищі фінансових обмежень, схильні очікувати на невиправдану високу прибутковість від реалізації власних проектів [58, с. 4]. Однак внаслідок асиметричності інформації і підвищеної нестабільності економічних показників банкам складно оцінити кредитоспроможність таких підприємств і продуктивність їх інвестиційних проектів. Структура власності в реальному секторі, що склалася внаслідок приватизації, часто має аморфний і нестабільний характер, на багатьох приватизованих підприємствах жодна з груп акціонерів не отримала стійкої більшості в акціонерному капіталі⁹⁶. За таких умов різко зростає проблема морального ризику для банків: не завжди можна точно визначити особу, яка відповідає за виконання зобов'язань приватизованого підприємства, і змусити це підприємство до повернення боргів. Це визначило тенденцію до поширення інсайдерського кредитування, яке нерідко базувалося на приватних вигодах менеджменту банків [155, с. 6]. У тих економіках (зокрема СНД), де банки функціонують у межах фінансово-промислових груп, підприємства групи мають можливість залучати банківське фінансування на пільгових умовах, незалежно від продуктивності інвестування [120, с. 43]. Як наслідок, кредитні ризики різко обмежують коло потенційно приваб-

⁹⁶ Наприклад, у Чехії менш, ніж половина фірм, що пройшли масову приватизацію, мають домінуючого власника, який володіє понад 50 % акцій [165, с. 4].

ливих приватних позичальників, а попит на банківське кредитування значно перевищує зростання кількості проектів, вигідних для кредитування. У сукупності це обмежує розвиток здатності банків ефективно розміщувати фінансові ресурси.

Враховуючи теоретичну неоднозначність і практичну невідомість дії якісних і кількісних ефектів, не можна чітко оцінити, чи має фінансова лібералізація позитивний вплив на заощадження та інвестиції в перехідних економіках і наскільки саме лібералізація привела в рух тенденцію до підвищення економічного зростання. Проте відмінності у ступені і характеристиках фінансового розвитку тісно пов'язані з рівнем реформування і лібералізованості фінансової системи. Це дозволяє припустити, що лібералізація стимулює краще функціонування фінансової системи та інтенсивніше фінансове поглиблення, але без обов'язкового збільшення заощаджень та інвестицій.

Натомість досвід трансформаційних економік наочно демонструє загальний напрям дії негативних ефектів: лібералізація фінансової системи веде до зростання фінансової нестабільності і посилення макро- і мікроекономічних дисбалансів. На загальному рівні в основі несприятливих ефектів – неузгодженість стратегічних заходів лібералізаційної реформи. У перехідних економіках вимоги ефективності фінансової лібералізації враховані не були. І на теоретичному, і на практичному рівнях вибір на користь тієї або іншої політики лібералізації не був достатньо обґрунтований. Намагання прискорити фінансову лібералізацію без урахування її комплементарності створили серйозні проблеми у сфері фінансової реструктуризації, викликали розвиток банківських криз і часто вели до втрат населенням накопичених заощаджень і втрати довіри до реформ.

У тих перехідних економіках, де фінансова лібералізація мала непослідовний характер і періодично чергувалася з різким посиленням механізмів державного контролю, проявився ефект *спонтанної самолібералізації*. Економічні агенти створювали лібералізоване ринкове середовище шляхом переходу до тіншової (неофіційної) економіки і формування квазіфінансової системи. У результаті, за оцінками, розмір неофіційної економіки в перехідних країнах коливається від 18 % (Словаччина, Чехія) до майже 70 % ВВП при середньому рівні "тінізації" перехідного регіону у 38 % ВВП. Найвищий її рівень спостерігається в Грузії (67,3 %),

Азербайджані (60,6 %) та Україні (52,2 %) [606, р. 13–14]. Така спонтанна лібералізація ринку "знизу" має позитивні і негативні аспекти [148, с. 71–72]. До позитивних належить насамперед те, що така лібералізація дозволяє підтримувати дієздатність економічної системи, коли стимули і можливості для ефективного виробництва в офіційній економіці скорочуються. До негативних ефектів можна віднести, по-перше, зменшення ефективності державного регулювання економіки і підрив загальної законодавчої і регуляторної системи держави. Державне регулювання, навіть якщо передбачається, що воно поширюється на всіх економічних агентів, фактично розповсюджується лише на тих, які діють у межах офіційної економіки. По-друге, значна частина активів, що використовуються у неформальному секторі, по суті є результатом спонтанної декапіталізації державного сектора і виведення капіталу з офіційної економіки. По-третє, незважаючи на динамічну лібералізацію неофіційної економіки, її особливість полягає в тому, що вона залишається "поверхневою" економікою, де короткотермінові інтереси і види діяльності домінують над довготерміновими. У результаті діяльність значного сегменту економіки значно менш ефективна, ніж могла б бути, якби цей сегмент діяв у лібералізованому середовищі економіки офіційної. Безпосередній прояв такої неефективності – висока витратність фінансування за допомогою неформальної фінансової системи, що відображається у високих відсоткових ставках. Тому при спонтанній самолібералізації масштабні інвестиції або фінансування високотехнологічного виробництва практично відсутні. Неефективність такої квазіфінансової системи та її високі витрати для суспільства стали однією з причин більш повільного і низького в цілому фінансового розвитку країн СНД, з низькою "професіоналізацією" організованої фінансової системи. По-четверте, така система дозволяє ухилятися від оподаткування, що зумовлює її інерційність і тенденцію до самозбереження навіть в умовах відновлення лібералізації.

Інтеграція фінансової лібералізації в трансформаційних економіках у глобальну стратегію макроекономічної стабілізації, економічної лібералізації і структурних реформ викликала додаткові негативні ефекти. Обмежувальна фіскальна і монетарна політика негативно вплинула на фінансовий стан підприємств, які не тільки втратили таке важливе джерело фінансування, як дотації з

державного бюджету, але й зіштовхнулися зі скороченням банківського кредитування. Зменшення обсягу ресурсів, доступних для фінансування, викликало кризу ліквідності. В одних країнах це призвело до істотного накопичення непродуктивних кредитів у банківській системі (країни ЦСЄ), в інших – до зростання неплатежів і накопичення взаємної заборгованості (країни СНД, Румунія). Підприємства втратили здатність виконувати свої зобов'язання. Ще однією характерною рисою такої інтеграції стало зростання нестабільності економічних показників – темпів руху цін, відсоткових ставок, валютного курсу, коливання обсягів збуту і прибутковості підприємств, обсягів виробництва тощо. Сполучення погіршення загальної економічної ситуації зі збільшенням нестійкості економічного середовища зумовило тенденцію до зменшення горизонту прийняття рішень і терміну, на який укладаються контракти в реальному і фінансовому секторах економіки. Це, в свою чергу, стало не лише додатковим чинником скорочення інвестиційної активності в перехідних економіках, а й генерувало появу негативних стимулів до ризикованої поведінки і незаконних операцій у діяльності банків. Ліберальніші умови діяльності дозволили банкам урізноманітнити джерела фінансування і способи розміщення ресурсів. Однак швидке збільшення масштабів і складності банківських операцій, як правило, початково не супроводжувалися відповідним прискоренням розвитком законодавчої і правової бази, яка регулює діяльність банків і обмежує їхню схильність до ризикованої політики.

Оскільки фінансова лібералізація породжує витрати в термінах зростання фінансової нестабільності (негативні ефекти) і вигоди в термінах стимулювання фінансового розвитку та ефективного розміщення ресурсів (позитивні ефекти), виникає питання – за яких умов вигоди від лібералізації перевищують витрати від її впровадження? Чи, можливо, трансформаційним економікам варто, принаймні тимчасово, відмовитися від фінансової лібералізації на користь прямого втручання в діяльність фінансових ринків? За допомогою теорії отримати однозначну відповідь неможливо. Аналогічним чином емпіричні дослідження, які порівнюють розмір негативного ефекту банківських криз з позитивним впливом лібералізації на фінансовий розвиток, не дають будь-яких чітких доказів на користь жодного з ефектів [341, р. 26–29]. Разом з тим досвід фінансової лібералізації показує

результати, які можна трактувати як визначення умов, за яких вигоди від лібералізації здатні перевищувати її негативні ефекти.

Для забезпечення максимальної ефективності від скасування прямого контролю над фінансовою системою мають виконуватися певні умови: наявність відносно стабільного макроекономічного середовища; задовільний фінансовий стан підприємств реального сектора; наявність конкурентоспроможної і надійної банківської системи і налагоджених грошових ринків; відсутність м'яких бюджетних обмежень тощо. У протилежному разі роль ринкового розподілу ресурсів буде викривлена, а крихкість фінансової системи зросте. Економічні дисбаланси – такі як вузька податкова база, значні бюджетні дефіцити, істотна нерівність у доходах тощо – заважають уряду коригувати політику лібералізації.

За монополістичного або олігополістичного ринку сама по собі лібералізація не стимулює конкуренцію на фінансових ринках. Якщо на ринку діє всього кілька гравців, які вступають у змову, то скасування обмежень на відсоткові ставки веде до зростання банківської маржі замість встановлення конкурентних ставок, що відображають попит і пропозицію. Вплив лібералізованих відсоткових ставок на обсяг і розподіл кредиту в економіці залежить від еластичності попиту на гроші і кредит до відсотка. Лібералізація відсоткових ставок доцільна за умови, що попит на гроші і кредит чутливо реагують на їхню зміну. При низькій або непостійній еластичності навіть значне зростання ставок не викличе відповідної реакції з боку підприємств. Кредит відносно слабо реагує на зміну відсоткових ставок у випадку м'яких бюджетних обмежень: підприємства не реагують на цінові сигнали і продовжують залучати кредитні ресурси під високі відсотки, розраховуючи, що держава надасть їм відповідні субсидії або фінансову допомогу. Це вказує на те, що лібералізація відсоткових ставок має супроводжуватися усуненням м'яких бюджетних обмежень та лібералізацією входу на ринок і появою нових учасників ринку.

Життєздатність фінансового сектора безпосередньо залежить від фінансового стану його клієнтів. Наявність значної частки простроченої заборгованості у кредитному портфелі зменшує капітальну базу банків. У цьому разі банки прагнуть до пролонгації недіючих позик, розраховуючи, що тим самим вони можуть запобігти банкрутству своїх клієнтів, отже, і власному банкрутству. Перерозподіл фінансових ресурсів до найбільш вигідних інвестиційних

проектів елімінується. За означених умов фінансова лібералізація стає безрезультативною. Наявність такої закономірності визначає послідовність політики – макроекономічна стабілізація, яка створює умови для поліпшення фінансового стану підприємств і їх кредитоспроможності, має передувати фінансовій лібералізації.

Істотну роль у співвідношенні витрат і вигод лібералізації відіграє інституціональний розвиток. Негативний вплив фінансової лібералізації на крихкість банківського сектора сильніший там, де недостатньо розвинені інститути, необхідні для ефективного функціонування ринкових механізмів. Як показують емпіричні дослідження, розвинені інститути можуть стримувати негативні ефекти лібералізації на фінансову систему, зокрема, послаблюючи тенденцію лібералізованих фінансових ринків призводити до системних банківських криз [246, р. 79; 341, р. 16, 19, 33]. Проста зміна правил регулювання без створення необхідних стимулів для фінансових установ не веде до появи ефективної фінансової системи. Навіть при добре функціонуючій економіці слабкість інститутів зумовлює нездатність регуляторних органів перешкоджати ризикованій поведінці фінансових посередників, розширюючи тим самим основу для системного ризику у фінансовій системі. Скасування прямого контролю без створення альтернативних інструментів опосередкованого впливу веде до втрати контролю над сферою грошово-кредитних відносин і фінансовою системою, і змушує поновлювати пряме регулювання, як це сталося, прикладом, у Росії за фінансової кризи 1997–1998 рр. Очевидно, коли пруденційне регулювання і нагляд не здатні ефективно контролювати банківську поведінку і врегульовувати стимули, лібералізація збільшує фінансову вразливість до рівня, що перевищує соціально доцільний і може призвести до системного фінансового краху. Ці результати передбачають, що удосконалення нагляду за діяльністю банків, має передувати або, принаймні, відбуватися водночас з фінансовою лібералізацією, а інструменти державного регулювання мають бути сумісними з фінансовою системою, щодо якої вони застосовуються.

Однак лише формальної наявності інститутів, які підтримують ринок, недостатньо. Необхідний попит економічних агентів на послуги таких інститутів. Це забезпечує якість інституціонального середовища і стимулює відповідні стандарти соціальної поведінки

– ефективне дотримання законів, ефективну бюрократію, відсутність корупції тощо. Відсутність такого попиту обов'язково зумовлює слабкість інституціонального середовища і стає важливим незалежним джерелом фінансової нестабільності. Оскільки розвинена і гнучка система інститутів не може бути створена одноразово, можна зробити такий висновок: на інституціональному розвитку потрібно робити наголос до початку лібералізації; лібералізація має здійснюватися обережно в тих випадках, коли інститути, які забезпечують дотримання закону, виконання контрактів та ефективно пруденційне регулювання, не повністю сформовані. Процес фінансової лібералізації має бути поступовим і відбуватися відповідно до розвитку інститутів, а переваги кожного подальшого кроку лібералізації мають порівнюватися з ризиками.

Внутрішня і зовнішня лібералізація – взаємодоповнюючі процеси. Повна фінансова лібералізація вимагає необхідного рівня реформування внутрішнього фінансового сектора, за якого лібералізація не наражає національну фінансову систему на системні ризики. Лібералізація рахунку капіталу бажана у довготерміновому періоді як засіб стимулювання інвестицій і зростання. Однак вона не є критичною для короткотермінового ринкового доступу до фінансових послуг. Отже, лібералізація внутрішніх фінансових ринків має передувати лібералізації потоків капіталу, а банківський нагляд і система страхування вкладів мають бути впроваджені до децентралізації і приватизації банківської системи.

Проведений аналіз однозначно засвідчує невиконання означених умов у трансформаційних економіках. Це дає підставу вважати, що саме швидка лібералізація в умовах макроекономічної нестабільності і недостатнього контролю над банківською діяльністю призвела до нестійких реальних відсоткових ставок, підвищила фінансову нестабільність і мала негативний вплив на виробничі інвестиції. На загальнотеоретичному рівні відсутність значних позитивних ефектів фінансової лібералізації у трансформаційних економіках визначається характером лібералізації – після початкового позитивного впливу, коли лібералізація фінансової системи забезпечує ринкові позитивні реальні відсоткові ставки і через це підвищення фінансового розвитку, подальша лібералізація не обов'язково приносить ті вигоди, які можуть компенсувати її негативний вплив. У сукупності такі результати дозволяють зробити висновок на користь підтримки градуалістського підходу до політики фінансової лібералізації.

РОЗДІЛ 3

ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВОЇ ВІДКРИТОСТІ КРАЇН З ТРАНСФОРМАЦІЙНОЮ ЕКОНОМІКОЮ

3.1. МЕТОДОЛОГІЯ АНАЛІЗУ ТА ОЦІНКИ ФІНАНСОВОЇ ВІДКРИТОСТІ

3.1.1. СТРУКТУРА ФІНАНСОВОЇ ВІДКРИТОСТІ

Відкритість економіки передбачає відсутність бар'єрів на шляху зовнішньої торгівлі товарами і послугами (торговельна відкритість), міжнародного руху капіталу (фінансова відкритість) і робочої сили. Вона відображає взаємозалежність між економікою певної країни і світовою економікою. Теоретично, завдяки відкритості економіки країна отримує можливість здобути максимальний вигравш від зовнішньоекономічних зв'язків, ефективніше використовуючи конкурентні переваги.

Фінансова відкритість виступає як передумова і як результат фінансової глобалізації. Згідно з теоретичною концепцією відкритості, фінансова відкритість означає свободу для іноземних економічних агентів інвестувати в економіку певної країни і одночасну свободу для резидентів цієї країни здійснювати закордонне інвестування. Поняття *фінансова відкритість* інтерпретується порізно. *Фінансова відкритість де-юре* пов'язується з регулюванням

та обмеженням операцій з міжнародного руху капіталу⁹⁷. Таке трактування дещо обмежене. По-перше, воно не відбиває рівня фактичної мобільності капіталу і ступеня участі країни у світових фінансах. Усунення формальних бар'єрів для руху капіталу часто не є достатнім, щоб викликати приплив іноземного капіталу до економіки певної країни. По-друге, воно відокремлює відкритість рахунків руху капіталу і відкритість платіжного балансу в цілому, не враховуючи того, що фінансові послуги тісно пов'язані з потоками капіталу і слугують забезпеченням руху капіталу. Слід розрізняти фінансову відкритість у широкому і вузькому сенсі. У вузькому сенсі – це відкритість рахунків руху капіталу, яка визначається рівнем обмежень, що накладаються на операції з купівлі/продажу зовнішніх активів і зобов'язань. У широкому розумінні фінансова відкритість враховує регулювання та обмеження як операцій за рахунками руху капіталу, так і операцій за поточним рахунком платіжного балансу. Звернімо увагу, що таке розуміння фінансової відкритості фактично оцінює регуляторну відкритість і відповідає визначенню зовнішньої (міжнародної) фінансової лібералізації. Абсолютно фінансово відкритою є країна, яка повністю лібералізувала міжнародні потоки капіталу.

Реальна фінансова відкритість потребує не лише відсутності обмежень для міжнародних потоків капіталу, а й фактичного руху капіталу через кордон. Концепція відкритості, яка враховує фактичний розмір міжнародних потоків капіталу, пов'язаних з економікою певної країни, визначається як *фінансова відкритість де-факто*. Такий підхід більш конструктивний і має такі переваги: 1) відображає ступінь лібералізації національного фінансового ринку і операцій за платіжним балансом країни. За інших рівних умов, чим менше існує регуляторних обмежень, тим вища мобільність капіталу; 2) показує реальний ступінь інтегрованості національної фінансової системи у світовий фінансовий ринок, рі-

⁹⁷ Зовнішні операції з купівлі/продажу іноземних і національних фінансових активів відображаються на "Фінансовому рахунку", який є складовою "Рахунку операцій з капіталом та фінансових операцій". Ми застосовуємо терміни "Рахунки руху капіталу" і "Рахунок операцій з капіталом та фінансових операцій" як синоніми. Під контролем руху капіталу може розумітися будь-яка економічна політика держави, спрямована на обмеження мобільності міжнародного капіталу, яка здатна змінити стан "Рахунку операцій з капіталом та фінансових операцій".

вень її взаємозв'язку з фінансовими системами інших країн. Фактичний розмір потоків капіталу відображає як зарубіжну присутність на внутрішніх ринках, так і доступ резидентів до ринків інших країн; 3) поєднує мотивацію потоків капіталу на основі політико-економічних рішень з рішеннями, вмотивованими ефективністю.

Відмінності між відкритістю де-факто і де-юре ми застосовуємо в новому контексті: визначаємо фінансову відкритість як двоелементну концепцію. Про одну її складову говоритимемо як про регуляторну фінансову відкритість, іншу називатимемо інтеграційною фінансовою відкритістю. Такий підхід відповідає сучасним дослідженням [191; 356; 473; 484], де міжнародна фінансова інтеграція і фінансова відкритість де-факто часто розглядаються як тотожні поняття. Важливо, однак, підкреслити, що наше трактування інтеграційної фінансової відкритості відрізняється від традиційного одним важливим аспектом, у зв'язку з чим виникає проблема неоднозначності трактування таких термінів, як інтеграційна фінансова відкритість і фінансова інтеграція. Необхідна вимога інтеграційної фінансової відкритості – міжнародний рух капіталу. Натомість наявність міжнародних фінансових потоків не можна вважати ні необхідною, ні достатньою умовою міжнародної інтеграції фінансових ринків. Як аргументується в літературі [188, р. 13], це не є необхідним, тому що закон єдиної ціни може зберігатися навіть за відсутності транскордонних потоків: потенційної конкуренції (що є результатом загрози входу зарубіжних банків) може бути достатньо, щоб стимулювати однакові умови для боржників у різних країнах. Це також не є достатнім, тому що кредитні ринки не завжди спроможні інтегруватися, незважаючи на високі потоки транскордонного кредиту. Такі потоки не здатні зрівняти внутрішні і зарубіжні відсоткові ставки, наприклад, коли потужність банківських ринків в країнах відрізняється. Звідси випливає, що міжнародна фінансова інтеграція та інтеграційна фінансова відкритість є спорідненими, а не тотожними поняттями.

Розуміння фінансової відкритості як системного явища дозволяє визначити її структуру. У даному разі ми виходимо з того, що, по-перше, обидва елементи фінансової відкритості взаємозалежні і відображають пов'язані аспекти міжнародних потоків капіталу. По-друге, характер інтегрованості фінансової системи у світові фінанси задається спрямованістю міжнародних потоків капіталу (приплив і відтік капіталу) і функціонально пов'язаний з

міжнародною торгівлею фінансовими послугами та рухом фінансових потоків, що визначаються факторними доходами. Якщо зважити, що відкритість передбачає посилення зв'язків між національними фінансовими системами за всіма напрямками, то фінансову відкритість слід розглядати як багатокомпонентну систему з кількома структурними блоками (рис. 3.1).

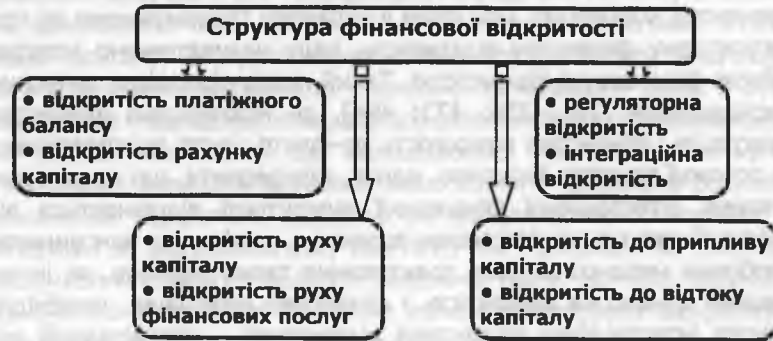


Рис. 3.1. Структурні компоненти фінансової відкритості

Проблемою дослідження фінансової відкритості є відсутність якогось єдиного способу її оцінювання. За винятком двох крайнощів – абсолютна свобода і повна закритість руху капіталу, адекватно визначити ефективні міри ступеня міжнародної мобільності капіталу, які охоплювали б усі характеристики відкритості, складно. Це зумовлено відсутністю належних методик вимірювання фінансової відкритості, спричиненою інформаційними і методологічними проблемами, а також різноманітністю міжнародних потоків капіталу, які детермінуються різними чинниками. Спектр досліджень, які торкаються проблем оцінювання фінансової відкритості, можна умовно поділити на дві групи. У межах першої групи основна увага приділяється капітальному контролю, ідентифікації та аналізу регуляторних і податкових бар'єрів на шляху руху капіталу. Інша група зосереджується на дослідженні міжнародної фінансової інтеграції, фактично аналізуючи економічні наслідки регуляторних та економічних бар'єрів.

3.1.2. ВИМІРЮВАННЯ РЕГУЛЯТОРНОЇ ФІНАНСОВОЇ ВІДКРИТОСТІ

Головне обмеження при оцінюванні регуляторної фінансової відкритості – відсутність надійного показника лібералізованості рахунку капіталу. Інформація щодо конкретних контролюючих заходів над рухом капіталу з боку окремих країн зазвичай базується на показниках контролю, котрі публікуються МВФ у "Річному звіті по валютних угодах і валютних обмеженнях" ("Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions" – AREAER). Тривалий час цей звіт надавав лише загальну класифікацію двох типів режиму рахунків руху капіталу: *режим без контролю*, тобто повна лібералізація руху капіталу; *режим контролю*, який включав як незначні обмеження, так і повну заборону угод, пов'язаних з рухом капіталу. Власне кажучи, оцінка МВФ контролю над рухом капіталу має розглядатися як перший індикатор регуляторної фінансової відкритості. Його обмеженістю є висока узагальненість: фактично надавалась єдина змінна – існують обмеження чи ні. До того ж цей індикатор не відрізняв контролю над припливом капіталу від контролю над його відтоком. Деякі дослідження намагалися поліпшити міру регуляторної фінансової відкритості, розробляючи на основі даних МВФ власні показники. Як приклад, можна навести роботу Д. Квінна [564], який, вивчаючи зміни в міжнародному фінансовому регулюванні, визначав розмір офіційних обмежень на приплив і відтік капіталу для окремих років (1958, 1973, 1982, 1988 рр.), базуючись на даних МВФ.

Структурні зміни в оцінюванні МВФ офіційних обмежень на рух капіталу (1996 р.) дозволили більш детально аналізувати регуляторну фінансову відкритість. Нові показники оцінюють обмеження по рахунках руху капіталу за тринадцятьма окремими типами трансакцій: цінні папери ринку капіталу; інструменти грошового ринку; колективні інвестиційні гарантії; деривативи й інші інструменти; комерційні кредити; фінансові кредити; гарантії, поручительства і засоби фінансової підтримки; прямі інвестиції; ліквідація прямих інвестицій; угоди з нерухомістю; рух особистого капіталу. Крім того, окремо надається інформація щодо обмежень, які існують на приплив і на відтік капіталу. Незважаючи на досить істотний спектр оцінюваних операцій, даний показник тим не менше залишається недосконалим. Проблема поля-

гає в тому, що не всі види міжнародних угод підлягають усім видам контролю, а більшість застосовуваних країнами обмежувальних заходів спрямовані або на стимулювання, або на обмеження певних видів діяльності в національній економіці. Діапазон існуючих видів контролю широкий: від прямих кількісних обмежень на певні фінансові операції до непрямих заходів на зразок податкових відрахувань або резервних вимог до зовнішніх активів і зобов'язань. Контроль може застосовуватися як до фінансових трансакцій, так і до трансфертів коштів, пов'язаних з фінансовими операціями або з власне підприємницькою діяльністю. Це означає, що будь-який ефективний спосіб вимірювання фінансової відкритості має враховувати інтенсивність обмежень, відмінності між жорсткістю контролю і типами трансакцій [26, с. 184]. Тому поява більш докладної інформації з національного контролю за рухом капіталу викликала численні спроби удосконалити оцінювання регуляторної фінансової відкритості.

Альтернативний підхід зосереджує увагу на вужчих аспектах регуляторної відкритості – обмеженнях на іноземну участь у внутрішніх ринках цінних паперів. Його репрезентують показники оцінювання інвестиційного клімату, розроблені Міжнародною фінансовою корпорацією та Standard & Poor's [367; 368; 642], які оцінюють наявність і тип обмежень на входження на ринок і обмежень на репатріацію капіталу і доходу від капіталу. Подібна методологія оцінювання відкритості застосовується й окремими економістами. До такого роду робіт слід віднести працю Х. Едісона і Ф. Варнока [357], які досліджують контроль над рухом капіталу, виходячи з обмежень на володіння акціями. У них мірою контролю за рухом капіталу виступають обмеження на доступ до портфеля акцій. Аналогічним чином Р. Левін і С. Зервос [499] конструюють індикатори обмежень на угоди іноземців з акціями. На відміну від підходу МВФ, таке оцінювання відкритості, з одного боку, є ширшим, визначаючи інтенсивність регуляторних обмежень на рух акціонерного капіталу, з іншого – має обмежене застосування, оскільки обмеження визначаються виключно для ринків, що виникають, і лише для обмеженої їх частини. Слід звернути увагу, що фактично в таких дослідженнях оцінюється ступінь зовнішньої фінансової лібералізації внутрішніх фондових ринків, а не руху міжнародних потоків капіталу.

Паралельний напрямок оцінювання регуляторної фінансової відкритості уособлює індексний метод⁹⁸, що базується на дезагрегованій класифікації офіційних обмежень *AREAER* або власних критеріях дослідників [458]. На сьогодні це найбільш продуктивний підхід, в межах якого можливо тією або іншою мірою оцінювати інтенсивність обмежень і безперервність лібералізації. Він дозволяє дослідити світові тенденції лібералізації рахунку капіталу.

Найповнішу інформацію щодо характеристик регуляторної фінансової відкритості країн світу надають два індекси. Розгорнутий спосіб вимірювання регуляторної фінансової відкритості запропонований фахівцями Світового банку, які розробили *індекс фінансової відкритості*, що ґрунтується на аналізі зв'язку між типами контролю і трансакцій [26, с. 297–306]. Він побудований на основі кодувальної методології і є складеним індексом правил, інструкцій та адміністративних процедур, що впливають на потоки капіталу, враховані в поточних і капітальних рахунках платіжних балансів 96 країн світу. Його перевага – широта охоплення фінансових трансакцій: індекс оцінює рівень лібералізації руху капіталу, експорту та імпорту товарів і послуг, невидимих трансакцій і поточних трансфертів, оцінюючи характер існуючих обмежень на 27 видів трансакцій, пов'язаних з рухом капіталу. Критерієм фінансової відкритості є оцінка законів і норм, що накладають кількісні та інші регуляторні обмеження на конкретну операцію, такі як ліцензування або вимоги щодо резервування. Цей індекс розраховується на основі оцінювання ступеня регулювання припливу і відтоку капіталу. В основі вимірювання фінансової відкритості – п'ятирична шкала, а оцінки знаходяться в діапазоні від 0 до 2 для кожного пункту: чим вищу оцінку має країна, тим більш фінансово відкритою вона вважається: "0" означає високий ступінь регулювання, а "2" – високий ступінь лібералізації. Як показує дане дослідження, індекс фінансової відкритості варіює від найнижчого значення в Ефіопії (1,12) до найвищого – в Ірландії і Люксембургу (1,93). У цілому ж наприкінці 90-х рр. 46 країн класифікувалися як відкриті, 10 – як напіввідкриті, 11 – як переважно закриті. Серед найбільш фінансово

⁹⁸ Одні з перших індексів – індекс обмежень по рахунках руху капіталу, розроблений В. Грілі і Ж. Мілесі-Феретті і пізніше удосконалений А. Моді і А. Маршидом, та індекси Б. Джонстона і Н. Тамарісі [419; 451; 526; 631; 632].

відкритих економік – і розвинені країни (Канада, Данія, США, Велика Британія, Австрія, Японія, Франція, Німеччина), і такі, що розвиваються (Аргентина, Бахрейн, Сальвадор, Єгипет, Перу). Серед країн з перехідною економікою найбільш відкритими були Естонія і Латвія, зі ступенем відкритості, що відповідає рівню зрілих ринків. До найменш відкритих належала Україна (табл. 3.1).

Таблиця 3.1. Індекс фінансової відкритості перехідних економік [26, с. 299–301]

Відкриті країни		Переважаючо відкриті країни		Частково закриті країни	
Країна	Індекс	Країна	Індекс	Країна	Індекс
Естонія	1,88	Хорватія	1,54	Болгарія	1,46
Латвія	1,88	Польща	1,54	Молдова	1,46
Литва	1,85	Словаччина	1,58	Росія	1,43
		Словенія	1,50	Румунія	1,48
				Угорщина	1,49
				Чехія	1,48
				Україна	1,36

Серед найбільш повних за охопленням – *індекс мобільності капіталу*, введений С. Едвардсом [359; 360]. Він є удосконаленням альтернативних індексів і базується на новій інформації по багатьох країнах. Індекс містить широкий набір змінних, серед яких відкритість, що визначається імпортними тарифами; масштаб торговельної відкритості, що визначається сумою імпорту та експорту щодо ВВП; міра відкритості, отримана на основі гравітаційної моделі торгівлі і ВВП на душу населення тощо. Він покриває період 1970–2000 рр. і містить дані по 163 країнах світу (не за кожний рік). Перевага індексу – він дозволяє проаналізувати динаміку обмежень руху капіталу, оскільки одиницею аналізу є результати по країні за рік. Однак цей індекс має певні недоліки, зокрема, чітко не розмежовує обмеження на приплив капіталу та обмеження на його відтік. Індекс мобільності капіталу має шкалу від 0 до 100, де більші цифри означають вищий рівень мобільності капіталу; а 100 – вільну мобільність капіталу. Залежно від масштабу мобільності капіталу країни поділяються на три рівноцінні групи, означені як "висока мобільність" (середнє значення індексу 82,5), "середня мобільність", "низька мобільність" (середнє значення індексу 30,0). Аналіз еволюції обмежень на

руху капіталу згідно з цим індексом, підтверджує значне зростання ступеня міжнародної мобільності капіталу в останні десятиріччя [360, р. 4–6, 18–19]. У 1970 р. про низьку мобільність капіталу свідчать 44 % спостережень, про високу – 30 %. У 2000 р. 24 % результатів говорять про низьку, а 52 % – про високу мобільність капіталу. При цьому виокремлюється дві групи країн з крайніми розподілами – дуже високою і дуже низькою мобільністю капіталу. Вони охоплюють країни зі значенням індексу, відповідно, рівним або вищим за 87,5 (дуже висока) і нижчим або рівним 12,5 (дуже низька). За даними С. Едвардса, кількість країн з дуже високою мобільністю капіталу зростала кожного десятиріччя, а кількість країн з дуже низькою мобільністю зменшувалась, і впродовж 1990–2000 рр. не було жодної країни зі значенням індексу нижчим за 12,5. Вільну мобільність капіталу мають 10 країн – Велика Британія, Гватемала, Гонконг (Китай), Данія, Канада, Нідерланди, Німеччина, Норвегія, США і Швейцарія.

Динаміка індексу свідчить, що фінансова відкритість має різні характеристики в різних регіонах. У середньому розвинені країни мали більший прогрес у русі до вищої мобільності капіталу, а процес відкритості відбувався відносно плавно. Регіон Середнього Сходу і Північної Африки зазнав помірної лібералізації руху капіталу. Натомість у країнах Латинської Америки ситуація зовсім інша. Цей регіон мав суворіше обмеження на рух капіталу протягом 70–80-х рр., зростання мобільності капіталу відбулося лише у 90-х рр. В Азії мобільність капіталу зросла на початку 90-х рр., однак, після кризи 1997 р. був різко введений контроль. Лише його поступове скасування в подальшому сприяло певному зростанню мобільності капіталу. Східна Європа постає як окремий випадок "історії" фінансової відкритості. Це регіон, де відбувся найбільший явний стрибок у ступені мобільності капіталу, а чотири перехідні економіки належать до групи країн з дуже високою мобільністю капіталу – Естонія, Латвія, Литва і Киргизія (індекс становить 87,5 для 1990–2000 рр.).

Дані щодо фінансової відкритості, отримані на основі дослідження контролю над рухом капіталу, слід інтерпретувати обережно. Незважаючи на великий спектр робіт, присвячених капітальному контролю і лібералізації міжнародних потоків капіталу⁹⁹,

⁹⁹Серед відомих робіт, присвячених визначенню ступеня мобільності капіталу, такі: [303; 355; 469; 519; 563].

про всебічну і точну оцінку різних аспектів регуляторної фінансової відкритості говорити не можна. Перевага існуючих вимірювань регуляторної відкритості – безпосереднє оцінювання офіційних бар'єрів на шляху руху капіталу. Загальний недолік спричинений складнощами у точному вимірюванні як величини, так і ефективності таких обмежень. Це пояснюється кількома обставинами [393, р. 9; 458, р. 7]. По-перше, відсутність достовірної оцінки ступеня інтенсивності лібералізації/контролю руху капіталу не дозволяє точно визначити ступінь фінансової відкритості. Оскільки послаблення контролю відбувається поступово, то інформація щодо розміру обмежень по потоках капіталу в разі, коли індикатори лише оцінюють, мала місце лібералізація чи ні, втрачається. По-друге, лібералізація руху капіталу часто аналізується як безперервний процес, тоді як досвід багатьох країн демонструє скасування лібералізаційних заходів – особливо через валютні кризи. Як наслідок, не враховується, що фінансова відкритість може значно змінюватися в часі. В окремих дослідженнях розглядаються різні періоди для отримання інформації щодо динаміки фінансової лібералізації. Порівняння різних періодів може показати ознаки довготермінових змін, однак, такий спосіб теж не дає можливості визначити зміну ступеня фінансової відкритості, яка може змінюватися кілька разів і мати високий рівень нестабільності. По-третє, враховуючи частоту інформації, що повідомляється в *AREAER*, дезагреговані індекси не в змозі точно відстежити тимчасові зміни параметрів контролю за рухом капіталу. Зрештою, ефективність контролю капіталу залежить від готовності і здатності держави примусити виконувати його. Очевидно, що цей аспект регуляторної відкритості складно врахувати при конструюванні індексів.

У даному контексті виникає принаймні дві додаткові проблеми. *Перше* – аналіз показує, що найчастіше в межах регуляторного підходу оцінюється лібералізація руху капіталу, а фінансові послуги не розглядаються. Це пояснюється тим, що торгівля фінансовими послугами, як і послугами взагалі, є категорією поточного рахунку платіжного балансу. За методологією МВФ за поточним рахунком визначається фактично один вид обмежень з міжнародної торгівлі фінансовими послугами – обмеження на платежі і фінансові перекази по таких послугах. Відповідно до статті VIII Статей Угоди МВФ (зобов'язання щодо конвертованості за поточним рахунком), жоден член не повинен, без узго-

дження з Фондом, вводити обмеження по платежах і переказах за поточними міжнародними угодами. Зобов'язання ГАТС щодо лібералізації торгівлі фінансовими послугами мають ширше охоплення [541]. Вони спрямовані на усунення обмежень, які дискримінують національних та іноземних постачальників фінансових послуг. Обмеження за платежами і поточними переказами лише один і, ймовірно, не найважливіший вид таких обмежень. Інші типові обмеження включають бар'єри щодо входження на ринок – обмеження на обсяг фінансових послуг, іноземну участь в акціонерному капіталі, тип юридичної особи, яка може надавати фінансові послуги, обмеження права резидентів купувати фінансові послуги за кордоном тощо. Важливо відмітити, попри те, що вимог статті VIII дотримуються усі країни-члени МВФ, багато які з них водночас здійснюють значний регулювальний контроль ринку фінансових послуг. Візьмемо для прикладу країни ЄС. Обмеження на доступ до ринку стосовно транскордонного постачання і споживання за кордоном банківських та інших фінансових послуг (крім страхування) застосовують Бельгія, Італія, Ірландія (транскордонне постачання), а також Німеччина, Фінляндія, Греція і Велика Британія (споживання за кордоном). Обмеження щодо національного режиму стосовно комерційної присутності банків встановлені Італією (іноземним посередникам заборонено надавати інвестиційні послуги), Францією (вимога про достатню присутність для управління випусками фінансових інструментів, деномінованих у місцевій валюті), Швецією (вимога шведської резидентності засновників фінансових установ). Обмеження доступу до ринку фінансових послуг, пов'язаних з операціями з цінними паперами в ЄС, закріплені у Директиві про колективні інвестиційні зобов'язання (UCITS). Лише чотири країни-члени не встановили жодних індивідуальних обмежень доступу до ринку фінансових послуг. Данія, Бельгія та Іспанія надають дозвіл на торгівлю цінними паперами лише компаніям, що зареєстровані як юридичні особи на території цих країн. Бельгія вимагає спеціальної ліцензії на придбання іноземцями бельгійських цінних паперів на конкурсній основі, а Швеція обмежує комерційну присутність банків і представництв банків тощо [48, с. 121–123]. З огляду на це, зрозуміло, що без урахування рівня лібералізації міжнародної торгівлі фінансовими послугами будь-який індикатор регуляторної фінансової відкритості буде обмеженим.

Друге – регуляторна оцінка фінансової відкритості не відповідає повною мірою теоретичній концепції відкритості. Скажімо, для ринків фінансових інструментів з фіксованим доходом вільна мобільність капіталу виступає як відсутність можливостей перехресного арбітражу – так що спрацьовує закон єдиної ціни. По суті, це передбачає не тільки відсутність бар'єрів для руху капіталу, але й те, що інвестори будуть здійснювати угоди з капіталом, щоб виключити можливість арбітражу [393, р. 11]. Адже, згідно з теорією, арбітражна діяльність триває доти, доки арбітражні можливості не будуть істотно скорочені або вичерпані. Для ринків акцій визначити міру фінансової відкритості ще складніше, оскільки існує проблема так званої "внутрішньої схильності", коли інвестори прагнуть купувати акції власної країни, а не іноземні. Тенденція "внутрішньої схильності" передбачає, що усунення бар'єрів для потоків капіталу, таких як контроль над рухом капіталу і трансакційні витрати, не обов'язково приведе до зростання транскордонних фінансових потоків. Іншими словами, і в першому, і в другому випадках для визначення фінансової відкритості має бути врахований фактичний рух капіталу через кордон.

Отже, незважаючи на те, що сучасні міри регуляторної фінансової відкритості значно досконаліші за ті, що існували раніше, кожна з них може критикуватися як така, що не повно характеризує міжнародні відмінності у бар'єрах для фінансових угод і фактичні міжнародні потоки капіталу. Це актуалізує потребу в більш адекватному оцінюванні фінансової відкритості з урахуванням конкретних економічних показників, які відображають ступінь зв'язку національної фінансової системи зі світовим фінансовим середовищем.

3.1.3. ОЦІНКА ІНТЕГРАЦІЙНОЇ ФІНАНСОВОЇ ВІДКРИТОСТІ

Умова Філдстейна–Хоріюки. Оцінювання ступеня відкритості національних фінансових систем на основі спостереження за окремими економічними змінними обмежене дослідженнями, присвяченими міжнародній фінансовій інтеграції. Історично перший підхід, застосований М. Філдстейном і Ч. Хоріюкою [380], базується на аналізі співвідношення внутрішньої норми інвестицій і внутрішньої норми заощаджень.

Відповідно до умови Філдстейна – Хоріюки, при високій фінансовій інтеграції національні заощадження не впливають на внутрішні інвестиції. Взаємозв'язок заощадження–інвестиції розглядається на основі відомої взаємозалежності між національними заощадженнями ($S = S_p + S_g$), інвестиціями (I) і поточним рахунком (CA): $CA = S - I$, шляхом оцінки кореляції між нормами заощаджень (S/Y) та інвестицій (I/Y) за рівнянням

$$\left(\frac{I}{Y}\right)_i = a - b\left(\frac{S}{Y}\right)_i + \varepsilon_i.$$

Вихідна аргументація така. За умов вільної мобільності капіталу внутрішня норма інвестицій може значно відхилитися від внутрішньої норми заощаджень, а національні заощадження та інвестиції можуть змінюватися незалежно одне від одного. Причина – національні заощадження можуть вільно розміщуватися на світових ринках капіталу, орієнтуючись на найбільш продуктивне використання, в той час як внутрішні інвестиції не обмежені національними заощадженнями, оскільки для їх фінансування можуть бути використані заощадження інших країн. У такому разі відсутній й ефект витіснення: будь-яке зростання внутрішньої відсоткової ставки стимулює приплив зовнішнього фінансування (міжнародних заощаджень). І навпаки, високий ступінь кореляції між нормою заощаджень і нормою інвестицій є свідченням недостатнього розміру міжнародної торгівлі фінансовими активами і низької мобільності капіталу, залежності рівня внутрішнього інвестування від рівня національних заощаджень.

Перевіряючи дану гіпотезу на прикладі розвинених країн у 1960–1979 рр. (21 країна ОЕСР для періоду 1960–1974 рр. і 17 країн для періоду 1975–1979 рр.), М. Філдстейн і Ч. Хоріюка встановили, що між національними заощадженнями і внутрішнім інвестуванням існує тісний позитивний зв'язок (0,75). При цьому коливання внутрішньої норми заощаджень пов'язані з коливанням внутрішніх інвестицій, а не з балансом поточних операцій, що на їхню думку, доводить відсутність досконалої мобільності капіталу, отже, зростаючої фінансової інтеграції між країнами.

Висновки М. Філдстейна і Ч. Хоріюки викликали багато досліджень, присвячених перевірці і можливого поясненню отрима-

них результатів [219; 438; 637; 674]. Вони підтвердили певну залежність між національними заощадженнями та інвестиціями, але й привернули увагу до інших пояснень існуючого взаємозв'язку. Національні заощадження та інвестиції можуть змінюватися разом під дією спільних факторів. Так, швидке економічне зростання або шоки продуктивності збільшують водночас і норму заощаджень, і норму інвестицій в країні. Така кореляція може бути спричинена також макроекономічною політикою держави, спрямованою на ліквідацію значної незбалансованості рахунку поточних операцій. Ще однією причиною кореляції може бути обмеженість реальної інтеграції, істотні тарифні і нетарифні обмеження на вільний рух товарів. Звідси впливає основний недолік аргументації М. Філдстейна і Ч. Хоріоки: тісна кореляція між національними заощадженнями і внутрішніми інвестиціями не завжди є показовим індикатором ступеня фінансової інтегрованості країни. Візьмемо для прикладу ЄВС, де спостерігається висока кореляція між заощадженнями та інвестиціями. Разом з тим у зоні євро національні фінансові ринки найбільш інтегровані між собою, ніж будь-де, отже, існуючий тут взаємозв'язок інвестиції–заощадження відбиває не низький ступінь мобільності капіталу між країнами євросони, а скоріш за все перерозподіл коштів через бюджет ЄС. Більш того, навіть відсутність кореляції може свідчити не стільки про фінансову інтеграцію, скільки про проблему подвійного дефіциту в країні: дефіцит поточного рахунку і великий дефіцит державного бюджету, який фінансується за рахунок зовнішніх запозичень, як, наприклад, це відбувалося у США 80–90-х рр. або в Україні 90-х рр. XX ст. Але якщо у США за лібералізованих рахунків руху капіталу це виявилось у припливі приватного іноземного капіталу до країни і відповідному зростанні рівня фінансової інтегрованості її внутрішніх ринків з міжнародними, то в Україні наслідком стало накопичення зовнішнього державного боргу на тлі істотних обмежень на міжнародні операції з фінансовими активами для резидентів. Тому визначення фінансової відкритості на основі даного методу не можна вважати цілком достовірним, хоч він продовжує використовуватися для аналізу інтеграції [338, р. 6–15; 402; 435]. Дослідження вказують на зростання фінансової інтегрованості світу: кореляція між нормами заощаджень та інвестицій у кожному регіоні знизилася із середньої позначки 0,6 у 1970–1996 рр. до 0,4 у 1997–2004 рр. [568, р. 8–9].

Цінові міри фінансової відкритості. Альтернативний спосіб оцінювання фінансової відкритості – ціновий вимір міжнародної фінансової інтеграції, що базується на дослідженні відсоткових ставок і цін на фінансові активи. На сьогодні це найбільш розповсюджений аналітичний підхід до визначення рівня фінансової відкритості. Його теоретична основа – концепція паритету відсоткових ставок (ПВС) і модель оцінки капітальних активів (CAPM). Визначення міжнародної фінансової інтеграції на основі концепції ПВС поширене в літературі з міжнародної макроекономіки, на основі CAPM – у літературі з міжнародних фінансів.

Концепція ПВС зазвичай застосовується для оцінювання фінансової інтеграції ринків фінансових інструментів з фіксованим доходом – ощадних і термінових рахунків, депозитних сертифікатів, комерційних векселів, облігацій тощо. Згідно з цією концепцією, за відсутності бар'єрів для міжнародної торгівлі фінансовими активами і повній визначеності щодо майбутнього, очікувана доходність еквівалентних фінансових активів у будь-яких двох валютах, виміряна в одній і тій самій валюті, має задовольняти умовам ПВС. За таких умов не існує ні надлишкового попиту, ні надлишкової пропозиції жодного з фінансових активів, а для інвесторів не має значення, в активи якої країни розміщувати свої заощадження. Фактичну реалізацію умов ПВС забезпечує міжнародний арбітраж, який вирівнює попит і пропозицію фінансових активів і через це сприяє усуненню відмінностей між відсотковими ставками на різних ринках. Якщо з будь-якої причини спостерігається відхилення від паритету, капітал спрямовується туди, де відсоткові ставки вищі. Логіка поведінки інвесторів визначається не лише рівнем відсоткових ставок, а й очікуваною зміною валютного курсу. Якщо, приміром, у країні А доходність облігацій становить 5 %, а в країні В – 10 %, то капітал рухатиметься з країни А до країни В за умови, що очікуваний рівень знецінення національної валюти країни В не перевищуватиме 5 %. У протилежному випадку міжнародний фінансовий потік спрямовуватиметься в інший бік. Завдяки міжнародному переміщенню капіталу доходність фінансових активів різних країн, виражена у одній валюті, вирівнюється. Відтак, виконання умов ПВС – свідчення повної фінансової інтеграції, тоді як тривалі відхилення від цих умов говорять про істотні бар'єри на шляху руху капіталу, через

що інвестори не здатні використовувати розбіжності у відсоткових ставках для отримання прибутку.

Для дослідження фінансової інтеграції використовуються концепції і покритого, і непокритого відсоткового паритету. При покритому відсотковому арбітражі інвестори використовують форвардні контракти (покривають свою валютну позицію), і таким чином уникають ризику, пов'язаного зі зміною валютних курсів. Оскільки в такому разі виключається ризик, зумовлений динамікою валютних курсів, то доходність фінансових активів не включає і премію за валютний ризик. Покритий відсотковий паритет визначається за формулою

$$i_{i,t}^{t+k} = i_{w,t}^{t+k} + (f_t^{t+k} - s_t).$$

Непокритий відсотковий паритет описується так:

$$i_{i,t}^{t+k} = i_{w,t}^{t+k} + E_t(\Delta S_t^{t+k}) = \left[i_{w,t}^{t+k} + (f_t^{t+k} - s_t) \right] + \left[E_t(\Delta S_t^{t+k}) - (f_t^{t+k} - s_t) \right],$$

де i – номінальна відсоткова ставка; f – форвардна ставка; s – ставка спот; E – валютний курс. Непокритий відсотковий паритет є ширшим визначенням фінансової інтеграції, ніж покритий: він вимірює не лише країнову премію, тобто прямі бар'єри для руху капіталу (які визначаються формулою покритого відсоткового арбітражу), але і премію за валютний ризик (другий вираз у квадратних дужках у формулі непокритого відсоткового арбітражу) [393, р. 8]. Таким чином, він оцінює два типи перешкод фінансовій інтеграції – ризик зміни валютних курсів і ризик введення країною обмежень на рух капіталу.

CAPM, точніше її модифікований варіант – так звана багатокраїнова модель оцінки капітальних активів Б. Солніка [618, р. 139–173], використовується для оцінювання фінансової інтегрованості ринків акцій і пов'язаних з ними активів. Згідно з класичною CAPM, за умов ринкової рівноваги доходність оптимального індивідуального портфеля визначається безризиковою ставкою доходності і премією за ризик. Остання залежить від ризику індивідуального портфеля проти ринкового портфеля і визначається на основі коефіцієнта β , який показує міру ризику (міру коваріації) – чутливість доходності індивідуального портфеля до

змін доходності ринкового портфеля. CAPM, яка застосовується для дослідження фінансової інтеграції, має вигляд

$$E_{t-1}(r_{i,t}) = \lambda_w \beta_{iw} + \lambda_d \beta_{id},$$

де $r_{i,t}$ – надлишкова (щодо безризикової) доходність індивідуального i -портфеля; λ – премія за ринковий ризик; β_{id} – ризик індивідуального i -портфеля відносно національного ринкового портфеля d ; β_{iw} – ризик i -портфеля відносно світового (глобального) ринкового портфеля w . Світовий коефіцієнт β_{iw} по індивідуальному портфелю відображає змінюваність доходності i -портфеля порівняно зі світовим ринковим індексом. Він залежить як від умов на національному ринку ($\text{var}_{t-1}[r_{i,t}]$), так і від чутливості внутрішніх факторів до факторів, що діють на міжнародному ринку ($\text{cov}_{t-1}[r_{i,t}, r_{w,t}]$), і визначається за формулою

$$\beta_{iw} = \text{cov}_{t-1}[r_{i,t}, r_{w,t}] / \text{var}_{t-1}[r_{i,t}].$$

Аналогічним чином визначається і ризик внутрішнього (національного) ринкового портфеля d , тобто β_{dw} , щодо світового ринкового портфеля.

Оскільки очікувана доходність кожного індивідуального портфеля залежить від світового коефіцієнта β_{iw} і внутрішнього коефіцієнта β_{id} , на доходність кожного такого портфеля впливають фактори і внутрішнього, і світового ринків. Чутливість країни до світових факторів пов'язана з дією таких чинників, як зовнішня торгівля, міжнародні потоки капіталу, характер національної ГВП і валютної політики, ступінь регулювання економіки. Відповідно, і ризик інвестування на національному ринку має дві складові: 1) ризик, спричинений дією світових факторів β_{iw} ; 2) ризик, який є специфічним для кожної окремої країни β_{id} .

Саме параметри β_{iw} та β_{id} представляють міру інтеграції фінансових ринків. Зокрема, нульова гіпотеза повної фінансової інтеграції вимагає, щоб $\lambda_d = 0$, тобто за вільного міжнародного руху капіталу індивідуальний i -портфель оцінюється виключно щодо глобального ринкового портфеля w . Таким чином, основним припущенням CAPM є таке: за повної інтеграції фінансових

ринків очікувана індивідуальна доходність фінансових інвестицій залежить лише від недиверсифікованих міжнародних факторів, тобто очікувана доходність по всіх інвестиціях визначається недиверсифікованим ризиком по кожному цінному паперу у світовому ринковому портфелі. І навпаки, в умовах сегментованих ринків курси цінних паперів та їх середня очікувана доходність визначаються недиверсифікованим ризиком кожного цінного папера у відповідному національному портфелі.

Для емпіричного оцінювання фінансової інтеграції на основі цих теоретичних концепцій розроблено багато економетричних методологій. Найчастіше вимірювання інтеграційної фінансової відкритості на основі цінних показників включає:

- оцінювання ступеня кореляції доходності фінансових активів;
- оцінювання факторів, які впливають на доходність фінансових активів.

Динаміка кореляції доходності фінансових активів. Один із найпростіших цінних індикаторів фінансової відкритості – оцінка міри залежності між оншорними і офшорними відсотковими ставками на аналогічні фінансові інструменти, деноміновані в одній валюті. Наприклад, співвідношення між відсотковими ставками на доларові депозити на внутрішньому ринку США і відсотковими ставками на євродоларові депозити з однаковим часовим горизонтом.

З допущення про ПВС випливає, що за умов вільної мобільності капіталу в жодній відкритій економіці реальні відсоткові ставки не можуть протягом тривалого часу відхилятися від рівня міжнародних ставок. Якщо економіка країни відкрита, а мобільність капіталу висока, то за рахунок міжнародних арбітражних операцій відбувається вирівнювання офшорних і оншорних відсоткових ставок: вони змінюються разом і не надто відрізняються між собою (з урахуванням корекції на обов'язкове резервування на внутрішньому ринку). Значна різниця між ними – свідчення низького ступеня фінансової інтегрованості. Дослідження впливу контролю над капіталом на відсоткові ставки [348, р. 370–384; 399, р. 13; 404, р. 19–38; 630, р. 223–241] показують, що ще у 70–80-х рр. XX ст. в економіках з відкритими ринками (США, Німеччина, Нідерланди, Японія) існувала близька відповідність між офшорними і оншорними ставками, і вона швидко зростала для тих країн, які скасовували обмеження на рух капіталу. А вже у 80-х рр. усі без винятку внутрішні ринки, в національній валюті

яких деномінувалися єврооблігації, і ринки єврооблігацій у відповідних валютах (долар США, швейцарський франк, німецька марка, фунт стерлінгів, голландський гульден, японська єна) демонстрували високий ступінь позитивної кореляції. Так, для ринків державних облігацій США і євродоларових облігацій кореляція становила 0,84 [305, р. 5–6]. Ця тенденція зберігається до сьогодні.

Слід зазначити, однак, що в даному разі може спрацьовувати ефект механізму формування офшорних ставок. За своєю природою офшорні ставки в тенденції визначаються відсотковими ставками на аналогічні боргові інструменти на ринках тих країн, у валюті яких здійснюється емісія. Іншими словами, доходність по євроінструментах відповідає доходності на аналогічні національні інструменти, деноміновані в цій же валюті. Проте повної відповідності між офшорними і оншорними ставками немає. Існуюча різниця може бути зумовлена різними причинами, а не лише обмеженнями на рух капіталу. Ці ставки можуть відрізнятися через різну міжнародну кредитоспроможність позичальників внутрішнього ринку і євrorинку, динаміку відсоткових ставок за глобальними облігаціями, які забезпечують базове співвідношення для визначення цін на єврооблігації, зрештою, на динаміку офшорних ставок, визначених в одній валюті, може впливати зміна відсоткових ставок, визначених в іншій валюті.

Подібний, але більш достовірний метод оцінювання фінансової відкритості – порівняння доходності еквівалентних активів, виражених у різних валютах, зокрема, оцінка кореляції відсоткових ставок і доходності акцій різних країн. В умовах сегментованості фінансових ринків відсоткові ставки в кожній країні визначаються незалежно і змінюються під дією внутрішньоекономічних факторів. Специфіка функціонування національних економік (ефективність засобів виробництва, рівень невизначеності доходності на вкладений капітал, макроекономічна динаміка, різні інвестиційні уподобання і схильність інвесторів до ризику) безупинно відтворює розбіжності між відсотковими ставками різних країн. У результаті, при частковій мобільності міжнародних капіталів еквівалентні національні фінансові активи не еквівалентні за рівнем ліквідності і доходності.

При досконалій мобільності капіталів арбітражні інвестори мають можливість на власний вибір і майже миттєво інвестувати у фінансові активи будь-якої країни в будь-якій кількості і з низьки-

ми трансакційними витратами. Якщо інвестори повною мірою використовують світові інвестиційні можливості, то, викликані розходженнями у відсоткових ставках і ціною маржею, міжнародні переміщення капіталів – під дією закону єдиної ціни – ведуть до зближення цін і відсоткових ставок на фінансові інструменти, що випускаються на ідентичних умовах. Таким чином, за допомогою арбітражних операцій, по-перше, утримується порівняно вузький діапазон розходження цін на еквівалентні активи на різних ринках. Чим менші трансакційні витрати, тим вузьчий спред. По-друге, вирівнювання доходності фінансових інструментів супроводжується формуванням позитивного взаємозв'язку між рухом доходності ідентичних національних фінансових активів, рівень якої починає змінюватися одночасно і однонаправлено. Як наслідок, повна фінансова інтеграція має сполучатися з досконалою замінюваністю еквівалентних фінансових активів різних країн.

Вимірювання фінансової відкритості на основі оцінки доходності показує, що повного вирівнювання доходності і досконалої взаємної замінюваності фінансових активів, навіть у розвинених країнах, немає. Втім, упродовж останніх десятиліть спостерігаються істотні зміни в рівні міжнародної фінансової інтегрованості, якщо останню оцінювати за ступенем кореляції доходності. У 50–70-х рр. зберігалися значні розбіжності в ставках доходності на еквівалентні фінансові активи різних країн. Аналізуючи динаміку доходності акцій 28 розвинених країн і країн, що розвиваються, з 1951 р. по 1967 р., Х. Леві і М. Сарнат з'ясували, що в цей час кореляція доходності часто була низькою або негативною. Виняток – відносно вища кореляція між ринками акцій США і країн Спільного ринку й Канади [500, р. 673–675]. Низький рівень фінансової інтегрованості в цей час підтверджується й іншими емпіричними дослідженнями, згідно з якими коефіцієнти кореляції між американським та іншими національними фондовими ринками були значно менші за 1. Як засвідчують Р. Ібботсон, А. Карр і А. Робінсон, у період з 1960 по 1980 рр. австрійські та іспанські акції мали негативну кореляцію з американськими акціями, а коефіцієнт кореляції американських і норвезьких акцій становив 0,01 [440]. Аналогічним чином дослідження доходності 349 акцій, що представляють 11 розвинених країн, показало, що середній коефіцієнт кореляції упродовж 1973–1983 рр. становив 0,234 [302]. Подібні результати були отримані і для національних рин-

ків облігацій, між якими спостерігалася або негативна (наприклад, для облігацій США та Італії у 1960–1980 рр.), або слабка (0,21–0,31 для періоду 1971–1984 рр.) кореляція, а довготермінові відсоткові ставки практично не узгоджувалися в часі. Ще менше були пов'язані спільною динамікою ринки акцій з ринками облігацій різних країн – коефіцієнт кореляції для них коливався на рівні 0,09–0,19 [305, р. 5; 440]. Кореляція між розвиненими ринками (США) і такими, що розвиваються, практично дорівнювала нулю [373; 374]. Ці характеристики кореляції доходності вказують, що фінансова відкритість у 50–70-х рр. була незначною.

Зростання фінансової інтегрованості розпочалося у 80-х рр. Але і в цей час кореляція доходності між ринками акцій і облігацій розвинених економік залишається низькою, хоч фінансові ринки окремих країн вже значно інтегровані між собою. Середній коефіцієнт для 6 розвинених економік (Австралія, Канада, Франція, Німеччина, Японія, Велика Британія) дорівнює 0,4 (облігації) – 0,52 (акції), в той час як для США і Канади коефіцієнт кореляції доходності високий – для акцій він становить 0,74, для облігацій – 0,82 [387, р. 30–31]. У цілому ступінь кореляції доходності активів, що представляють фінансові ринки різних країн, у 80-х рр. зберігався на низькому рівні, зростаючи лише під час ринкової нестабільності [538, р. 63–77]. Зовсім інші характеристики інтегрованості демонструють фінансові ринки кінця ХХ ст. – початку ХХІ ст. За розрахунками Р. Брукса і М. Дель-Негро, коефіцієнт кореляції доходності акцій на ринках США і ринках 22 інших розвинених країн зріс із відносно стабільного рівня, який становив 0,4 з середини 80-х до середини 90-х рр., до 0,9 у недавні часи [273, р. 3]. Отже, оцінювання фінансової відкритості через кореляцію доходності фінансових активів свідчить, що впродовж останніх 40–50 років фінансова інтегрованість національних економік утримувалася на відносно низькому усталеному рівні, який різко та істотно зріс наприкінці 90-х рр. ХХ ст.

За чітко вираженої тенденції до фінансової інтегрованості зв'язок транзитивних фінансових систем зі зрілими ринками характеризується певною сегментованістю. До 2000 р. ці економіки демонстрували слабкий спільний рух з розвиненими країнами, у тому числі фінансовими ринками ЄС. Як показали М. Рокінджер і Дж. Урга, ринки акцій Польщі, Чехії, Угорщини зазнавали найбільшого впливу з боку європейських ринків (британського і до

1995 р. німецького), на рух курсів російських акцій порівняно більше впливали події на ринках акцій США [589, р. 456–472]. Інтегрованість ринків акцій почала збільшуватися у процесі приєднання до ЄС: середні кореляції доходності фондових індексів зросли між всіма ринками. Проте ступінь інтегрованості був різним. Найбільш розвинені перехідні економіки (Чехія, Угорщина, Польща) демонструють сильний спільний рух між собою і з ринками зони євро. Серед менших країн, тільки Естонія показує зростання ступеня інтеграції як із цими країнами, так і з зоною євро [290, р. 18, 19, 25]. Для трансформаційних економік зберігається низька (іноді негативна) кореляція доходності національних облігацій з доходністю облігацій США або Німеччини (табл. 3.2). Це вказує на можливості вищої диверсифікації і меншу транскордонну синхронізацію потоків капіталу.

Таблиця 3.2. Кореляція доходності національних та іноземних облігацій (складено за [695])

Країни	Порівняння національних облігацій	2001	2002	2003	2004	2005
Болгарія	з облігаціями США	0.046	-0.035	0.239	0.365	-
"	з облігаціями Німеччини	0.099	-0.02	0.224	0.361	-
Угорщина	з облігаціями США	-0.078	0.137	0.012	-0.091	0.066
"	з облігаціями Німеччини	-0.032	0.096	0.054	0.023	0.025
Польща	з облігаціями США	0.119	0.180	0.084	0.033	0.113
"	з облігаціями Німеччини	0.116	0.044	0.12	0.142	0.07
Росія	з облігаціями США	0.071	-0.152	0.298	0.460	0.129
"	з облігаціями Німеччини	0.078	-0.108	0.319	0.26	0.071
Україна	з облігаціями США	0.002	0.107	0.111	0.399	0.279
"	з облігаціями Німеччини	0.125	0.032	0.144	0.202	0.098

Наскільки однозначно можна інтерпретувати зростання корельованості доходності фінансових активів різних країн? Фактично, коефіцієнт кореляції показує лише міру статистичного взаємозв'язку між двома змінними, але не може пояснити причини цього зв'язку або його змін. Наявність певного тренду в ступені кореляції доходності доводить, що між відсотковими ставками різних країн існує певна відповідність, отже зв'язок між ними не є випадковим. Разом з тим ця кореляція може бути результатом не лише зростання фінансової відкритості, а й впливу інших факто-

рів. Звернімо увагу – незважаючи на високий ступінь кореляції доходності наприкінці 90-х рр., різниця в доходності фінансових активів зберігається. Це відображається в різній доходності зовнішніх активів і зовнішніх зобов'язань¹⁰⁰. Зокрема, у США ставки доходності зовнішніх активів систематично перевищують доходність зовнішніх зобов'язань, внаслідок чого впродовж ряду років у США позиція по інвестиційних доходах (за платіжним балансом) залишалася позитивною навіть тоді, коли позиція по чистих іноземних активах була негативною. Цьому є принаймні кілька причин: наявність валютного ризику, зумовленого невизначеністю змін реальних валютних курсів; різний рівень безризикової відсоткової ставки, притаманний фінансовим системам різних країн; відмінності у ступені коваріації коливань обмінного курсу певної національної валюти і доходності фінансових активів; розбіжності в макроекономічних умовах країн (розмір державного боргу, рівень резервних активів центрального банку, рівень інфляції тощо); різний ступінь ризику неплатежу і ризику запровадження країною обмежень на відтік капіталу (додаткові податки, обмеження на обмін валюти чи репатріацію капіталу).

Істотну роль відіграють інституціональні чинники: розходження між країнами у принципах оподаткування, відмінності в бухгалтерському обліку, отже, у прозорості й порівнюваності фінансової інформації, різні моделі корпоративного управління, різниця в ліквідності та структурі національних фінансових ринків тощо. Навіть у єврозоні недостатня інтегрованість ринку приватних репо пояснюється такими обставинами, як різний ступінь ліквідності базових облігацій, недостатня гармонізація документації для угод репо, практичні труднощі у транскордонному управлінні і розрахунках із заставою (множинність національних систем розрахунків за цінними паперами), різний національний податковий режим для облігацій, неоднакова доступність застави в межах єврозони тощо [384, р. 7, 15; 444, р. 15–16; 641, р. 39]. Усунення технічних перешкод для фінансової інтеграції передбачає гармонізацію податків, регульованих і торговельних стандартів, що на практиці є ймовірним лише для невеликої кількості країн, насамперед, ЄС.

¹⁰⁰ Про поведінку ставок доходності див. [483; 485].

Проте найбільш важливим чинником існуючої розбіжності між доходностями фінансових активів різних країн виступає нестійкість валютних курсів, а валютний ризик до сьогодні залишається основною складовою ризиків, оцінюваних на міжнародних фінансових ринках. При неповній взаємній замінюваності активів міжнародна різниця у відсоткових ставках визначається фактично двома компонентами: очікуваним знеціненням валюти і премією за країновий ризик. На зрілих ринках більшість відхилень від непокритого ПВС виникає через премію за валютний ризик, тоді як країнова премія з часом зменшується або навіть зникає взагалі. Доказ цього – зникнення валютних ризиків зі створенням еврозони, яке привело до значного вирівнювання відсоткових ставок у країнах ЄВС, що виявилось у загальному звуженні транскордонних спредів на грошовому ринку і зменшенні цінової маржі для цінних паперів. Навпаки, для ринків, що формуються, мають значення і валютна, і країнова премії. Адже останнім притаманні валютна нестабільність, високий ступінь регулювання потоків капіталу і кредитний ризик.

Зміна ситуації на фінансових ринках з кінця 90-х рр. пояснюється різними причинами, і зростання фінансової інтегрованості – лише одна з них. Можливі чинники тенденції до спільного руху доходності національних фінансових активів – формування глобального фінансового циклу, схожість економічних структур, синхронізація індивідуальних бізнес-циклів різних країн, збільшення координації макроекономічної політики між країнами й інші спільні фактори, до яких чутлива доходність активів і внаслідок яких національні фінансові ринки почали рухатися разом. Так, оскільки доходність фінансових активів відображає динаміку бізнес-циклу, зрозуміло, що за умов синхронізації країнових бізнес-циклів відбуватиметься й синхронізація доходності національних фінансових активів¹⁰¹. Так само взаємозалежність монетарної політики розвинених країн спричиняє координацію відсоткової політики, наслідком чого стає узгодженість руху національних відсоткових ставок. Кореляція може вказувати на взаємозв'язок

¹⁰¹ Згідно з емпіричними дослідженнями, існує тенденція піку інтеграції в періоди, коли обидві країни або домінуюча країна перебувають у рецесії [566, р. 75–95.].

структур національних фондових ринків або значні торговельні зв'язки між національними економіками.

Неоднозначність інтерпретації високої кореляції доходності і, відповідно, спірність висновків щодо стрімкого зростання фінансової інтеграції на зламі ХХ–ХХІ ст. підтверджується й через вимірювання фінансової відкритості на основі факторної оцінки доходності цінних паперів.

Факторна оцінка формування доходності фінансових активів. У даному випадку для оцінювання ступеня фінансової інтегрованості використовується порівняльний вплив внутрішніх (національних) і зовнішніх (глобальних) факторів на рівень доходності фінансових активів [208; 273; 294; 393; 594]. Доцільність подібного підходу обґрунтовується тим, що в даному разі враховується не лише ринкова відкритість і відсутність бар'єрів для руху капіталу, а й фактичне переміщення міжнародного капіталу між ринками.

Факторна оцінка доходності моделюється по-різному. У межах одного підходу основна увага належить характеру розповсюдження шоків через ринки [338, р. 15–18; 393]. М. Фрецшер [393, р. 10–11] пропонує для визначення рівня фінансової інтеграції використовувати концепцію непокритого паритету доходності активів у вигляді рівняння

$$r_{i,t} = \varphi_{i,t} \cdot r_{w,t} + \chi_{i,t},$$

де $\varphi_{i,t}$ – показник кореляції між внутрішньою r_i і світовою r_w доходностями; $\chi_{i,t}$ – вектор специфічних країнових факторів (стан бізнес-циклу, різні типи ризиків та очікувань), які можуть зумовлювати різницю між доходністю внутрішнього і світового ринків. Специфічні країнові фактори $\chi_{i,t}$ поділяються на два компоненти: ті, що очікуються на основі історичної інформації $E_{t-1}[r_{i,t}]$, і неочікувані ε_i , які відбивають сучасні ідіосинкратичні (нефакторні) шоки:

$$\chi_{i,t} = \beta_{i,t} E_{t-1}[r_{i,t}] + \varepsilon_{i,t}.$$

Доходність світового ринку r_w розглядається як функція доступної історичної інформації $E_{t-1}[r_{w,t}]$ і сучасних інновацій $\varepsilon_{w,t}$:

$$\varphi_{i,t} \cdot r_{w,t} = \beta_{i,w,t} E_{t-1}[r_{w,t}] + \gamma_{i,w,t} \varepsilon_{w,t}.$$

Із урахуванням цього, внутрішня доходність $r_{i,t}$ визначається за формулою

$$r_{i,t} = \beta_{iw,t} E_{t-1} [r_{w,t}] + \gamma_{iw,t} \varepsilon_{w,t} + \beta_{i,t} E_{t-1} [r_{i,t}] + \varepsilon_{i,t}.$$

Отже, згідно з таким підходом, внутрішня доходність $r_{i,t}$ залежить від доступної історичної інформації, як внутрішньої, так і світової (очікувана частина доходності), і сучасних непередбачуваних шоків, що мають місце на внутрішньому і світовому ринках (неочікувана частина доходності). Внутрішній фінансовий ринок тим більше інтегрований у світовий, чим більше внутрішня доходність $r_{i,t}$ залежить від сучасних світових шоків $\varepsilon_{w,t}$. Показник ступеня інтегрованості фінансового ринку – коефіцієнт $\gamma_{iw,t}$, який вимірює залежність ринкової доходності від глобальних шоків.

Інший розповсюджений підхід вимірювання фінансової інтеграції – факторний аналіз доходності фінансових активів, який базується на дослідженні показників варіації [273; 294; 594]. Згідно з цим підходом, доходність кожного цінного паперу залежить від чотирьох чинників: загальні фактори α , глобальні індустріальні фактори β , країнові фактори γ , специфічні порушення на рівні фірми e . Для кожного моменту часу t доходність R на акцію i в індустрії j для країни k може бути визначена так:

$$R_{it} = \alpha_t + \beta_{jt} + \gamma_{kt} + e_{it}.$$

Вплив глобальних індустріальних і країнових факторів на формування доходності фінансових активів вимірюється відносно доходності еталонного портфеля. Емпірична залежність доходності від цих факторів оцінюється на основі послідовної кросс-секційної регресії з фіктивними змінними за рівнянням

$$R_i = \alpha + \sum_{j=1}^J \beta_j I_{ij} + \sum_{k=1}^K \gamma_k C_{ik} + e_i,$$

де I_{ij} – фіктивна змінна, що набуває значення, рівного одиниці, якщо акція належить до індустрії j , і нулю – у протилежному разі; C_{ik} – подібна змінна, яка ідентифікує країнову приналежність акцій.

Для вимірювання фінансової інтеграції придатні два способи [273, р. 7–8]. *Перший* визначає дисперсію глобальних індустріальних і країнових факторів і, на основі цього, показує міру змінюваності доходності під впливом таких факторів. Із цією метою

надлишкова доходність щодо еталонного портфеля розкладається на зважену суму країнових та індустріальних факторів:

$$\sum_{j=1}^J \beta_j \sum_{i=1}^N I_{ij} x_i = \sum_{j=1}^J \beta_j w_j = 0;$$

$$\sum_{k=1}^K \gamma_k \sum_{i=1}^N I_{ik} x_i = \sum_{k=1}^K \gamma_k v_k = 0,$$

де N – загальна кількість фірм у даному місяці; x_i – доходність кожної акції, зважена її місячною часткою у світовій ринковій капіталізації; w_j – частка ринкової капіталізації індустрії j ; v_k – частка ринкової капіталізації країни k .

Кількісний вплив глобальних і країнових факторів на доходність оцінюється таким чином: при вищій дисперсії країнових (глобальних) ефектів вища пропорція змінюваності в надлишковій доходності пояснюється країновими (глобальними) факторами. Іншими словами, якщо змінюваність глобальних факторів перевищує змінюваність країнових, це означає, що доходність визначається глобальними факторами. Останнє, у свою чергу, свідчить про більшу міжнародну фінансову інтегрованість національних ринків.

Другий спосіб оцінює кількісну вагомість впливу країнових і глобальних факторів на доходність за допомогою показника середніх абсолютних відхилень – *MAD* (mean absolute deviations), який зважує абсолютну вартість цих факторів через їх ринкову капіталізацію. Країновий *MAD* інтерпретується як зважена за капіталізацією середня, що відслідковує похибку для доходності індустріально нейтральних країнових портфельів відносно доходності еталонного портфеля. Індустріальний *MAD* має аналогічну інтерпретацію. Країновий *MAD* та індустріальний *MAD* визначаються так:

$$MAD_{\alpha} = \sum_{k=1}^K v_{kt} |\gamma_{kt}| \quad \text{та} \quad MAD_{It} = \sum_{j=1}^J w_{jt} |\beta_{jt}|,$$

де w_j – частка ринкової капіталізації індустрії j ; v_k – частка ринкової капіталізації країни k на початок періоду t , β і γ – глобальні і країнові фактори, відповідно.

Згідно з таким підходом, якщо країна повністю інтегрована у світовий портфель, чистий країновий вплив на зміну доходності фінансових активів є нульовим, а глобальний *MAD* – високим. Вищий *MAD* для країнових факторів свідчить, що національні фі-

нансові ринки залишаються сегментованими. Відповідно, якщо глобальні індустріальні ефекти та їхній *MAD* є нульовими, це означає, що вони не впливають на міжнародну варіацію доходності, отже, фінансова інтегрованість є низькою. При визначенні відносного впливу країнових і глобальних факторів особливе значення надається співвідношенню країнових *MAD* до індустріальних. Цей показник розглядається як міра їх відносної важливості. Співвідношення більше за одиницю означає, що в період t країновий вплив домінує над глобальним, і фінансова інтеграція незначна. Якщо ж співвідношення менше одиниці, то міжнародна варіація доходності визначається глобальними факторами, що вказує на високий ступінь міжнародної фінансової інтеграції.

Перші дослідження оцінки факторів, які впливають на формування доходності фінансових активів, належать до 70-х рр. і однозначно засвідчують: фактичні результати в цей час більше узгоджуються з концепцією сегментованих, ніж з концепцією інтегрованих ринків [491, р. 37]. Тенденція до сегментації національних фінансових ринків зберігалася тривалий час, практично до середини 90-х рр., незважаючи на те, що впродовж 70–90-х рр. між фінансовими ринками розвинених країн встановилися тісні зв'язки, а їх розвиток мав паралельну динаміку.

Різні підходи до факторної оцінки доходності цінних паперів дають різні, іноді протилежні, результати щодо рівня фінансової відкритості. Емпіричне дослідження, проведене М. Фрецшером [393, р. 18–25] для періоду 1986–2000 рр. на прикладі 16 розвинених країн, одні з яких є частиною єврозони (Австрія, Бельгія, Фінляндія, Франція, Німеччина, Італія, Нідерланди, Іспанія), деякі – ні (Данія, Швеція, Велика Британія), а інші знаходяться поза межами ЄС (Австралія, Канада, Японія, Норвегія, Швейцарія), – показує істотне зростання фінансової інтегрованості у 90-х рр. Відповідно до отриманих даних, з часом стала сильнішою як інтеграція європейських ринків цінних паперів, так й інтегрованість європейських ринків з ринками США. Висока інтегрованість ринків акцій засвідчується розміром впливу шоків: шок в 1 % у зоні євро веде до зміни доходності в 0,344 % на інших ринках, а аналогічні шоки у США викликають зміну доходності в 0,359 %. Найбільшою мірою фінансова інтегрованість ринків єврозони зросла з часу проголошення членів зони євро. За 1998–2000 рр. коефіцієнти зворотного переміщення γ з ринку єврозо-

ни на індивідуальні ринки країн-членів більш ніж подвоїлися (із 0,445 до 0,911). Дослідження М. Фрецшера показує також, що з плином часу спостерігаються істотні зміни в ступені фінансової інтеграції та її природі. Ринок США був найважливішим для національних європейських ринків до першої половини 90-х рр., але якщо його вплив у довготерміновому плані залишився відносно незмінним, то вплив шоків в єврозоні на індивідуальні фінансові ринки більш ніж подвоївся протягом 90-х рр., а єврозона стала домінуючою для більшості національних європейських ринків із середини 90-х рр. При цьому спостерігається високий ступінь мінливості інтеграції всередині зони євро. Динаміка фінансової інтеграції більшості ринків єврозони демонструє однакову поведінку: низький рівень інтеграції у 1992–1993 рр., різкий підйом у 1996–1999 і повільне спадання в 1999–2000 рр.

Підкреслимо, висновки дослідження М. Фрецшера базуються на аналізі розповсюдження шоків через фінансові ринки. Хоча доцільність оцінювання фінансової відкритості через трансмісію шоків не викликає сумнівів, слід брати до уваги, що існують й інші, крім фінансової інтеграції, чинники, здатні посилювати передачу шоків між країнами. Зокрема, йдеться про вже згадану синхронізацію індивідуальних бізнес-циклів. Наявність більш схожих бізнес-циклів і посилення взаємозалежності в міжнародній торгівлі можуть збільшити ступінь передачі шоків з одного національного ринку на інші. Цей факт особливо важливо врахувати при аналізі фінансової інтеграції в ЄС, оскільки характерною рисою європейських економік є реальна і монетарна конвергенція та синхронізація бізнес-циклів. З одного боку, конвергенція має важливий стимулюючий вплив на фінансову інтеграцію, з іншого – оскільки фінансові ринки дуже чутливі до зміни монетарної політики, то навіть за низького рівня фінансової інтеграції може спостерігатися (хоча б частково) посилення передачі шоків з одного ринку на інший.

Загалом ці висновки узгоджуються з результатами більшості інших емпіричних досліджень, згідно з якими тривалий час фінансова інтегрованість між країнами залишалася низькою і почала зростати лише наприкінці 90-х рр. За свідченням С. Хістона і Г. Ровенхорста [433, р. 53–58], які оцінюють 829 акцій 12 європейських країн, до середини 90-х рр. варіація доходності фінансових активів визначалася специфічними країновими факторами

навіть у такому географічно сконцентрованому і економічно зінтегрованому регіоні як Західна Європа. Ж. Гріффін і А. Каролі [418, р. 351–373], аналізуючи 2400 фірм із 25 розвинених ринків і ринків, що формуються, за 1992–1995 рр., доходять висновку, що глобальні індустріальні фактори пояснюють лише близько 4 % варіації доходності цінних паперів на національних ринках у цей час. Залежність доходності національних фінансових активів від внутрішніх ринкових факторів зберігалася на розвинених ринках до 1998 р. Істотна зміна тенденції, коли глобальні фактори почали домінувати над країновими за ступенем впливу на доходність національних фінансових активів, відбулася наприкінці 90-х рр. [208; 294; 594]. До цього періоду відноситься і зростання залежності доходності транзитивних фондових ринків від глобальних факторів, зокрема, найбільшого серед них російського фондового ринку. Емпірична оцінка ступеня його інтегрованості у світовий фінансовий ринок полягає в оцінюванні просторових відхилень в інтеграції для фондових портфелів, які містять різні розмірні групи [155, с. 20–48; 379, р. 131–150]. Мірою інтеграції є змінна в часі вага, яка показує відносний внесок глобальних і локальних факторів у формування поточних доходностей. Результати досліджень засвідчують високий ступінь залежності доходностей портфелів російського фондового ринку від світових факторів і, зокрема, показують, що маркет-мейкерами на російському ринку виступають в основному іноземні гравці.

Зростання впливу глобальних факторів пов'язане з глобалізацією економіки і пояснюється в контексті трьох типів зрушень:

- зростання транскордонних злиттів і поглинань, що збільшило кількість ТНК і прискорило тенденцію до формування глобальних індустріальних секторів (три чверті транскордонних поглинань наприкінці 90-х рр. пов'язано з консолідацією в межах певної індустрії);
- зростання ролі компаній високих технологій, діяльність яких має особливо глобальний характер (приміром, 40 % споживачів американської компанії "Yahoo!" знаходяться поза межами США, водночас фінській "Nokia" належить 37 % стільникового ринку США);
- застосування інтернет-технологій, які забезпечили інвесторам доступ до інформації про іноземні компанії і таким чи-

ном дозволили зменшити "внутрішню схильність" до національних акцій.

На відміну від наведених оцінок фінансової відкритості, М. Дель-Негро і Р. Брукс отримують зовсім інші результати [273, р. 9–13]. Аналізуючи доходність і ринкову капіталізацію 9679 компаній з 42 розвинених країн і країн з ринками, що формуються, вони показують, що зростання фінансової інтеграції притаманне лише західноєвропейському регіону, в той час як на глобальному рівні спільний рух доходності фінансових активів різних країн – тимчасове явище, спричинене бумом світового фондового ринку кінця 90-х рр. Фактичні дані свідчать, що незважаючи на зростання абсолютної і відносної вагомості глобальних ефектів у міжнародній варіації доходності за останні 20 років, вони все ще не переважають країнові, а співвідношення країнових і глобальних факторів фактично не змінюється з середини 80-х рр. і графічно виражається оберненою U-кровою. За М. Дель-Негро і Р. Бруксом, не існує ніяких свідчень для припущення про систематичне зростання важливості впливу глобальних факторів на доходність цінних паперів. Натомість їх результати підкреслюють циклічність такого впливу – роль глобальних факторів тимчасово зростає під час фінансових криз (жовтень 1987 р., березень 2000 р.). Проте існують певні відмінності у формуванні доходності активів між зрілими ринками і ринками, що виникають, а саме: у розвинених країнах доходність цінних паперів підпадає під істотний вплив глобальних факторів; на ринках, що формуються, значно превалюють країнові фактори, і останні функціонують як сегментовані ринки.

Таким чином, ці емпіричні результати дозволяють відкинути гіпотезу повної фінансової відкритості і фінансової інтегрованості сучасних національних економік на глобальному рівні, проте засвідчують, що фінансові системи розвинених країн більш інтегровані, ніж фінансові системи ринків, що формуються. Результати М. Дель-Негро і Р. Брукса особливо важливі з огляду на те, що, на відміну від попередніх, їх дослідження охоплює фактично повністю глобальний фондовий ринок (майже 99 % світової ринкової капіталізації) за тривалий період часу (1985–2002 рр.). Таке широке охоплення національних фінансових ринків у просторі і в часі дозволило більш докладно проаналізувати, точніше оцінити

вплив країнових та глобальних факторів на доходність активів і простежити зміну цього впливу в часі.

Протилежність оцінок фінансової інтеграції на основі цінних методів показує, що цінні показники – приблизна міра фінансової відкритості. Вони мають опосередкований, відносний характер і фактично відображають лише один аспект відкритості – взаємозв'язок руху цін на фінансові активи. Факторні оцінки доходності вбачаються точнішим індикатором відкритості, ніж визначення ступеня кореляції доходності, оскільки більш прямо оцінюють взаємозалежність національних фінансових ринків і ступінь міжнародної фінансової інтегрованості. Обмеженість факторних оцінок відкритості зумовлена трьома проблемами. *Перша* – динаміка доходності фінансових активів підпадає під вплив значної кількості сторонніх факторів. Причому існує невизначеність щодо факторів, які систематично впливають на ризик і доходність цінних паперів, а також на довготермінову доходність, пов'язану з кожним з цих факторів, – теоретичної моделі, відповідно до якої можна було б здійснювати вибірку факторів, немає. Так, доходність акцій залежить в основному від показників загальної економічної активності (фаза бізнес-циклу, темпи росту промислового виробництва і ВВП, темпи росту продаж в економіці), динаміки відсоткових ставок (коротко- і довготермінових), рівня інфляції (поточної та очікуваної). Ці фактори можуть бути ідентифіковані як країнові. Окрім них на доходність впливають і більш прозаїчні чинники – розмір компанії-емітента, співвідношення балансової і ринкової вартості, система бухгалтерського обліку, дивідендна політика, довіра інвесторів, їхні очікування щодо перспектив економіки тощо. До того ж різні цінні папери і різні портфелі активів мають різну чутливість до кожного з факторів. У свою чергу, ця чутливість з часом може змінюватися. Це означає, що існує значна кількість припущень щодо факторів ризику і доходності, яка вимагає введення обмежень в аналіз і значно ускладнює дослідження фінансової відкритості на основі цінних методів.

Друга проблема – вимірювання фінансової інтеграції на основі факторного підходу потребує визначення світового і країнового портфелів. Однак розмір світового портфеля нереально визначити за допомогою безпосередніх спостережень: будь-які вимірювання його розміру мають оціночний характер. Аналогічним чином неможливо зібрати точні дані щодо загального стану портфелів ре-

зидентів країни. Використання з цією метою світових або національних фондових індексів не є остаточним розв'язанням проблеми. Жоден з існуючих індексів не містить усіх цінних паперів, що випущені на тому або іншому ринку і формують конкретні індивідуальні портфелі. Більшість фондових індексів, що розраховуються у світі, використовують зважування складових по їх поточній ринковій капіталізації. Відносна вагомість акцій в індексі змінюється разом зі зміною відносної вартості їх випуску. Тому зважені по капіталізації індекси мають зміщення на користь ефективно працюючих компаній, ціни на акції яких зростають, і які здатні емітувати додаткові акції для залучення фінансування. Зрештою, більшість фондових індексів – індекси цін. Вони відображають тільки рух цін і не враховують дивідендні та інші доходи, що отримуються інвесторами. Через виключення дивідендів та інших виплат фондові індекси не відображають загальної ставки доходності. Як наслідок, вимірювання доходності рухом індексу занижує фактичні доходи від володіння портфелем, який повторює індекс. Разом це означає: який би сурогат світового або країнового портфеля не застосовувався, він може трактуватися як неадекватний.

Третя проблема – недосконалість визначення рівня безризикової ставки. Безризиковим є актив, доходність якого для інвестиційного горизонту повністю визначена. Як правило, безризиковими вважаються короткотермінові боргові зобов'язання держави. У реальності на фінансових ринках не існує однієї відсоткової ставки. Залежно від вибору тієї або іншої ставки, буде змінюватися і оцінюваний рівень надлишкової доходності. Використання ставки казначейських векселів даватиме надто низьку відсоткову ставку, отже, зависоку надлишкову доходність приватних позик. Використання недержавних зобов'язань, приміром, ставки комерційних паперів, задаватиме вищі стандарти, отже, ймовірно, занижену надлишкову доходність. До того ж інвестори різних країн мають різну схильність до ризику, що зумовлює відмінності в рівні національних безризикових ставок, навіть вимірюваних через ставки ідентичних державних боргових зобов'язань.

Ще більшою мірою цінове оцінювання фінансової відкритості ускладнюється для перехідних економік: 1) складно сконструювати репрезентативний країновий портфель, оскільки значна кількість акцій неліквідна, отже, ціни на них не несуть у собі ніякої інформації; 2) зміна стану економіки при русі від сегментації до інтеграції, доповнена економічною трансформацією, спричиняє

викривлення у ціноутворенні і значні відхилення від закону однієї ціни в короткотерміновому періоді.

Недоліки непрямих методів і нові економічні реалії потребували зміни підходів до вимірювання фінансової відкритості. Нові методи стали пов'язуватися не тільки з можливостями міжнародного арбітражу або факторною оцінкою доходності фінансових активів, скільки з прямим оцінюванням взаємозв'язку фінансових ринків різних країн.

Вартісно-обсягові міри фінансової відкритості. Прямі методи оцінювання фінансової відкритості базуються на вартісно-обсяговому вимірюванні міжнародної інтегрованості фінансової системи країни. У даному разі мірою фінансової відкритості є показники фактичних міжнародних потоків капіталу. Оскільки існує багато показників, за допомогою яких визначаються розмір і структура міжнародних потоків капіталу, то розроблено кілька індикаторів, доступних для оцінювання інтеграційної фінансової відкритості.

Один з перших такого роду підходів застосований Ф. Лейном і Ж. Мілесі-Феретті, які оцінюють *країнові портфелі зовнішніх активів і пасивів* [480; 484; 486]. З цією метою вони використовують міжнародну інвестиційну позицію, яка охоплює запас фінансових вимог резидентів певної країни до решти світу і запас вимог нерезидентів до економіки цієї країни з урахуванням їх вартості і структури. Згідно з існуючою методологією, зовнішні зобов'язання складаються з п'яти основних категорій: ПІІ, портфельні інвестиції в акції, портфельні боргові інвестиції, інші інвестиції і деривативи. Зовнішні активи містять шість категорій – п'ять категорій аналогічних зовнішнім зобов'язанням, шоста – офіційні резерви. Зважена щодо ВВП міжнародна інвестиційна позиція відображає рівень фінансової відкритості країни. Зростання міжнародної інвестиційної позиції країни щодо ВВП розглядається як свідчення збільшення ступеня її фінансової відкритості. Загальний, оснований на міжнародній інвестиційній позиції, показник фінансової відкритості (*IFIGDP*) розраховується так:

$$IFIGDP_{it} = \frac{(FA_{it} + FL_{it})}{GDP_{it}},$$

де *FA* і *FL* відносяться до запасу сукупних зовнішніх активів і зобов'язань, відповідно.

Ф. Лейн і Ж. Мілесі-Феретті, оцінюючи даний показник для 18 розвинених країн з 1983 по 2001 рр., встановили, що він зріс за цей період на 250 % з істотним прискоренням у 90-х рр. [484, р. 7–8]. Причому в другій половині 90-х рр. країнові портфелі зовнішніх активів і пасивів більш як подвоїлися і в абсолютному значенні, і у відносному (як % ВВП). Автори наводять два цікаві результати. По-перше, збільшення фінансових зв'язків не було однаковим для різних країн. Особливо значне зростання зовнішньої диверсифікації спостерігалось у фінансових центрах (Швейцарія, Велика Британія) і малих відкритих економіках (Нідерланди, скандинавські країни). По-друге, динаміка міжнародної інвестиційної позиції значною мірою визначалася доходами від приросту капіталу і втратами капіталу, спричиненими коливаннями валютних курсів і ринкової вартості акцій. Приміром, зовнішні зобов'язання Фінляндії зросли більш, ніж на 100 % ВВП внаслідок зростання ринкової вартості акцій "Nokia", що утримувалися нерезидентами. На цей період припадає і зростання загального рівня фінансової відкритості перехідних економік. Як засвідчують Ф. Лейн і Ж. Мілесі-Феретті, ступінь міжнародної фінансової інтегрованості країн ЦСЄБ і ПСЕ-3 упродовж останнього десятиліття принаймні подвоївся, збільшившись у середньому з 80 % ВВП у 1994 р. до більш ніж 160 % ВВП у 2004 р. і складає понад 250 % ВВП в Естонії і більш ніж 180 % ВВП у Хорватії, Угорщині, Латвії [481, р. 5]. У підсумку фінансова відкритість перехідного регіону перевищила середнє значення для інших ринків, що формуються.

Перевагою застосування такого методу оцінювання фінансової відкритості є те, що він відповідає теоретичній концепції відкритості, відображаючи здатність нерезидентів інвестувати в національну економіку і здатність резидентів інвестувати за кордон. Але такому показнику, як міжнародна інвестиційна позиція, притаманна певна специфіка, яка робить його недосконалим методом вимірювання фінансової відкритості.

На розмір міжнародної інвестиційної позиції, крім операцій із зовнішніми активами і зобов'язаннями країни, впливають й інші фактори, які з часом призводять до зміни вартості цих активів і зобов'язань і, відповідно, зміни міжнародної інвестиційної позиції. Серед таких факторів – зміна цін, валютних курсів, коригування

офіційних резервів країни. Як наслідок, розмір міжнародної інвестиційної позиції може змінюватися навіть тоді, коли не відбувається жодних операцій, пов'язаних з рухом капіталу через кордон. Зокрема, зовнішні активи і зобов'язання економіки можуть бути деноміновані у валютах, які відрізняються від валюти, що використовується для розрахунку міжнародної інвестиційної позиції (розрахункової валюти). Коливання обмінних курсів між розрахунковою валютою й валютами деномінації впливатиме на вартість активів і зобов'язань. Таким чином, вартість, зареєстрована в міжнародній інвестиційній позиції, з часом має змінитися незалежно від того, здійснювалися будь-які зовнішні операції з фінансовими активами чи ні.

Аналогічним чином на розмір міжнародної інвестиційної позиції впливає і зміна цін. Міжнародна інвестиційна позиція розраховується на основі ринкових цін. Якщо фінансові активи і зобов'язання – необігові фінансові інструменти (а це типово для таких інструментів, як депозити, позички, торговельні кредити), для них не існує й зміни цін. Водночас переважна частина фінансових активів вільно купується і продається на ринку. Результатом зміни їх ринкових цін стає коливання розміру міжнародної інвестиційної позиції. Приміром, починаючи з 80-х рр. позики країн з великою заборгованістю продавалися на вторинних ринках з істотним дисконтом. Щоб позиції по позиках відповідали принципу ринкової оцінки, в міжнародній інвестиційній позиції за основу беруть котирування вторинного ринку, а не вартість контрактних зобов'язань. Це зменшує розмір міжнародної інвестиційної позиції країн-кредиторів. Разом з тим країни-боржники, як правило, оцінюють свої зобов'язання на базі сум, які вони зобов'язані сплатити згідно до умов контракту. Виникає асиметрія між позиціями боржника і кредитора за одними і тими самими фінансовими інструментами. Ще більшою мірою це стосується обігових боргових цінних паперів та акцій, зміна цін на які впливає на ринкову вартість таких інвестицій і розмір міжнародної інвестиційної позиції, хоч будь-які операції при цьому відсутні. На зламі ХХ-ХХІ ст. на динаміку міжнародної інвестиційної позиції багатьох країн істотно впливали бум на фондових ринках, який супроводжувався значним зростанням цін на акції у сфері високих технологій, і короткотермінові коливання

цін на цінні папери, спричинені азіатською кризою 1997 р. і російським борговим мораторієм 1998 р.¹⁰²

Окрім зміни цін і курсових коливань розмір міжнародної інвестиційної позиції може змінюватися під впливом коригувань, пов'язаних з розподілом або анулюванням спеціальних прав запозичення (СПЗ), монетизації або демонетизації золота, списання боргів. Приміром, такі складові офіційних резервів як монетарне золото і СПЗ вважаються фінансовими активами, але при цьому вони не є вимогами до іншої сторони, а тому не існує й операцій, пов'язаних зі створенням або ліквідацією таких активів. Незважаючи на це, створення чи ліквідація монетарного золота і СПЗ ведуть до зміни розміру міжнародної інвестиційної позиції. Списання безнадійних боргів також не викликає руху капіталу, однак змінює вартість фінансових активів, що спричиняє коригування розміру міжнародної інвестиційної позиції. Разом це все означає, що ні динаміка міжнародної інвестиційної позиції, ні її розмір не можуть вважатися надійним індикатором фінансової відкритості.

Поряд із загальним показником фінансової відкритості розробляються індикатори відкритості на основі окремих компонентів потоку капіталу, які відображають функціональні типи міжнародних інвестицій: ПІІ, портфельні інвестиції, акціонерний капітал тощо. Один із таких способів вимірювання фінансової відкритості, також запропонований Ф. Лейном і Ж. Мілесі-Феретті, – перехресне володіння акціонерним капіталом. У даному випадку визначається запас портфеля акцій і ПІІ в активах і в зобов'язаннях країни, і зважується щодо її ВВП. Показник фінансової відкритості на основі перехресного володіння акціями (*GEQGDP*) визначається так:

$$GEQGDP_{it} = \frac{(PEQA_{it} + FDIA_{it} + PEQL_{it} + FDIL_{it})}{GDP_{it}}$$

де *PEQA(L)* і *FDIA(L)* – запаси портфеля акцій і ПІІ в зовнішніх активах (зобов'язаннях). Як зазначають самі дослідники, про-

¹⁰² Протягом 1989–1999 рр. курси акцій у США, виміряні індексом S&P-500, зросли щонайбільше за останні 130 років як у номінальному (+315%), так і в реальному виразі (+275%). Цей процес розповсюдився і на Європу. У ТМТ-секторі (технології, ЗМІ, телекомунікації) співвідношення "ціна-дохід" у березні 2000 р. дорівнювало 70 при середньому рівні даного показника 13 упродовж 1973–1998 рр. [643, р. 45.]

блема застосування цього індикатора пов'язана з методологією оцінки акціонерного капіталу [484, р. 6]. Загальноприйнятого підходу до оцінки акцій не існує. Лише кілька країн (США, Франція і Швеція) оцінюють запас ПІІ як за балансовою, так і за ринковою вартістю. Інші країни надають один вид оцінки ПІІ – головним чином за балансовою вартістю (Австралія і Нідерланди – за ринковою). Для оцінки портфельних інвестицій в акції більшість країн використовує ринкову вартість (за винятком Канади, яка застосовує балансову вартість). Враховуючи, що оцінка за балансовою вартістю занижує вартість основних активів і зобов'язань, цей показник надає *недостовірну порівняльну інформацію* щодо фінансової відкритості різних країн.

Х. Едісон, Р. Левін, Л. Річі і Т. Слок окремо розглядають акумульований запас ПІІ та акумульований запас портфельних інвестицій як частки ВВП [356, р. 7]. При цьому окремо враховується як запас накопичених зовнішніх активів і зовнішніх зобов'язань (запас припливу і відтоку капіталу), так і запас національних іноземних зобов'язань (запас припливу капіталу) щодо ВВП. Доцільність виокремлення останнього показника аргументується тим, що залучення іноземного капіталу до країни – важливий чинник її економічного зростання. Відповідні показники вимірюють фінансову відкритість у спосіб, аналогічний попередньому.

Компонентний метод вимірювання фінансової відкритості має свої переваги й недоліки. Загальна обмеженість компонентних показників полягає в тому, що кожен з них охоплює лише частку міжнародних потоків капіталу, тому відокремлене їх застосування занижує рівень фінансової відкритості країни. Перевага – вони дозволяють детальніше аналізувати *характер і структуру* фінансової відкритості країни і можуть слугувати правдивими індикаторами визначення *динаміки* міжнародної фінансової інтеграції. Так, перехресне володіння акціями в останні десятиліття зростає швидше, ніж міжнародна інвестиційна позиція – більш як потроїлося впродовж 1983–2001 рр. [484, р. 7]. Це вказує на те, що збільшення фінансової відкритості національних економік у цей період базувалося на інтеграції ринків акцій. Таку тенденцію підтверджують й інші дані. Якщо світова пропозиція боргових цінних паперів та акцій упродовж 90-х рр. XX ст. зростає більш як у 6 разів, то щорічний обсяг міжнарод-

них емісій звичайних акцій у цей період збільшився майже у 20 разів – з 7 до 139 млрд дол. США [265, р. 41].

Як правило, інтеграційна фінансова відкритість вимірюється на основі *змінних запасу*, натомість міри на основі оцінки потоку капіталу трактуються як недосконалі. Перевагою "запасового" вимірювання вважається те, що запас визначає акумульовані потоки капіталу впродовж тривалого часу, і тому не варіює значно при короткотермінових змінах у політиці або політичному кліматі, а накопичений запас капіталу має низьку чутливість до короткотермінових коливань потоків капіталу [356, р. 5, 7]. На наш погляд, саме це і є основним недоліком оцінювання фінансової відкритості на основі змінних запасу. Змінні запасу достовірно вимірюють глибину міжнародної фінансової інтеграції і відображають загальний стан інтеграційного процесу, проте є неприйнятними індикаторами міжнародної фінансової відкритості, рівень якої часто змінюється на систематичній, іноді дуже короткотерміновій (тиждень, місяць) основі. Якщо ми вимірюємо фінансову відкритість з урахуванням того, що її рівень може змінюватися, то показник відкритості має відобразити ці зміни і вплив змін політики держави на фінансову відкритість. Це вказує на те, що для оцінювання фінансової відкритості слід брати змінні не запасу, а потоку. Припустимо, країна акумулювала значну частку іноземних активів і зобов'язань. Потім у результаті валютної кризи вводяться обмеження на угоди за рахунками руху капіталу, внаслідок яких потік капіталу істотно скорочується або навіть припиняється. Тоді на цей момент часу фінансова відкритість країни є мінімальною, фактично її слід оцінювати як стан зовнішнього фінансового обмеження, але підкреслимо – запас зовнішніх активів і зобов'язань при цьому залишається високим, як і рівень інтегрованості країни у світові фінанси. До того ж запас міжнародного капіталу може бути пов'язаний з факторами, які не відносяться до фінансової відкритості країни.

З огляду на сказане, альтернативною мірою фінансової відкритості ми вважаємо *вартісний обсяг міжнародних потоків приватного капіталу*, пов'язаних з економікою певної країни. Оцінений щодо ВВП, він, як і інші вартісно-обсягові індикатори, надає можливість порівняльного аналізу фінансової відкритості між країнами і в часі. Приватні потоки є сумою абсолютної вартості прямих, портфельних та інших інвестиційних міжнародних потоків, які не містять змін у

зовнішніх активах і зобов'язаннях монетарної влади і центрального уряду. Відповідно до концепції фінансової відкритості, цей показник (*PCFGDP*) базується на двосторонніх потоках капіталу, тобто враховує припливи і відтоки по фінансовому рахунку платіжного балансу. Його можна розрахувати за формулою

$$PCFGDP_i = \frac{(\Delta FPA_i + \Delta FPL_i)}{GDP_i},$$

де *FPA* і *FPL* відображають, відповідно, сукупні приватні зовнішні фінансові активи і зобов'язання, а знак Δ показує зміну зовнішніх активів/зобов'язань за певний період часу $t_1 - t_0$ і вказує на те, що вони є показниками потоку.

Ми визначаємо дві головні відмінності цього показника. *Перше* – на відміну від показників запасу, він базується на сумарних міжнародних операціях країни, пов'язаних з її зовнішніми фінансовими вимогами і зобов'язаннями за визначений період часу. Іншими словами, оскільки він стосується потоків, то відображає міжнародні операції з купівлі/продажу фінансових активів, які відбуваються протягом певного періоду, а не наявні на визначений момент часу загальні обсяги накопиченого запасу непогашених зовнішніх фінансових активів і зобов'язань. *Друге* – на відміну від міжнародної інвестиційної позиції, міжнародні потоки приватного капіталу не містять зміну офіційних резервів та урядові операції із зовнішніми активами і зобов'язаннями. Ми виходимо з того, що зміна зовнішніх вимог і зобов'язань монетарної влади і центрального уряду не пов'язані безпосередньо з фінансовою відкритістю країни і можуть мати місце за наявності істотних обмежень на рух капіталу. Офіційні резерви – ліквідні іноземні фінансові активи, що перебувають у власності або під контролем центрального банку країни. До складу резервних активів входять першокласні зобов'язання іноземних центральних банків, державних та – іноді – недержавних фінансових інститутів інших країн та активи, що відображають взаємовідносини країни з МВФ. Динаміка офіційних резервів може визначатися іншими, ніж міжнародний рух капіталу, чинниками, насамперед потребами економічної політики держави. Резервні активи використовуються для усунення диспропорцій платіжного балансу, забезпечення кредитів, що залучаються з-за кордону, регулювання валютного курсу шляхом валютних інтервенцій тощо. Крім того, складовими офіційних резервів є СПЗ, монетарне золото і резервна позиція країни в МВФ, зміна розмірів яких, як ми

вже звертали увагу, не пов'язана з фінансовою відкритістю. Виключення зовнішніх активів і зобов'язань сектора державного управління зумовлене тим, що продаж урядових боргових інструментів на міжнародних фінансових ринках визначається специфічними чинниками, насамперед потребами фінансування дефіциту державного бюджету. Отже, даний показник – оцінка власне рівня міжнародних потоків капіталу, не зумовлених економіко-політичними потребами центрального банку або сектора державного управління. Він найкраще відображає рівень фінансової відкритості країни, оскільки безпосередньо показує ступінь взаємодії національної економіки зі світовим фінансовим ринком.

Для вимірювання фінансової відкритості може бути використаний як *валовий*, так і *чистий вартісний обсяг* двосторонніх приватних потоків капіталу. Однак їх застосування даватиме різні результати. Ці відмінності для трансформаційних економік демонструє рис. 3.2. Доцільнішим індикатором, на наш погляд, є валові, а не чисті потоки. У фінансовому рахунку платіжного балансу інвестиції до країни враховуються як кредит, а інвестиції за межі країни як дебет. Таким чином, чистий потік, який є сумою кредиту і дебету, репрезентує баланс, в якому багато які трансакції взаємно погашаються. Валові потоки показують сукупну вартість фінансових трансакцій за певний період, отже, точніше оцінюють міжнародну фінансову відкритість. Оцінка фінансової відкритості на основі цього показника вказує на зростання масштабу і швидкості фінансової інтегрованості світової економіки: у 2005 р. валові міжнародні потоки приватного капіталу перевищили 32 % глобального випуску проти 9 % у 1980 р. і 10,3 % у 1990 р.¹⁰³ Проте між країнами світу існують значні відмінності в рівні інтеграційної фінансової відкритості. Обсяг валових приватних фінансових потоків у країнах із низьким доходом становить 6,7 % ВВП, із середнім – 13,3 %, у країнах із високим доходом – 37,2 %, у тому числі в країнах ЄВС – 58,7 %.

Упродовж перехідного періоду міжнародні приватні фінансові потоки трансформаційних економік зростали швидко як у валових, так і в чистих термінах. Між 1993 р. і 2005 р. інтеграційна фінансова відкритість перехідного регіону (визначена на основі

¹⁰³ Тут і далі наведено дані, що розраховані за [699, 701]. Дані для валових міжнародних потоків приватного капіталу за 2006–2007 рр. відсутні.

валових потоків капіталу) збільшилась утричі – з 8,3 до 26,7 % ВВП. Середній рівень інтеграційної фінансової відкритості країн ЦСЄБ вищий (36,3 %), ніж країн СНД (23,8 %) і ПСЄ (20,3 %). За рівнем інтеграційної відкритості перехідні економіки поділяються на п'ять груп (рис. 3.2): 1) країни з надвисоким рівнем фінансової відкритості (Естонія, Азербайджан), який значно перевищує відкритість країн ЄВС; 2) країни (Болгарія, Казахстан, Латвія, Литва, Україна, Словенія), фінансова відкритість яких приблизно відповідає середньому для світу значенню; 3) країни (Хорватія, Угорщина, Чехія, меншою мірою Росія), фінансова відкритість яких у середньому перебуває на середньорегіональному рівні; 4) країни (Грузія, Вірменія, Македонія, Молдова, Польща, Румунія), рівень фінансової відкритості яких залишається набагато меншим за середньорегіональний і приблизно відповідає фінансовій відкритості країн з середнім доходом; 5) окрема група – країни з найнижчим рівнем фінансової відкритості (Албанія, Білорусь, Киргизія, Таджикистан). Ураховуючи, що майже всі перехідні економіки належать до країн з низьким або середнім рівнем доходу (за винятком Естонії, Словенії і Чехії), стан фінансової відкритості переважної їх більшості слід визнати за доволі високий.



Рис. 3.2. Міжнародні потоки приватного капіталу перехідних економік (побудовано за [701])

Динаміка валових міжнародних приватних потоків капіталу трансформаційних економік не є постійно висхідною. Основа розвитку інтеграційних тенденцій – хвилі припливу іноземного капіталу, що формуються час від часу, доповнені виходом на міжнародні фінансові ринки економічних суб'єктів цих країн. Тому рівень фінансової відкритості перехідних економік упродовж досліджуваного періоду істотно коливався (рис. 3.3). Порівняння показує, що у 2000 р. показник інтеграційної відкритості України (9,7 %) був у три рази меншим, ніж у середньому по всіх економіках світу і більш як у п'ять разів меншим, ніж у країнах ЄВС. За рівнем інтеграційної фінансової відкритості Україна мала набагато гіршу позицію, ніж переважна більшість перехідних економік. Головними перешкодами для міжнародних потоків капіталу були несприятливий інвестиційний клімат, обов'язковий продаж 50 % валютної виручки експортерів, ліцензування в НБУ багатьох операцій резидентів: відкриття рахунків за кордоном, купівля іноземних цінних паперів, трансакції з деривативами та іншими інструментами, надання кредитів іноземцям, здійснення ПІІ, купівля нерухомості за кордоном тощо. Значне зростання фінансової відкритості України відноситься до 2004–2005 рр. В її основі – збільшення двосторонніх потоків капіталу у процесі нарощування фінансової лібералізації і поступової інтегрованості української економіки у світовий економічний простір.

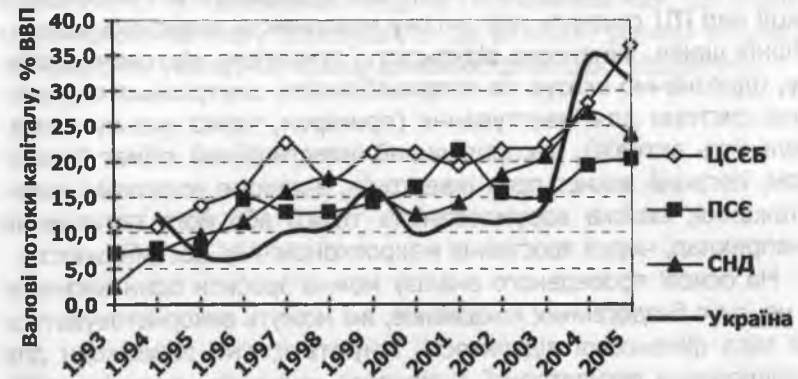


Рис. 3.3. Динаміка інтеграційної фінансової відкритості трансформаційних економік (розраховано і побудовано за [701])

Слід урахувати, що статистичні дані на основі чистих і валових потоків певною мірою поверхнево відображають міжнародний рух капіталу і не здатні повноцінно розкрити його реальний характер. Як уже згадувалося, чисті потоки враховують зворотні трансферти капіталу і показують кінцевий результат зустрічного руху ресурсів, коли приплив і відтік капіталу взаємно гасять один одного, тоді як валові потоки носять загальний характер, не дозволяючи відокремити зовнішні активи і зобов'язання країни. Для більш детального аналізу фінансової відкритості валова її оцінка може бути доповнена структурною, тобто з урахуванням відкритості окремих компонентів міжнародного потоку капіталу: ПІІ, портфельні інвестиції (окремо – в акції і боргові цінні папери), банківські кредити й депозити. *Структурний підхід* дає можливість оцінити, за рахунок зміни якого функціонального типу міжнародних інвестицій збільшується або зменшується рівень фінансової відкритості країни. Всебічність аналізу фінансової відкритості вимагає також урахування терміновості інвестицій та окремого дослідження припливу і відтоку капіталу. Такий аналіз дозволяє визначити проблемні сфери економічної політики держави і завдяки цьому оптимізувати її. Істотне відставання або перевищення фінансової відкритості за певним компонентом потоку капіталу може вказати на проблеми в тому або іншому секторі економіки. Переважання короткотермінових боргових інвестицій або портфельних інвестицій в акції над ПІІ свідчить про високу вразливість економіки до зовнішніх шоків. Фінансова відкритість, зумовлена відтоком капіталу, однозначно вказує на непривабливість внутрішньої економічної системи для інвестування (приміром, через низьку рентабельність активів), несприятливий інвестиційний клімат (приміром, поганий захист прав інвесторів, надмірне податкове навантаження, висока корумпованість тощо) або його погіршення (наприклад, через зростання макроекономічної нестабільності).

На основі проведеного аналізу можна зробити один висновок – не існує бездоганих показників, які можуть використовуватися як міра фінансової відкритості. Існують істотні перешкоди для вимірювання регуляторної відкритості економіки для міжнародних потоків капіталу. Між країнами укладається багато видів фінансових угод, країни накладають комплексний масив цінового і

кількісного контролю та специфічні обмеження для специфічних категорій фінансових операцій, а ефективність обмежувальних бар'єрів варіює по країнах, типах фінансових угод і в часі. Тому на практиці дослідження регуляторної фінансової відкритості зіштовхується зі значними перешкодами у вимірюванні міжкраїнових відмінностей у природі, інтенсивності та ефективності бар'єрів для міжнародних потоків капіталу.

Проблеми, пов'язані з ціновим вимірюванням фінансової інтеграції, ставлять під сумнів коректність самого методу. Тим не менш його застосування вбачається прийнятним, оскільки синтетичний комплексний ціновий індикатор фінансової відкритості визначити практично неможливо, а дослідження цін – важливий елемент аналізу фінансової відкритості. Ціни відіграють роль основного регулятора ринкових операцій з капіталом, а в основі руху капіталу між країнами знаходяться відмінності в рівні і поведінці національних ставок доходності. Наразі аналіз цінових показників залишається традиційним інструментом дослідження характеристик фінансової інтеграції.

Найбільш прямий метод – *оцінювання фінансової відкритості на основі фактичних міжнародних потоків капіталу*. Переваги такого підходу – доступність даних щодо міжнародного руху капіталу, таке вимірювання позбавлене "приблизності" цінових індикаторів і суб'єктивності, яка притаманна регуляторним показникам відкритості [356, р. 4]. Потенційний недолік спричинений тим, що міжнародні потоки капіталу перебувають під впливом значної кількості чинників, що ускладнює аналіз динаміки фінансової відкритості.

3.2. СТРУКТУРНИЙ АНАЛІЗ ІНТЕГРАЦІЙНОЇ ФІНАНСОВОЇ ВІДКРИТОСТІ ТРАНСФОРМАЦІЙНИХ ЕКОНОМІК

3.2.1. ЕВОЛЮЦІЯ І ЧИННИКИ ІНТЕГРАЦІЙНОЇ ФІНАНСОВОЇ ВІДКРИТОСТІ

Рух до фінансової відкритості – важливий компонент історії фінансового розвитку трансформаційних економік. При дослідженні фінансової відкритості ми зосереджуємося на аналізі її інтеграційного компонента, оціненого через потоки капіталу. Наш вибір базується на таких обставинах, як надійність даних і економічна значимість для країн перехідного регіону: серії даних щодо цін активів неповні і не завжди доступні; необхідність фінансування високого рівня інвестування в перехідних економіках актуалізує залучення іноземного капіталу.

Інтеграція сучасних трансформаційних економік в систему світових фінансів розпочалася задовго до перехідного періоду. Ще з 70-х рр. ХХ ст. більшість соціалістичних країн мали доступ до міжнародних фінансових ринків майже такий, як і країни, що розвиваються. Цей процес мав односторонній характер: позичальником виступала лише держава; внутрішня економіка соціалістичних країн була закрита для міжнародних інвесторів, а фінансових ринків не існувало взагалі. Рух від централізованої до ринкової економіки породив очікування значного імпорту капіталу. Зовнішнє фінансування сприймалося як основний засіб розв'язання економічних проблем системної трансформації. Найвищі оцінки в 1991 р. виходили з потреб постсоціалістичних економік у капіталі (кредити, трансферти та інвестиції) в розмірі до 16 трлн дол. на десять років. Найобережніші прогнози щодо країн ЦСЄ (без СРСР) передбачали щорічну потребу в 70–100 млрд дол. [125, с. 234]. На основі цих оцінок прогнозувалася зміна світових фінансових умов: переспрямування потоків міжнародного капіталу із Заходу на Схід; зростання світових реальних відсоткових ставок; конкуренція між перехідними економіками і країнами, що розвиваються, за залучення капіталу з негативним впливом на розвиток останніх тощо. Упродовж наступних років перехідні економіки отримали значні обсяги зовнішнього фінансування, що відповідає

загальному дефіциту капіталу в цих країнах, проте означені прогнози не здійснилися повною мірою.

Початкові потоки міжнародного капіталу до перехідного регіону формувалися за рахунок офіційного зовнішнього фінансування. Приватні потоки капіталу стали перевищувати офіційні з 1993 р. (рис. 3.4¹⁰⁴). Послідовність входження функціональних категорій міжнародного капіталу до трансформаційних економік відповідає схемі, традиційній для країн, що розвиваються, однак його регіональна "історія" стиснута в коротший період часу. Нарощування різних типів іноземного фінансування – ПІІ, негарантоване комерційне кредитування, портфельні акціонерні фонди, пряме інвестування в місцеві грошові і фондові ринки, відбувалося з інтервалом у 1–2 роки [487, р. 8]. Для окремих країн і субрегіонів початкові періоди входження різних типів іноземного капіталу різнилися.

Обсяг і склад потоків приватного капіталу до перехідних економік – наявна ілюстрація еволюції структури їх фінансових систем, характеру інституціонального та економічного розвитку. Виокремлюється три етапи формування фінансової відкритості. На першому етапі (1991–1995 рр.) зовнішні зобов'язання виступали переважно у борговій формі. Загальні зобов'язання по акціях (ураховуючи ПІІ і портфельні інвестиції) наприкінці 1994 р. перевищували 10 % ВВП лише в Угорщині (17 %), Естонії і Чехії (близько 13 %) [481, р. 6]. Другий етап (1996–2001 рр.) має дві помітні особливості: зовнішні зобов'язання значною мірою набувають форми ПІІ; збільшується вага портфельних інвестицій. Домінуючу частку іноземного портфельного фінансування сконцентрували країни СНД (1996–1998 рр.). Зобов'язання по акціях у країнах ЦСЄ базувалися переважно на акціонерному капіталі ПІІ. Характерна риса третього етапу (2002–2007 рр.) – істотне нарощування кількісних обсягів потоків приватного капіталу до перехідного регіону до 2007 р. включно. Особливо значним стало зростання приватних боргових потоків – з 0,4 млрд дол. у 2001 р. до 144 млрд дол. у 2006 р. [408, р. 116, 117]. Основна частина цього припливу набула форми банківських кредитів. У результаті структурного зсуву боргові потоки до перехідних еко-

¹⁰⁴ На рисунках 3.4 – 3.7 дані для ЦСЄ включають дані по Туреччині, але не містять даних по Словенії, Боснії і Герцеговині, Сербії і Чорногорії; дані для СНД містять дані по Монголії.

номік стали перевищувати аналогічні потоки до країн, що розвиваються, а чистий приплив капіталу до перехідного регіону розосередив понад 40 % сукупних потоків капіталу до ринків, що формуються. Ця динаміка вказує на посилення конкуренції між трансформаційними економіками і країнами, що розвиваються, у сфері залучення міжнародного капіталу.

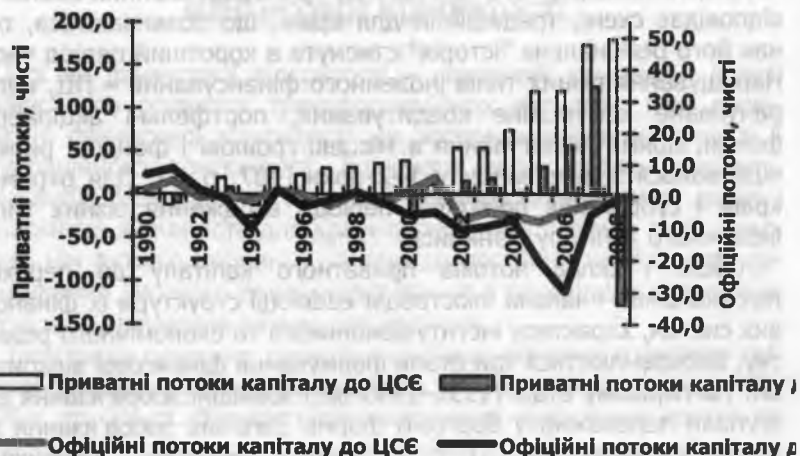


Рис. 3.4. Динаміка чистих потоків капіталу до країн ЦСЕ і СНД, млрд. дол. США
(побудовано за [682, р. 212; 683, електронні таблиці])

Новий характер участі в міжнародному русі капіталу змінив ступінь фінансової інтегрованості і природу ризиків у транзитивних фінансових системах. Серед основних структурних тенденцій:

- еволюція суверенного боргу – перехід від переважно зовнішнього до сполучення зовнішнього і внутрішнього фінансування;
- зміна термінової структури приватних і державних міжнародних боргових зобов'язань у напрямі подовження їх термінів;
- переміщення боргової діяльності від позичальників суспільного сектора до позичальників приватного сектора;
- зростання прямих корпоративних запозичень на міжнародних фінансових ринках.

В основі інтеграційної фінансової відкритості – дисбаланс між національними заощадженнями і внутрішніми інвестиціями. Якщо при дефіциті внутрішніх заощаджень невірноваженість поточно-го рахунку не відшкодовується змінами міжнародних резервів, відбувається приріст зовнішніх зобов'язань країни: підвищений попит на фінансові ресурси задовольняється через приплив іноземного капіталу. Коли схильність до заощадження вища, ніж схильність до інвестування, національні заощадження спрямовуються на придбання іноземних активів, і країна стає постачальником капіталу на світовому фінансовому ринку. Трансформаційні економіки чітко поділяються на дві групи (рис. 3.5): в одній – інвестиції стабільно перевищують заощадження (ЦСЕ), у другій, навпаки, заощадження стабільно перевищують інвестиції (СНД). У ЦСЕ нестача національних заощаджень компенсується закордонними. У СНД означений дисбаланс дещо модифікується, демонструючи дві особливості: 1) спрямування зростаючої частини внутрішніх заощаджень на придбання іноземних активів; 2) відсутність адекватних фінансових механізмів, що уможливають трансформацію національних заощаджень у внутрішні інвестиції. У підсумку необхідний рівень інвестування в обох групах країн однаково забезпечується через залучення зовнішніх фінансових ресурсів. Проте характер інтеграційної фінансової відкритості визначається різними компонентами і напрямками потоків міжнародного капіталу.



Рис. 3.5. Співвідношення національних заощаджень та інвестицій у перехідному регіоні
(побудовано за [683, електронні таблиці])

Узагальнена динаміка приховує розбіжності в рівні і характері фінансової відкритості кожної окремої країни. Особливості динаміки та обсягів припливу іноземного капіталу безпосередньо віддзеркалює динаміка поточного рахунку платіжного балансу. У системі макроекономічних взаємозв'язків сальдо поточного рахунку дорівнює різниці між національними заощадженнями та інвестиціями і є узагальнюючим показником загального обсягу зовнішнього капіталу, що може бути використаний для фінансування інвестицій в країні. Доступ до зовнішнього фінансування визначає розмір дефіциту поточного рахунку, який може дозволити собі країна, що здійснює переорієнтацію структури виробництва і споживання та відновлює запас капіталу. Тому існує прямий зв'язок між здатністю залучати міжнародний капітал і швидкістю реформування перехідних економік, а припливи капіталу чітко кореспондуються з рівнем фінансового розвитку і ВВП на душу населення. Упродовж 1992–2008 рр. у перехідних економіках дефіцит поточного рахунку платіжного балансу зберігався в середньому на рівні 5,6 % ВВП, з максимальним значенням в окремих країнах до 30 % ВВП (Чорногорія у 2007–2008 рр., Азербайджан – 1998 і 2004 рр., Туркменистан – 1998 р.). У цілому чітко виокремлюються чотири групи країн: країни з тривалим і значним дефіцитом (Естонія, Латвія, Литва, Словаччина, Угорщина, Молдова, Грузія, всі країни ПСЄ); країни з помірним у середньому дефіцитом (Словенія, Польща, Чехія, Білорусь, Казахстан); країни з позитивним сальдо (Росія, Туркменистан); країни, де дефіцит і профіцит періодично змінюють один одного (Україна, Азербайджан, Узбекистан, Киргизія). Через відмінності в балансі поточного рахунку розмір чистих зовнішніх зобов'язань перехідних економік набув кардинально відмінних рис. Країни з тривалим і значним дефіцитом поточного рахунку зіштовхнулися з різким погіршенням чистої зовнішньої позиції у формі значної акумуляції зовнішніх зобов'язань, що наблизилась до розміру ВВП. Натомість Росія увійшла до п'ятірки найбільших експортерів капіталу у світі¹⁰⁵.

Найчастіше в літературі аналізуються три головні фактори, які визначають ступінь відкритості національної економіки до міжнародних фінансових потоків: дерегулювання руху капіталу, рівень реальної інтеграції і стабільність валютних курсів [393; 426; 566].

¹⁰⁵ 5,6 % світового експорту капіталу у 2008 рр. [412].

Проте ці змінні лише частково можуть пояснити зміну фінансової відкритості в часі та її відмінності по країнах. Розуміння факторів, що визначають ступінь і динаміку інтеграційної фінансової відкритості, вимагає ширшого підходу, який би порівнював роль різних джерел відкритості. Існує три групи причин, що визначають зміни фінансової відкритості: особливості країни; джерела руху капіталу; екзогенні тимчасові зміни в русі капіталу проти постійних змін. Із урахуванням цього функція фінансової відкритості може бути представлена у вигляді

$$F = F(z, k, t, \epsilon),$$

де F – фінансова відкритість; z – вектор внутрішніх параметрів, які визначають особливості країни; k – вектор зовнішніх чинників, які характеризують джерела руху іноземного капіталу; t – вектор змінюваних параметрів, що охоплюють відмінності між тимчасовими і постійними змінами в русі капіталу, зумовлені поведінковими чинниками; ϵ – випадкова похибка. У сукупності вони відображають наявність стимулів для надання зовнішнього фінансування трансформаційним економікам.

Пояснення динаміки потоків капіталу, орієнтоване на специфіку приймаючих країн, охоплює *внутрішні чинники*, які визначають їхню інвестиційну привабливість і попит на зовнішнє фінансування. У загальному плані це інвестиційна ємність економіки (інвестиційний потенціал) та умови діяльності інвесторів (політичний ризик, макроекономічні умови, інституціональне середовище тощо), які визначають інвестиційний ризик і потенціал доходності. Динаміка фінансової відкритості залежить від таких факторів: зміна потенціалу пропозиції всередині країни (економічна реформа, імпорт фізичного капіталу і знань, темпи економічного розвитку); зміна попиту всередині країни (фіскальна позиція, торговельна відкритість, фінансова лібералізація, приватизація); зміна загально-економічних умов (монетарна політика, податковий режим, продуктивність); еволюція ступеня і характеру фінансового регулювання, рівень фінансового розвитку тощо. Так, темпи інфляції та знецінення національної валюти визначають ступінь і можливість втрати інвестованого капіталу, темпи економічного зростання – доходність інвестування. Циклічні фактори (короткотермінові зміни відсоткових ставок, динаміка відсоткового диференціала між країнами, волатильність валютного курсу) більшою мірою визначають короткотермінові очікування міжнародних інвесторів щодо

доходного потенціалу інвестування і впливають, перш за все, на динаміку короткотермінових фінансових потоків. Структурні фактори, пов'язані з розвиненістю фінансових ринків і поведінкою цін на активи, впливають на оптимальну доходну і ризиковану структуру інвестиційного портфеля, отже, визначають довготермінові тенденції інвестування у фінансові активи, деноменовані в певній валюті. У цілому ця група чинників детермінує розподіл загального потоку капіталу серед країн регіону.

Зовнішні чинники інтеграційної фінансової відкритості за своєю природою поділяються на структурні і циклічні, країнові і глобальні. Серед циклічних факторів головними є зміна умов на світових фінансових ринках (насамперед, періоди турбулентності) і розвиток бізнес-циклу країн-членів ОЕСР, які є основними постачальниками фінансових ресурсів на ринки, що формуються. Економічна динаміка розвинених країн (темпи інфляції, змінюваність валютного курсу, коливання реального ВВП, динаміка відсоткових ставок і фондових індексів тощо) впливає як на попит і пропозицію фінансових ресурсів у світі, так і на коливання економічних показників перехідних економік, отже, і на їх попит на зовнішнє фінансування. Традиційний чинник впливу – рівень світових відсоткових ставок (які можуть бути репрезентовані через ставки США або ЛІБОР). Загальне зростання волатильності світових ставок і цін на фінансові активи – типова ознака нестабільності національних і міжнародних фінансових ринків, яка визначає інвестиційні рішення міжнародних інвесторів, змінюючи міжчасове і міжкраїнове розміщення фінансових ресурсів. Зв'язок між динамікою світових відсоткових ставок і чистим потоком фінансових інвестицій до ринків, що формуються, – обернений: зростання світових ставок підвищує альтернативні витрати інвестування за кордон для інвесторів розвинених країн, зменшує пропозицію й потік портфельних і банківських інвестицій до країн-позичальників.

Поведінка міжнародних інвесторів умотивовується також ринковими тенденціями в глобальному економічному середовищі і структурними змінами в глобальній фінансовій архітектурі. Фінансова консолідація і зміна технологій, поява нових глобальних учасників і глобальна диверсифікація портфельів тощо змінюють рівень ліквідності міжнародних фінансових ринків та обсяг пропозиції світового капіталу. Процес фінансових інновацій у розвинених економіках заохочує прийняття ризиків, що ви-

значає поширення інвестиційних фондів на нових ринках. Цей розвиток відбивається у глобальній тенденції до розширення транскордонної торгівлі фінансовими активами.

Екзогенні поведінкові чинники задають зміни у сприйнятті скоригованого на ризик прибутку на інвестований у країну капітал відносно міжнародного прибутку. В їх основі – своєрідний феномен "перевиробництва" фінансових активів, пов'язаний з поведінковою реакцією міжнародних інвесторів. На прийнятті економічних рішень суттєво впливають психологічні схильності і відхилення в поведінці людини. У теорії поведінкових фінансів виділяються такі типи біхевіористичних факторів, що проявляються при виборі стратегії інвестування: евристики, відхилення, ефекти¹⁰⁶. Хоча всі типи поведінкових чинників здатні породжувати нераціональність інвестиційних рішень, на динаміку фінансової відкритості найбільшою мірою впливає ефект стадності, який відбиває тенденцію міжнародних інвесторів дотримуватись стратегії стандартної поведінки. Наявність цього ефекту пояснюється неспроможністю міжнародних інвесторів координувати свої дії в умовах асиметричної інформації. При недосконалій і дорогій інформації рішення інвесторів про "вхід" або "вихід" з конкретної країни залежить від поведінки інших [26, с. 188; 458, р. 4]. Поширена сучасна тенденція така. Міжнародний капітал рухається на ринки, які перебувають на підйомі навіть у разі, коли ціни перевищують рівень теоретичної рівноваги, оскільки очікується, що кожний інший інвестор робитиме те саме і у такий спосіб буде підтримувати ціни. Подібним чином, капітал залишає ринки при падінні цін і продовжує виходити з них, минаючи точку рівнова-

¹⁰⁶ Процес підсвідомого спрощення складних для сприйняття та аналізу процесів і понять (евристика – heuristics), крім спрощення аналізу з метою ефективного розв'язання проблем, може вести до прийняття нераціональних інвестиційних рішень через хибну оцінку шансів, побудову судження лише на основі наявних фактів, недостатньої пристосовуваності суб'єкта до змін зовнішніх умов (зміни точки відліку) тощо. Схильність людської свідомості до повторення певних процесів мислення і стратегій поведінки (відхилення – biases) також веде до прийняття відмінних від раціональних рішень (безпідставна самовпевненість, надмірний консерватизм та інше), неадекватності очікувань інвесторів щодо майбутнього рівня доходності інвестування [22; 225].

ги, оскільки вважається, що кожний інвестор діятиме так само. Лише коли очікування щодо динаміки ринку змінюються, інвестори модифікують свою поведінку і, відповідно, змінюється тенденція руху капіталу. Вага такого роду зовнішніх факторів у динаміці припливу і відтоку капіталу не була і не є схожою для різних країн, проте, явно чи неявно виражена тенденція стадної поведінки спостерігається постійно, особливо на ринках, що формуються. Домінування ефекту стадності в поведінці міжнародних інвесторів над раціональним економічним аналізом при прийнятті інвестиційних рішень обмежує ефективність фінансової відкритості. Його природній наслідок – глобальні і внутрішні дисбаланси: посилення незбалансованості (внаслідок посилення реакції ринку на незначні зміни), структурні дефіцити між заощадженнями та інвестиціями, формування цінових аномалій, непрогнозовані коливання міжнародних потоків капіталу тощо.

Дві останні групи факторів впливу на фінансову відкритість спільні для всього перехідного регіону: вони детермінують зміни у загальних обсягах потоків приватного капіталу до трансформаційних економік. Проте слід зауважити, що незалежним зовнішнім чинником є приєднання десяти перехідних економік до ЄС. Вільне переміщення капіталів між країнами-членами ЄС – одна з основних свобод спільного ринку. Рух до ЄС йде спільно з лібералізацією потоків міжнародного капіталу при значній орієнтації означених потоків на ЄС. У такому разі набуття (або намір) членства в ЄС слід розглядати як додатковий чинник підвищення рівня фінансової відкритості.

У довготерміновій перспективі для економічного і фінансового розвитку ключове значення має не стільки рівень, скільки структура фінансової відкритості країни. Склад потоків капіталу означає, пов'язані вони з передачею нових технологій і змінами в корпоративному управлінні чи спрямовані на отримання короткотермінових прибутків і тому підлягають раптовим реверсам, породжуючи фінансову нестабільність; відбувається пряме залучення зовнішнього фінансування економічними агентами чи фінансові потоки спрямовуються через банківський сектор і завдяки цьому сприяють фінансовому поглибленню. Залежно від форми надходження капіталу змінюються характер зовнішніх зобов'язань країни і, відповідно, вплив на розвиток внутрішньої мак-

роекономічної ситуації. В основі механізму впливу лежать два основні ефекти – заміщення і взаємодоповнення типів зовнішнього фінансування. Перевищення внутрішніх інвестицій над національними заощадженнями веде до зростання реальних відсоткових ставок, а звідси – до припливу зовнішніх фінансових ресурсів боргового характеру. Альтернативний шлях досягнення відповідності між заощадженнями та інвестиціями забезпечується ПІІ. Для фінансування економічного розвитку необхідні довготермінові фінансові ресурси: короткотермінові вклади або спекулятивні портфельні трансферти не придатні для фінансування довготермінових інвестиційних проектів. Збільшення припливу ПІІ визначає нижчу потребу в іноземних кредитах, у тому числі й короткотермінових (ефект заміщення). Високе відношення ПІІ до ВВП, з одного боку, збільшує кредитоспроможність країни і стимулює іноземне кредитування її розвитку, з іншого – сприяє зростанню темпів економічного розвитку і зменшує потребу у зовнішньому фінансуванні (ефект взаємодоповнення).

Для точної оцінки ефектів фінансової відкритості і формулювання політики, спрямованої на удосконалення її структури, важливо визначити фактори, які знаходяться в основі структури потоків міжнародного капіталу до певної країни. На загальному рівні різні функціональні складові міжнародних потоків капіталу підпорядковуються єдиному спільному принципу – капітал переміщується до тих країн, де може отримати максимальний прибуток. Проте специфічні причини, наприклад, комерційна мотивація прямих і фінансових інвестицій, – різні. Різні види потоків капіталу мають різні властивості – ліквідність, структуру ризиків для резидентів і нерезидентів, вплив на економічний розвиток країни тощо. Вони різняться за режимом оподаткування і наражаються на різний ступінь ризику експропріації. Таким чином, можна припустити, що окремі детермінанти відкритості для потоків капіталу кожного типу відрізняються. Загальноновизнана теорія структури зовнішнього капіталу країни не створена. Численні теоретичні гіпотези та емпіричні дослідження дають суперечливі характеристики щодо детермінантів структури потоків капіталу [376; 482; 486; 671]. Серед представлених у літературі підходів до пояснення формування структури зовнішніх зобов'язань країни, мож-

на виокремити два, які можуть бути корисними для теоретичного пояснення структури фінансової відкритості перехідних економік.

Перший підхід, започаткований А. Разіном, Е. Садкою і К. Йеном, намагається пристосувати теорію корпоративного фінансування до рівня країни [259; 579; 580]. Він визначає субординацію джерел у структурі зовнішнього капіталу країни, базуючись на ролі асиметричності інформації у фінансуванні. Асиметричність інформації між іноземними і внутрішніми інвесторами детермінує відмінності у формах припливу капіталу, зумовлені витратами фінансування. Найменші витрати мають первинні ПІІ; за ними йдуть боргові потоки, потім портфельні акціонерні інвестиції. Причина найменших витрат фінансування ПІІ полягає в тому, що участь іноземних партнерів в управлінні усуває проблему вартості невідповідності інформації. Згідно з даним підходом, фірми будуть намагатися фінансувати себе спочатку через ПІІ (паралельно з нерозподіленим прибутком, отже, внутрішнім акціонерним капіталом), потім – через борг, а потім – через портфельні акціонерні припливи (зовнішній акціонерний капітал). Закордонні ТНК, щоб усунути інформаційні бар'єри, прагнуть розміщувати власних менеджерів у країні-реципієнті і тому здійснюють інвестування за кордоном через ПІІ. Отже, більша асиметричність інформації веде до більшої частки ПІІ в сукупних зовнішніх зобов'язаннях. Більш розвинене інституціональне середовище (наприклад, краще регульовані фондові ринки) скорочує асиметричність інформації і, таким чином, пов'язане з вищою часткою портфельного акціонерного капіталу в зовнішніх зобов'язаннях країни.

Другий підхід, запропонований З. Ченом і М. Кханом [300], виходить із того, що різноманітність структурних характеристик потоків капіталу породжується взаємодією таких параметрів, як ступінь розвитку фінансового ринку і потенціал зростання приймаючої країни. Згідно з даною моделлю, економіки з ринками, що формуються, які здатні привертати портфельні акціонерні потоки від розвинених країн, демонструють особливу комбінацію потенціалу зростання і неефективності фінансового ринку: обидва параметри достатньо високі, а потенціал зростання переважає неефективність фінансового ринку. Привабливість цих економік для іноземних портфельних інвесторів зменшується, якщо домінування параметра зростання стає дуже високим. Країни з до-

статньо високим потенціалом зростання і менш розвиненим фондовим ринком здатні залучати іноземні портфельні інвестиції з інших економік, що формуються, які мають подібний високий інвестиційний потенціал, але більш ефективний фінансовий ринок. Проте, якщо потенціал зростання дуже низький, такі потоки формуватися не будуть. Домінування форми потоку капіталу, за інших рівних умов, залежить від відносної вартості фінансування різних форм потоків капіталу. Коли премія по портфельних потоках висока, вони стають домінуючою формою потоків капіталу. Коли премія від'ємна, як у разі відносно високого зростання і надзвичайно неефективного фондового ринку, перевага віддається іншим формам потоків капіталу, наприклад, ПІІ і борговим потокам. Натомість для країн з дуже низьким потенціалом зростання і фактично відсутнім фінансовим ринком основною формою міжнародних потоків капіталу виступають офіційні гранти і міждержавні кредити. Таким чином, дана модель показує, що більш розвинена інфраструктура фінансового ринку не завжди допомагає привертати іноземні портфельні інвестиції. Для залучення іноземного капіталу країна має досягнути відповідного рівня фінансового розвитку, який є сумісним з потенціалом її економічного зростання.

3.2.2. СТРУКТУРА ФІНАНСОВОЇ ВІДКРИТОСТІ ПЕРЕХІДНИХ ЕКОНОМІК

Основну інформацію про характер змін в інтеграційній фінансовій відкритості перехідних економік надає аналіз динаміки і співвідношення окремих компонентів міжнародних потоків капіталу. Статистичні дані вказують на дві основні закономірності. По-перше, інтеграційна відкритість у країнах ЦСББ і ПСББ забезпечується переважно припливом приватного зовнішнього капіталу, у країнах СНД базується на припливах і відтоках приватного капіталу (рис. 3.6). По-друге, з погляду відносної важливості різних категорій капіталу в загальному обсязі чистих зовнішніх зобов'язань, ПІІ – найважливіший компонент фінансової відкритості перехідного регіону (рис. 3.7). У ряді країн вагома роль належить портфельним інвестиціям і банківському кредитуванню. Росія виокремлюється як нетиповий випадок: попри істотні валові припливи, вона перетворилася на чистого експортера капіталу.

Оскільки кожна країна має свої пріоритети, можливості та обмеження у стратегіях розвитку, відрізняється і комбінація міжнародних потоків капіталу. Усереднені дані щодо груп економік, коли протилежні тенденції в потоках капіталу різних країн не відображаються в сукупних показниках, не дозволяють вважати останні репрезентативними. Оцінка особливостей еволюції структури фінансової відкритості окремих країн потребує аналізу дезагрегованих потоків капіталу до перехідних економік. Такий аналіз дає можливість зрозуміти не лише певні відмінності між країнами, але й визначити загальні тенденції.



* – прогноз

Рис. 3.6. Структура фінансової відкритості за припливом і відтоком капіталу (побудовано за [682, р. 213; 683, р. 283])

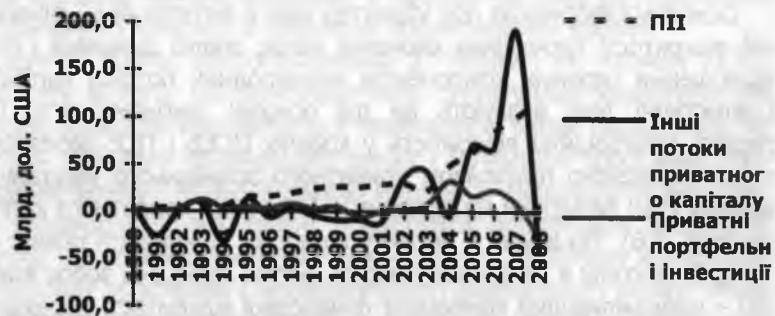


Рис. 3.7. Структура фінансової відкритості за типами потоків капіталу, чистий приплив (побудовано за [682, р. 212; 683, р. 282])

Прямі іноземні інвестиції. Входження приватного капіталу в перехідний регіон розпочалося з ПІІ. Першою країною, яка отримала істотні потоки ПІІ у 1991 р. (переважно у формі придбань під час приватизації) стала Угорщина. У 1992–1994 рр. почали залучати ПІІ Чехія, Польща, Росія, Казахстан і деякі малі країни (Естонія, Словенія, Словаччина). З 1995–1996 рр. зростаючі потоки ПІІ охопили ширший діапазон трансформаційних економік. З кінця 90-х рр. до них долучилися країни ПСЕ-5.

Еволюція обсягів залученого капіталу показує: його приплив відбувався нерівномірно (рис. 3.8, дод. 16). Різкий спад чистого припливу ПІІ до багатьох країн СНД (Азербайджан, Білорусь, Киргизія, Росія) стався у 2000 р. У 2003 р. вперше у кілька разів знизилися потоки ПІІ до провідних країн ЦСЕБ (Чехія, Угорщина, Словаччина), а в Словенії розпочався чистий відтік ПІІ. Так само коливається в часі відносний рівень залучених ПІІ. Найвищі рівні чистого припливу ПІІ (20 % ВВП і вище) спостерігалися в Азербайджані (1996–1998 рр., 2004 р.), Болгарії (2006–2007 рр.), Чорногорії (2005–2007 рр.). За перехідний період регіон отримав чистих ПІІ майже на 500 млрд дол. США¹⁰⁷. Існують, однак, істотні відмінності в рівні чистих ПІІ як по групах перехідних економік, так і в межах цих груп. Основні реципієнти – країни ЦСЕБ, які залучили понад 50 % чистого припливу іноземних інвестицій. У СНД ПІІ спрямовувалися переважно у багаті енергетичними ресурсами економіки. Азербайджан, Казахстан і Росія отримали майже 60 % усього обсягу прямих інвестицій до СНД. Разом з Україною на них припадає понад 82 % чистого припливу ПІІ до субрегіону. Найбільша диференціація спостерігається на рівні такого показника, як кумулятивні чисті ПІІ на душу населення. При середньому значенні у 1237 дол. США його варіація становить від 77 дол. (Узбекистан) до 6337 дол. (Чехія), розбіжність значна і по групах країн – від 428 дол. у СНД до 2294 дол. у ПСЕ і 3616 дол. у ЦСЕБ.

¹⁰⁷ Тут і далі наведені цифри, якщо не оговорено окремо, представлені або розраховані за [652, р. 45; 655, р. 38; 651, table A.2.8].



Рис. 3.8. ПІІ до перехідних економік – чистий приплив за платіжним балансом
(побудовано за [651])

Аналізуючи цей компонент фінансової відкритості, необхідно врахувати головні особливості потоків ПІІ до трансформаційних економік. По-перше, серед основних організаційно-економічних методів входження прямого іноземного капіталу домінує приватизація, а не ПІІ в нові проекти і концесійні угоди. Її значимість відображає висока залежність кумулятивних ПІІ від кумулятивних приватизаційних валових доходів. Одноразова велика приватизація за участю іноземного капіталу одразу переводить економіку до іншої групи країн-реципієнтів ПІІ¹⁰⁸. Зменшення

¹⁰⁸ Так, унаслідок приватизаційної купівлі Криворіжсталі індійською компанією Mittal Steel, чистий приплив ПІІ до України у 2005 р. становив 7533 млн дол. США (9,6 % ВВП). У підсумку Україна посіла друге після

кількості великих приватизаційних угод зменшує загальний чистий потік ПІІ (країни ЦСЄБ у XXI ст.). Означена залежність свідчить, що закінчення процесу приватизації приведе або до зміни моделі залучення ПІІ, або до скорочення потоків ПІІ до перехідних економік, або сполучатиме обидві тенденції. Таке припущення підтверджується тим фактом, що вже у 2005 р. ПІІ, передбачені для приватизації, дещо уповільнились, тому що цей процес наблизився до завершення в багатьох країнах. По-друге, серед трьох основних форм фінансування ПІІ переважають інвестиції в акціонерний капітал. Інші дві форми – внутрішньофірмові позики і реінвестування доходів у середньому складають меншу частку. Співвідношення останніх двох форм коливається залежно від щорічних змін у політиці репатріації прибутків і дивідендів або від необхідності погашення кредитів. Існують, однак, помітні відмінності в характері фінансування ПІІ між менш і більш розвиненими країнами перехідного регіону: у другій групі реінвестування прибутків набуло більшого значення. По-третє, у міру поглиблення ринкової трансформації змінюється структура потоків ПІІ: відбувається зсув від промислового сектора в напрямі сфери послуг (наприклад, інвестиції у енергогенеруючий сектор і телекомунікації). ПІІ зосереджуються переважно в обмеженій кількості галузей економіки. Найбільш важливі галузі-реципієнти – експортно орієнтований нафтогазовий сектор, а також фінансовий сектор, оскільки перспективи зростання і відсоткова маржа в трансформаційних економіках вищі, ніж на внутрішніх ринках розвинених країн. Хоча нові члени ЄС і деякі країни ПСЄ і СНД належать до економік з високим інноваційним потенціалом, обсяг ПІІ в інноваційну сферу незначний. Частковий перерозподіл на користь НДДКР спостерігається лише в окремих економіках (Угорщина, Чехія, Польща, Словаччина, Росія). Зміщення структури ПІІ в напрямі сфери послуг, зокрема, фінансового посередництва, веде до погіршення зовнішнього балансу економіки. По-четверте, зростаючого значення набуває тенденція до вивозу інвестицій за кордон: перехідні економіки починають виступати як джерело ПІІ. В окремих країнах відтік ПІІ (в % ВВП) поступово починає відігравати важливу роль у фінансовій відкритості (рис. 3.9).

Казахстану місце серед країн СНД за обсягами кумулятивного чистого припливу ПІІ.

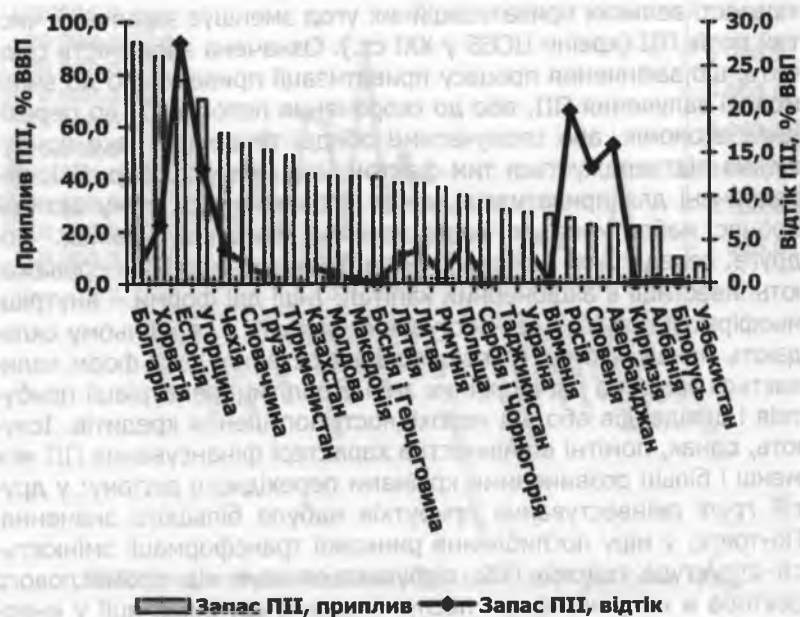


Рис. 3.9. Запас припливу і відтоку ПІІ (побудовано за [689, р. 253–271])

Формування фінансової відкритості, зумовленої потоками ПІІ, підпорядковане дії трьох комплексних закономірностей. Їх комбінація визначає нерівномірність динаміки і розподілу ПІІ, зникнення старих і появу нових лідерів із залучення ПІІ.

Перша закономірність визначається перевагами розміщення ПІІ: наявність природних ресурсів, економіко-географічне розташування, розмір внутрішнього ринку і динаміка його зростання, доступ з внутрішнього ринку на регіональні або інші крупні ринки при порівняно невисоких витратах, розвиненість інфраструктури, обсяг фізичного капіталу, рівень розвитку людського капіталу, кваліфікація робочої сили. За інших рівних умов більші обсяги ПІІ надходили до країн, що створювали сприятливіші економічні умови, а домінуючий стимул для ПІІ до перехідних економік – пошук нових ринків і забезпечення конкурентоспро-

можності шляхом використання дешевих ресурсів. Це стало однією з причин того, що початково з міркувань мінімізації собівартості виробництва ТНК спрямували свої інвестиції на ринки ЦСЄБ. Із зростанням рівня оплати праці в більшості цих країн (Чехія, Угорщина, Польща) після вступу до ЄС, відбувається зсув у структурі розподілу ПІІ серед економік перехідного регіону – переорієнтація міжнародних інвесторів від країн ЦСЄБ на країни ПСЄ і найбільш перспективні країни СНД (Казахстан, Росія, Україна). У процесі розвитку мотиви закордонного інвестування змінюються, неоднозначно впливаючи на динаміку ПІІ, залежно від конкурентної ситуації, динаміки внутрішнього ринку країни, альтернатив конкретної іноземної компанії тощо. У короткотерміновому періоді мотивація сучасних потоків ПІІ є різномірною: у країнах СНД іноземних інвесторів поряд з природними ресурсами приваблює швидке розширення ринків споживчих товарів; у країнах ПСЄ приплив ПІІ пов'язаний з приватизаційними угодами; у країнах ЦСЄБ ПІІ стимулюються частково приватизацією (приміром, чеських компаній Unipetrol і Cesky Telecom), частково – високими темпами їх економічного зростання, наявністю кваліфікованої робочої сили по конкурентних ставках оплати праці і більшою визначеністю режиму регулювання ПІІ після вступу до ЄС.

Достовірною порівняльною оцінкою ступеня відповідності залучення ПІІ економічно обґрунтованому обсягу, зумовленому потенціалом країни, є Індекс залучення прямих іноземних інвестицій ЮНКТАД. Він представлений у вигляді двох індексів: фактичного і потенційного. *Фактичний* – визначає міру інвестиційної привабливості країни для іноземних інвесторів. Він розраховується як відношення частки країни в глобальному припливі ПІІ до частки країни у світовому ВВП. *Потенційний* – визначає потенціал залучення ПІІ. Він ґрунтується на основі стандартизованих значень розмаху варіації 12 економічних і структурних змінних: ВВП на душу населення, темпи економічного зростання, розвиток телекомунікаційної інфраструктури тощо. Високий потенційний індекс свідчить, що ПІІ продовжуватимуть зростати. Співвідношення цих індексів вказує на статус і зміну позиції ПІІ в окремих економіках. Помітна тенденція останніх років – відносно малі країни класифікуються як економіки з високими фактичними ПІІ. Побудова нульової матриці згідно з індексом ЮНКТАД демонструє поділ перехідних економік на чотири групи, кожна з яких

визначається співвідношенням фактичного і потенційного індексів: високий-високий ("лідери"); високий-низький ("вищий за потенціал"); низький-високий ("нереалізований потенціал"); низький-низький ("аутсайтери"). Вона показує, що принаймні три з трансформаційних економік мають значний, але не реалізований потенціал із залучення ПІІ – Білорусь, Росія, Словенія; статус України поліпшився – приплив ПІІ відносно її доходу зріс (табл. 3.3).

Таблиця 3.3. Матриця залучення ПІІ до перехідних економік, 2006 р.
[687, р. 24; 688, р. 14; 689, р. 13]

Потенціал ПІІ	Високі фактичні ПІІ	Низькі фактичні ПІІ
Високий	Азербайджан, Болгарія, Естонія, Казахстан, Латвія, Литва, Польща, Румунія, Словаччина, Угорщина, Україна (2005–2006), Хорватія, Чехія	Білорусь, Росія, Україна (2002–2004), Словенія
Низький	Албанія, Вірменія, Грузія, Киргизія, Молдова, Таджикистан, Македонія	Узбекистан

Друга закономірність зумовлена взаємозв'язком ПІІ і глобалізації, які посилюють один одного. У системі чинників, що визначають динаміку даного компонента фінансової відкритості впливає місце займає формування специфічних глобальних ринків, умотивування яких якісно відрізняється від традиційного інвестування. У сучасному світі домінуюча частка ПІІ припадає на угоди зі злиття і поглинання¹⁰⁹. Серед стратегічних факторів таких угод

¹⁰⁹ Наприкінці ХХ ст. частка вартості транскордонних злиттів і поглинань в обсязі світового потоку ПІІ перевищила 80 % [27]. Варто звернути увагу, що безпосереднє порівняння ПІІ і транскордонних угод зі злиття і поглинання є певною мірою некоректним, оскільки статистика ПІІ базується на даних платіжного балансу, а дані щодо обсягу і кількості транскордонних угод визначаються на основі індивідуальних трансакцій, або вже укладених, або як укладених, так і оголошених. Проте, оскільки понад 90 % вартості транскордонних угод зі злиття і поглинання припадає на придбання більш, ніж 50 % акціонерного капіталу іноземної компанії, що поглинається, то можна говорити про транскордонні злиття і поглинання як форму ПІІ, результати якої безпосередньо відображаються у статистиці платіжного балансу.

часто називають виживання і розвиток компаній в умовах глобалізації. Висока значимість транскордонних угод зі злиття і поглинання вказує на формування нового глобального ринку, що прискорено розвивається, на якому фірми продаються і купуються, оскільки вони зливаються, поглинаються, дезінвестуються [686, р. 133]. У результаті триваючого процесу міжнародної консолідації транскордонні злиття і поглинання, особливо пов'язані з грошовою приватизацією великих підприємств, виступають важливим каналом припливу ПІІ до перехідних економік. Нова тенденція – транскордонні злиття і поглинання, здійснювані власне суб'єктами перехідних економік. Включення фірм перехідних економік у новий глобальний ринок компаній якісно змінює характеристики взаємодії трансформаційних економік зі світовим господарством – завдяки фінансовій відкритості вони стають невід'ємним елементом цілісної глобальної системи.

Третя закономірність характеризується модифікацією традиційних чинників припливу ПІІ через дію особливих аспектів. В їх основі – різні геополітичні пріоритети, відмінності політики щодо припливу і відтоку ПІІ, диференційованість інституціональних структур. У цьому сенсі можна виокремити три категорії перехідних економік.

Перша – економіки, орієнтовані на євроінтеграцію, де політика у сфері ПІІ інтегрована у стратегію розвитку і відбиває, серед іншого, ступінь приєднання до ЄС (ЦСЄБ і ПСЄ-3). Для цієї групи країн фінансова відкритість, забезпечувана припливом ПІІ, має розглядатися як внутрішній процес переходу та інтеграції до ЄС. Фактично ПІІ (поряд із зовнішньою торгівлею) виконують функцію найважливішого і найефективнішого важеля інтеграції цих країн до ЄС і нарощування їх фінансової відкритості. Стрімкому проникненню ПІІ до економік цієї групи сприяла передусім політика, що розглядала зарубіжні інвестиції як основну рушійну силу реструктуризації і модернізації економіки, єдину можливість дістати доступ до сучасних технологій і значних фінансових ресурсів. Це визначило спільну важливу рису лібералізації руху капіталу у країнах ЦСЄБ – спрямованість стратегії на залучення іноземних капіталів: приплив ПІІ був першою статтею рахунку капіталу, яка підлягала лібералізації. Така політика, поєднана з кращими стимулами для іноземного інвестування і низьким політичним ризиком, забезпечила країнам першої хвилі найбільші обсяги чистих ПІІ на душу населення.

Інтеграція до ЄС і приплив ПІІ – паралельні і взаємопосилювані процеси. У більшості випадків кожна нова фаза інтеграції супроводжувалася великими хвилями припливу ПІІ. Уже власне переговори про вступ до ЄС визначають напрямки політики щодо ПІІ – зниження корпоративного оподаткування, скасування податкових пільг, принцип рівності для внутрішніх і зовнішніх інвесторів, спрощення доступу для резидентів ЄС тощо. Це чітко демонструє політика країн другої хвилі. Коли розпочався процес приєднання до ЄС, Румунія запровадила 16 %-й загальний податок на прибутки та доход і водночас усунула більшість податкових привілеїв, Болгарія скоротила корпоративний податок з 19,5 % до 15%. У той же час обидві країни анонсували законодавство відносно спрощення придбання нерухомості резидентами ЄС після приєднання. У країнах ПСЄ-3 така орієнтація на тлі збільшення виробничих витрат у країнах ЦСЄБ визначила кількарізове збільшення припливу ПІІ. Підпорядкованість політики ПІІ пріоритету вступу до ЄС зумовлює спрямованість потоків іноземного капіталу – саме країни ЄС є основним джерелом ПІІ до цієї групи.

Друга – економіки, що базуються на багатих природних ресурсах (Росія, Азербайджан, Казахстан). Тут політика щодо ПІІ великою мірою пов'язана з акумулюванням значних доходів від високих міжнародних цін на енергоносії і визначенням (або перевизначенням) ролі країни у світовій економіці. Характерна риса цих країн – поєднання залучення високих валових обсягів ПІІ (які концентруються в природних ресурсах і пов'язаному виробництві) з одночасним значним інвестуванням за кордон. Суттєвий приплив ПІІ в ці країни приваблюють великі нафтові і газові проекти та, у випадку Росії, розмір і швидке зростання внутрішнього ринку. Разом з тим, ці країни значною мірою орієнтовані на міжнародну експансію: ціни на енергоносії і конкуренція за ресурси дозволяють їм підтримувати високий рівень зовнішніх інвестицій. Найбільш експансіоністську політику закордонного інвестування здійснює Росія. Російські інвестиції абсолютно домінують у зовнішніх ПІІ регіону (76,3 % запасу відтоку ПІІ на 2007 р.). Вони почали послідовно зростати з 2000–2001 рр. Цей процес інтенсифікувався після лібералізації рахунку капіталу в липні 2006 р. Економічні і політичні мотиви інтернаціоналізації російських корпорацій у формі закордонного інвестування включають акумуляцію значних грошових резервів, невідповідність внутріш-

нього ринку активності та амбіціям великих компаній, прагнення диверсифікувати свої портфелі, конкуренцію за ресурси і розширення доступу до стратегічно важливих сировинних товарів, державну політику, націлену на стимулювання міжнародної експансії¹¹⁰. Росія є особливо важливим джерелом ПІІ для країн СНД. Водночас їй притаманна зростаюча активність в інших перехідних економіках, де її зовнішні інвестиції спрямовані переважно в нові проекти. Російські корпорації збільшують інвестування також за межами перехідного регіону, насамперед, через поглинання великих фірм у розвинених економіках (для розширення присутності в переробному сегменті енергетики і металургії) і розширення сфери операцій в Африці (для збільшення обсягів поставок сировини) [687, р. 78, 79, 134–135; 689, р. 68–69].

Із урахуванням цього можна говорити про певну переоцінку потоків ПІІ як чинника фінансової відкритості перехідних економік. Якщо за абсолютними обсягами чистих ПІІ безумовним лідером залишається Польща, яка за період 1989–2007 рр. залучила майже 100 млрд дол. США, то за запасом припливу ПІІ лідером є Росія. На 2007 р. запас залучених Росією ПІІ становив 30,8 % сукупного обсягу ПІІ, накопичених перехідними економіками, Польщі – 13,5 %. Поясненням низьких чистих ПІІ до Росії є її висока активність як прямого інвестора в інших країнах.

Для структурного оновлення і підвищення конкурентоспроможності країна може використовувати як імпорт, так і експорт ПІІ. В обох випадках купуються іноземні активи (ресурси, здібності, доступ до ринків, патентів, торговельних марок, підприємни-

¹¹⁰ У Росії держава збільшила свою частку до мажоритарної в одній з найбільших у зовнішньому інвестуванні російських ТНК "Газпром" і придбала головну нафтову фірму із зовнішнього інвестування "Сибнафта". Така сама політика спостерігається і в Казахстані, де прийнято закон про узгодження виробничої частки, який зарезервував за державною компанією "KazMunaiGaz" 50-відсоткову частку в усіх офшорних проєктах плюс право визначати вид укладеного контракту. Збільшення присутності держави у ТНК дозволяє якщо не ототожнювати, то, принаймні, говорити про ідентичність дій російських ТНК і Росії, як держави, в глобальній економіці. Транскордонні злиття і поглинання, зорієнтовані на розвинені країни, свідчать про тенденцію до концентрації капіталів на основі російських компаній у глобальному масштабі для встановлення домінування на окремих світових ринках (ринок нафти, газу і т. д.).

цьких навичок, інститутів), які сприяють ефективності та отриманню динамічних відносних переваг [687, р. 147]. Залучення ПІІ виступає найбільш сприятливим засобом "створення" активів для країн ЦСЄБ. В економіках, які мають ліквідність для придбання іноземних активів (Росія, Казахстан), навпаки, інвестиції за кордон, зокрема, в розвинені країни, використовуються як засіб і один з найшвидших шляхів отримання доступу до "конкурентних переваг" іноземного капіталу. У результаті формуються різні структури фінансової відкритості, рівень і динаміка якої визначається потоками капіталу, протилежними за напрямом.

Третя – економіки, де незбалансована система державного регулювання іноземних інвестицій поєднується з факторами, що звужують інвестиційну привабливість країни. Це країни ПСЄ-5 і СНД, які не експортують нафту або газ. Вони можуть пропонувати досить великий набір переваг розміщення ПІІ (наприклад, Україна), однак, останні нівелюються через наявність обмежень, що негативно позначаються на інвестиційному кліматі країни. Комбінація цих обмежень стосується внутрішньої політичної стабільності, стабільності законодавства, захисту прав власності, лібералізації і дерегулювання бізнесу, рівня корупції, ступеня розвитку ринкових відносин, характеру й темпів ринкових реформ тощо. Аналіз взаємозв'язку між швидкістю реформування економіки та обсягом ПІІ вказує, що нерівномірність розподілу ПІІ в перехідному регіоні значною мірою пояснюється саме такими обмеженнями. Існує тісний статистичний взаємозв'язок між зростанням ПІІ і лібералізацією економіки, а також такими стандартними змінними, як макроекономічна стабільність, рівень реформування економіки, бюрократичні бар'єри тощо [401, р. 20–25, 30; 610, р. 350–353]. Через недостатню реформованість і менш сприятливі загальні умови економічної діяльності країни цієї групи отримали менші обсяги ПІІ, основна частина яких пов'язана з приватизацією і поглинаннями. Ознаки змін у динаміці ПІІ до цієї групи відносяться до ХХІ ст., коли інвестиційний клімат у цих країнах вийшов на якісно новий рівень, і вони стали інвестиційно привабливішими для іноземних ТНК. У той же час динаміка ПІІ не є ідентичною в усіх країнах.

Різке зростання чистих потоків ПІІ до ПСЄ у 2002–2004 рр. пов'язане головним чином з великими приватизаційними угодами і поглинаннями в банківському секторі. У короткотерміновому

періоді рух ПІІ до цих країн зумовлюють три обставини: 1) істотний прогрес країн ПСЄ щодо приєднання до ЄС, що стало сигналом для інвесторів про довготермінову спрямованість субрегіону в євроінтеграцію; 2) покращення іміджу субрегіону – міжнародні рейтинги більшості країн підвищилися, покращився їх економічний клімат, збільшився потенціал зростання; 3) часткове переміщення бізнесової активності європейських інвесторів із країн ЦСЄБ до ПСЄ, де нижчі витрати праці і рівень оподаткування. Хоч приплив чистих ПІІ сконцентрований головним чином у ПСЄ-3, де він покриває понад половину дефіциту поточного рахунку, важливими реципієнтами є також країни ПСЄ-5 (насамперед, Сербія і Чорногорія). Географічна близькість ринків ПСЄ і дешева кваліфікована робоча сила робить їх потенційними основними адресатами інвестицій з ЄС в майбутньому.

Найбільші одержувачі ПІІ в означених країнах СНД – Україна і Грузія, де інвестиційні потоки зумовлені як приватизацією, так і хвилею транскордонних злиттів і поглинань. Проте зовнішні диспропорції і різкі коливання валютних курсів на тлі структурної слабкості і фінансової і корпоративної вразливості продовжують стримувати нарощування прямого іноземного інвестування до цієї групи країн. Найменшу роль ПІІ відіграють у Білорусі та Узбекистані – запас залучених ПІІ становить лише 10,0 % і 7,4 % ВВП, відповідно. Хоча в інших країнах цієї групи показник запасу іноді відповідає рівню більш розвинених перехідних економік, низький рівень ПІІ на душу населення говорить про суто статистичний, а не економічний феномен. Висока частка ПІІ у ВВП пояснюється слабкістю національного виробництва, низьким рівнем ВВП і практичною відсутністю інвестицій з цих країн.

Враховуючи, що ПІІ – головний чинник інтеграційної фінансової відкритості, важливо побачити, яким чином може і має змінитися їх потік. Аналіз потоків ПІІ до перехідних економік дає підставу для таких висновків.

1. *Обсяг зобов'язань по ПІІ щодо розміру економіки не може зростати високими темпами у країнах, де це співвідношення передбачає іноземне володіння значною часткою внутрішнього акціонерного капіталу.* Ступінь проникнення іноземних інвестицій у національну економіку характеризується відношенням накопичених інвестицій до ВВП. На кінець 2007 р. запас залучених ПІІ щодо ВВП становив 78 % в Естонії, близько 71 % в Угорщині,

53,6 % у Словаччині, близько 58 % у Чехії, близько 92 % у Болгарії, 87 % у Хорватії, близько 52 % у Грузії (рис. 3.9). Високий рівень показника вказує, що економічні вигоди, які отримала країна від припливу ПІІ майже досягли граничної межі. По-перше, хоч акціонерні потоки дозволяють країні-реципієнту розділити ризик з іноземними інвесторами більш ефективно, ніж зовнішні борги (адже прибутковість ПІІ прямо пов'язана з ефективністю інвестування), в дійсності вартість таких зобов'язань може перевищувати вартість боргу через акціонерну "премію" прямих інвесторів. Ціною залучення ПІІ є значні виплати іноземним інвесторам: у резидентів залишається лише частина доходів від проєкту, профінансованого за рахунок ПІІ. Великий запас ПІІ та їх відносно висока прибутковість ведуть до значного дефіциту балансу доходів (ЦСЄБ) [652, р. 28, 29]. Стабілізація поточного рахунку платіжного балансу вимагає коригування політики в напрямі скорочення ПІІ до таких країн і одночасного збільшення ними зовнішнього інвестування. По-друге, високий рівень акумульованих ПІІ змінює модель припливу ПІІ. Основний сучасний режим іноземного інвестування в більшості перехідних країн-членів ЄС – реінвестування прибутків закордонних філій і конверсія портфельних інвестицій у прямі¹¹¹, меншою мірою – поглинання і первинні інвестиції, що утворюють нові дочірні компанії. Потенційне погіршення бізнес-середовища і, що більш імовірно, зростання конкуренції від альтернативного розташування інвестицій, створюють ризик збільшення репатріації доходу. Це показує, що приплив ПІІ до таких економік буде уповільнюватися, а нарощування їх фінансової відкритості більшою мірою визначатиметься прямими інвестиціями за кордон. Деякі країни ЦСЄБ (Естонія, Словенія, Угорщина тощо) вже мають істотний відток ПІІ, оскільки місцеві компанії, що перебувають в іноземній власності, розширюють зовнішнє інвестування.

2. *Вигоди від припливу іноземного капіталу визначають потенціал нарощування фінансової відкритості країн з відносно низьким запасом залучених ПІІ.* Ця тенденція має об'єктивний характер. У міру збільшення інтегрованості країн ЦСЄ іноземний капітал просувається на нові регіональні ринки. Відповідно, країни

¹¹¹ Наприклад, у Чехії, Естонії та Угорщині разом 29 % припливу ПІІ у 2005 р. – це реінвестований прибуток [653, с. 35; 687, р. 85].

ПСЄ і СНД починають змінювати модель і структуру фінансової відкритості, насамперед за рахунок збільшення припливу ПІІ. Згідно з оглядом PricewaterhouseCoopers [560], консолідація банківської індустрії країн СНД, а також поточна глобальна фінансова криза можуть прискорити ПІІ до сфери фінансових послуг, особливо в роздрібному банківництві і страхуванні. Серед країн СНД Росія та Україна – найбільш перспективні економіки для розміщення ПІІ. Їх попит на іноземні інвестиції зумовлений трьома чинниками: низькою інвестиційною активністю національних підприємств; необхідністю диверсифікувати економіку за допомогою залучення ПІІ в промислове виробництво з високою доданою вартістю; потребою технологічної і технічної модернізації промислового виробництва, ринкової і соціальної інфраструктури. За міжнародними оцінками Росія класифікується як одна з найбільш інвестиційно привабливих 10 країн світу, Україна займає сьоме за привабливістю місце щодо призначення інвестицій для європейських інвесторів [185]. Можна припустити, що в середньотерміновій перспективі ці країни стануть провідними реципієнтами ПІІ в перехідному регіоні (хоч відносно ВВП і в перерахунку на душу населення приплив ПІІ скоріше за все залишиться невисоким). Однак внаслідок швидкого зростання зовнішніх ПІІ фінансова відкритість цих країн (зокрема, Росії) визначатиметься двома зустрічними міжнародними потоками – вивозом і ввозом капіталу.

Кредитні потоки. Категорія "інші інвестиційні потоки" (або кредитні потоки) – другий після ПІІ компонент фінансової відкритості за обсягами припливу зовнішнього капіталу. Її функціональні складові – торговельні кредити і позики (фінансові кредити), банківські депозити, рух готівкової валюти і прострочена заборгованість. Внаслідок значної різноманітності означених потоків, їх динаміка упродовж періоду переходу зазнала значних змін.

Загальна тенденція динаміки чистих кредитних потоків спільна для основних груп перехідних економік – зростання у 1993–1997 рр., скорочення, яке припало на періоди розгортання міжнародних фінансових криз (триваліше у країнах СНД і ПСЄ) і відновлення зростання потоків з 2001–2002 рр. у країнах ЦСЄБ і з 2003 р. у країнах СНД і ПСЄ. У різні періоди і для різних країн визначальними для цієї категорії були різні типи фінансових опе-

рацій. У СНД динаміка інших інвестицій значною мірою зумовлена заборгованістю перед іноземними державами. У ЦСЄБ спостерігається висока залежність потоків інших інвестицій від ПІІ. В усіх економіках важливим є вплив на динаміку інших інвестицій органів монетарної влади і державного управління, які, як правило, виступають чистими позичальниками. Значні виплати зовнішнього державного боргу – часта причина чистого кумулятивного відтоку фінансових ресурсів¹¹². Дивергенція в тенденціях економічного і фінансового розвитку і масштаби країни визначають нерівномірність у регіональному поширенні кредитних потоків: їх частка в сукупних потоках менша у більших країнах (Чехія, Угорщина, Польща), ніж у малих (країни Балтії, Словенія, Словаччина). В окремих країнах кредитні потоки – більш важливе джерело чистого фінансування, ніж ПІІ, і є головною складовою фінансової відкритості.

Головні особливості кредитних потоків до перехідних економік визначаються банківським кредитуванням, а банківський сектор залишається ключовим посередником у пропозиції іноземного капіталу. Щоб адекватно представити реальні масштаби міжнародного банківського кредитування, необхідно врахувати всі можливі канали і фактори іноземного кредитування національної економіки¹¹³.

Комерційні банки були головним джерелом зовнішнього фінансування досліджуваних країн у 80-х рр. Кредитні відносини продовжували розвиватись попри нестабільність початкових років переходу, але обсяг і природа кредитування змінились. Утримання "кредитної" складової фінансової відкритості вище або

¹¹² Так, в Росії різке скорочення простроченої зовнішньої заборгованості внаслідок реструктуризації зовнішнього боргу перед Лондонським клубом кредиторів створило велике від'ємне значення інших інвестицій у 1997 р. У 1998–1999 рр. заборгованість знову зросла, а потім з 2000 р. почала скорочуватися і перестала визначати динаміку інших інвестицій [45, с. 33].

¹¹³ Дані щодо обсягу валових консолідованих кредитних вимог і зобов'язань іноземних банків у всіх валютах і на всі сектори економіки кожної країни (транскордонні вимоги в усіх валютах і місцеві вимоги їх філій в іноземних валютах) надає статистика БМР. Варто звернути увагу, що ці дані відбивають не потік (обсяг отриманих кредитів у певний рік), а запас (обсяг заборгованості на кінець року).

нижче її довготермінового потенціалу – результат дії багатьох чинників. Аналіз показує, що характеристики банківських потоків до перехідних економік значною мірою визначаються стандартним набором економічних змінних: макроекономічною стабільністю, рівнем економічних реформ, торговельною і фінансовою лібералізацією тощо. При цьому їх динаміка кореспондується з динамікою банківського кредитування ринків, що виникають, і тісно прив'язана до кон'юнктури міжнародного банківського ринку. Цей тип зовнішнього фінансування швидко зростав у 90-х рр., однак, після азіатської кризи 1997 р. і російського дефолту 1998 р. суттєво уповільнився. Особливо різко скоротилося банківське кредитування СНД: запас чистих зовнішніх запозичень від іноземних банків з 1998 по 2000 р. зменшився майже в 5 разів (дод. 17). Хоч кредитування країн ЦСЄ не зазнало такого значного падіння, їх чисті зобов'язання перед іноземними банками також скоротились. Тенденція змінилась на протилежну з початком XXI ст. (рис. 3.10). Зростання кредитних потоків, пов'язане як з подальшою лібералізацією рахунку капіталу і мікроекономічною стабілізацією, збільшенням фінансового поглиблення перехідних економік, так і з загальним зростанням банківського кредитування ринків, що формуються. Нові кредити спрямовувалися в основному до країн ЦСЄБ і СНД. Приєднання до ЄС істотно збільшило міжнародну банківську активність у нових країнах-членах (найбільшою мірою у Польщі, Угорщині і Чехії), насамперед, завдяки гармонізації банківського законодавства і мінімізації ризику. Це проявилось у розширенні вимог на всі сектори цих економік. У ПСЄ кредитні потоки сконцентровані насамперед на Румунії і Хорватії. Серед країн СНД найвище зростання кредитування з боку іноземних банків сталося в Казахстані й Україні (у 15,9 і 30 разів, відповідно, за 2002–2007 рр.). Ця динаміка суперечить уявленню, що банківське кредитування більш стабільне, ніж фінансування через випуск цінних паперів. Вона показує, що 1) лібералізація руху капіталу і висока частка короткотермінових кредитів надає міжнародним банкам можливість швидко змінювати напрями кредитування; 2) зовнішні чинники, які не контролюються і не визначаються країною-позичальником, більше, ніж внутрішні, визначають кредитні потоки, отже, рівень фінансової відкритості.



Рис. 3.10. Вимоги і зобов'язання перехідних економік перед іноземними банками

(розраховано і побудовано за [241, р. А36–А43; 242, р. А36–А43; 243, р. А36–А43; 244, р. 36–А43; 245, р. 30–37])

Характеристики розвитку міжнародних банківських потоків до перехідного регіону мають певну специфіку.

1. *Висока залежність міжнародного кредитування від двосторонньої торгівлі.* Торговельні фінанси, пов'язані з міжнародними торговельними угодами, стали першим кроком у залученні кредитних потоків і їх основною формою на ранньому етапі переходу. Початкове і швидке зростання цього виду фінансування зумовлене двома обставинами. По-перше, торговельні фінанси особливо важливі для менш кредитоспроможних країн (із неінвестиційним рейтингом або без рейтингу) з обмеженим доступом до міжнародних позик: товари, якими торгують, слугують як забезпечення. Перехідні економіки, які не мали інших форм доступу до зарубіжних банків, інтенсивно використовували для запозичення торговельні фінанси. Розвиток цієї форми фінансування стимулювала урядова політика, спрямована на просування експорту, яка передбачала державні гарантії для торговельних кредитів. По-друге, вартість торговельного фінансування в

90-х рр. була історично низькою. Середній спред по торговельних фінансах знизився від близько 701 у середині 1980-х рр. до 150 базисних пунктів перед азіатською кризою і в середньому був на 28 базисних пунктів нижчий, ніж спреди по банківських позиках у 1996–2002 рр. [407, р. 127–130].

Підвищення кредитоспроможності перехідних економік і покращення якості кредиту сприяло зсуву від торговельного фінансування до інших видів і форм кредитування – міжбанківського кредитування, міжнародного синдикованого кредитування, проектного фінансування тощо. Проектне фінансування розвивалося на основі проектів ПІІ і синдикації з міжнародними фінансовими інститутами (такими як ЄБРР і МБРР). Його поширення базувалося на переході приватизації до нової фази, орієнтованої на збільшення продажу великих підприємств та інфраструктури. Тенденція розширення синдикованого кредитування перехідних економік – це частина реструктуризації традиційної ролі банків у розвинених країнах. Вона співпадає зі змінами в ціноутворенні синдикованих кредитів і їх переорієнтацією на ринок капіталу. Тому нарощування синдикованого кредитування значною мірою визначалося зовнішніми чинниками: рівень ліквідності банків на зрілих ринках та неповне використання ними лімітів внутрішнього ризику щодо економік, що виникають; попит на синдиковані кредити з боку розвинених країн для фінансування злиття і поглинання; зростання страхування політичних ризиків (яке пропонується експортними кредитними агенціями); прагнення міжнародних банків розширювати ділові можливості на ринках, що формуються, тощо. Сучасне зростання синдикованих кредитів значною мірою задається попитом російських банків та енергетичних корпорацій і, частково, необхідністю рефінансування попередніх проектів. У цілому торговельне фінансування, що надається міжнародними комерційними банками і передається внутрішнім позичальникам через кредитування внутрішніх банків, залишається важливим джерелом оборотного капіталу для компаній перехідних економік.

2. *Значна асиметричність розподілу потоків банківського кредитування в часі і по країнах.* Частка країн СНД у сукупних кредитних потоках, велика до розпаду Радянського Союзу, у 90-х рр. залишалась відносно низькою. Натомість банківське

кредитування більш розвинених країн ЦСЄ зростало стійкими темпами. В основі цієї тенденції є кілька причин. Міжнародне банківське кредитування базується на побудованих у часі прямих взаємозв'язках між партнерами. Відсутність усталених зв'язків визначає попит банків на страхування ризику контрагента. Удосконалення правової основи для забезпеченого кредитування, так само як і формування зв'язків між банками, створює сталу мотивацію до розширення обсягів кредитних потоків. Ця закономірність і зумовила відмінності у швидкості розвитку банківських потоків серед економік перехідного регіону. Більшість кредитних операцій з країнами ЦСЄ здійснювали західноєвропейські банки, які мали давні відносини з банківськими установами цих країн. У процесі зростання потоків між ними умови угод для банків із ЦСЄБ були пом'якшені: додаткові вимоги поступово замінені відкритими формами документарного кредиту і програмами середньотермінового рефінансування. Негарантовані міжбанківські операції з країнами СНД зайняли більше часу для відновлення, частково внаслідок більш нестійкого макроекономічного і регуляторного середовища, частково тому, що в банківських системах країн СНД швидко почали домінувати нові приватні банки, встановлення взаємозв'язків яких потребувало часу¹¹⁴. Розширення кредитування комерційних банків країн СНД у 1995–1997 рр. великою мірою базувалося на основі формування таких взаємозв'язків.

Концентрація банківських потоків значною мірою визначається інституціональними чинниками. Якість правової системи і політичне середовище – ключові детермінанти обсягу міжнародних банківських потоків, які мають незалежні ефекти [544]. Банки схильні інвестувати в країни з ефективнішими законодавчими системами, оскільки наражаються на менші агентські витрати. Корумпованість діє подібно до податку, зменшуючи іноземні банківські інвестиції. У країнах зі слабким інституціональним середовищем, банки наражаються на більші збитки внаслідок нестабільності макроекономічних умов. Слабкі інститути знижують здатність уряду збирати податки і ведуть до неефективної макроеко-

¹¹⁴ У СНД єдиним винятком був "Внешэкономбанк" Росії, наступник радянського банку "Внешторгбанк", який мав привілейований доступ до фінансування від своїх давніх західних банківських партнерів.

номічної політики (протекціоністські заходи, підвищене податкове навантаження, висока інфляція тощо). Витрати, пов'язані з управлінням ризиками і оцінюванням кредитної інформації, зростають через більшу невизначеність і ризик. Тому при слабкому інституціональному середовищі банки прагнуть до отримання вищої доходності, яка компенсує більший ризик, що в тенденції обмежує міжнародну кредитну експансію. У результаті економіки з нижчим рівнем інституціонального розвитку отримали менші обсяги банківського кредитування, а головними реципієнтами іноземних кредитів стали країни ЦСЄБ.

Найбільшою мірою варіація потоків банківського кредитування пов'язана з диференціацією національних фінансових структур і рівнем розвиненості банківської системи. Зростання припливу фінансових кредитів кореспондується з інтенсивністю розвитку транзитивних банківських систем: закінченням реструктуризації і приватизації банків, формуванням розвиненого міжбанківського ринку, розширенням кредитування домогосподарств і фірм тощо. Особливо тісно міжнародні банківські потоки пов'язані з кредитним зростанням перехідних економік. Збільшення припливу фінансових кредитів в основному було викликано конкуренцією іноземних банків за ринкову частку в операціях з широкою клієнтурою і високими нормами прибутку на ринках перехідного регіону. Кредитний бум у трансформаційних економіках підтримувався фінансовими надходженнями через банківську систему [323; 351]. Це вказує на формування двостороннього зв'язку: міжнародні кредитні потоки сприяють фінансовому поглибленню, а збільшення фінансової глибини стимулює більші кредитні потоки.

3. *Специфічний розподіл міжнародних банківських потоків по інституціональних секторах економіки.* На відміну від розвинених країн, де головну роль відіграє банківський сектор, характерна риса кредитних потоків до перехідних економік – висока частка прямих запозичень виробничим сектором. Приватні позичальники почали домінувати на ринку кредитів з 1995 р. На підвищений попит на прямі іноземні запозичення з боку підприємств впливає комплекс чинників: великий розрив між вартістю внутрішніх та іноземних кредитів; неспроможність новостворених дрібних приватних банків задовольнити потреби в кредитах з боку крупних фірм (СНД); висока частка іноземної власності у виробничому

секторі, оскільки іноземні компанії мають легкий доступ до іноземних банків (Польща, Чехія); тривала реструктуризація і приватизація великих банків, які утримували велику частку недіючих кредитів і мали низьку ефективність (Чехія, Словаччина) тощо. Протидіюча тенденція – високі трансакційні витрати прямих іноземних запозичень для компаній і міжбанківська конкуренція за кредитоспроможних корпоративних клієнтів на внутрішніх ринках. Як наслідок, на тлі загальної тенденції склад і динаміка секторального розподілу активів і зобов'язань по країнах не є однорідними. В одних економіках (Естонія, Латвія, Словенія, Угорщина) міжнародні кредитні потоки в основному спрямовувалися через банківський сектор, в інших (Чехія, Литва, Польща, СНД) – через виробничий сектор, у третіх (Словаччина) – частки банківського і виробничого секторів були майже однаковими. У процесі розвитку транзитивних банківських систем значна частина прямих іноземних запозичень виробничого сектора була заміщена фінансовими потоками через внутрішні банки¹¹⁵. Хоч проходження потоків через банки домінує, практично в усіх країнах кредити виробничому сектору концентрують високу частку консолідованих міжнародних вимог іноземних банків до перехідних економік¹¹⁶.

4. *Значний обсяг залучених міжнародних кредитів і позик не веде до значного чистого припливу фондів.* Однак є принципові відмінності в поясненні такої тенденції. У країнах ЦСЄ це пов'язано з трансформацією ролі іноземних банків: зсувом їх активності в напрямі збільшення внутрішнього кредитування цих економік. Наслідок такого розвитку – заміщення прямого транскордонного кредитування з боку міжнародних банків місцевим кредитуванням їх зарубіжних дочірніх підприємств. У результаті у країнах ЦСЄБ зростання кредитування іноземних банків значною мірою відповідає розширенню вимог їх закордонних підприємств на внутрішніх кредитних ринках цих економік. У країнах СНД міжнародні кредитні потоки не доповнюються таким значним ростом кредитів внутрішніми представництвами іноземних банків. На-

¹¹⁵ Згідно з даними З. Арвая, проходження через банки інших інвестиційних потоків домінує з 2000 р. майже в усіх країнах ЦСЄБ (крім Литви і Польщі) [206, р. 18, 19].

¹¹⁶ Винятком є кілька країн СНД (Білорусь, Казахстан, Таджикистан, Туркменістан та Узбекистан) [242, р. А58–А61].

впаки, в деяких з них сталося різке скорочення частки активів іноземних банків (Таджикистан), у деяких відбулося скорочення абсолютних обсягів міжнародних кредитів (Киргизія, Туркменістан, Узбекистан). Однак відносно низький рівень чистих зобов'язань перед іноземними банками країн СНД переважно зумовлений значним збільшенням депозитів, розміщених за кордоном Росією, Україною і Казахстаном (дод. 17). Одна з причин зростання зовнішніх депозитів – активне управління центральними банками накопиченими валютними резервами. Інший важливий аспект – збільшення офшорних заощаджень внутрішніх економічних агентів, стимульоване високими сукупними податковими ставками, у тому числі на інвестиційний дохід (рис. 3.11). Середня частка офшорних банківських депозитів проти внутрішніх у перехідних економіках зростає з 12,4 % у 1995 р. до 25,8 % у 2007 р. Особливо високі обсяги вкладень у закордонні банки притаманні Росії: відтік депозитів складає близько половини загального валового відтоку капіталу з країни і становить майже 53 % обсягу депозитів трансформаційних економік в іноземних банках. Специфіка офшорних заощаджень – вони створюють основу для двосторонньої фінансової торгівлі, коли країна залучає іноземні інвестиції за рахунок заощаджень власних резидентів, що зберігаються за кордоном. Їх роль зростає в разі, якщо такого роду закордонні інвестиції можуть бути достатньо легко приховані від внутрішньої податкової влади і поєднуються з пільгами для іноземних інвесторів. Згідно з існуючими даними, у 2000–2007 рр. значна частина банківських кредитів, наданих економікам перехідного регіону, формувалася за рахунок двох основних джерел [677]. *Перше* – депозити нафтодобувних країн, зокрема Росії, 80 % яких спрямовується на кредитування. *Друге* – депозити країн з ринками, що формуються, які не є експортерами нафти; на кредити спрямовується близько половини цих коштів. Таким чином, депозити перехідних економік фінансують міжнародні банківські потоки у власні економіки, а банківське рециркулювання нафтодоларів стало майже таким важливим як у 70–80-х рр. ХХ ст. Такий "коловий" рух фінансових потоків набув поширення з початку ХХІ ст., збільшуючи рівень фінансової відкритості трансформаційних економік.

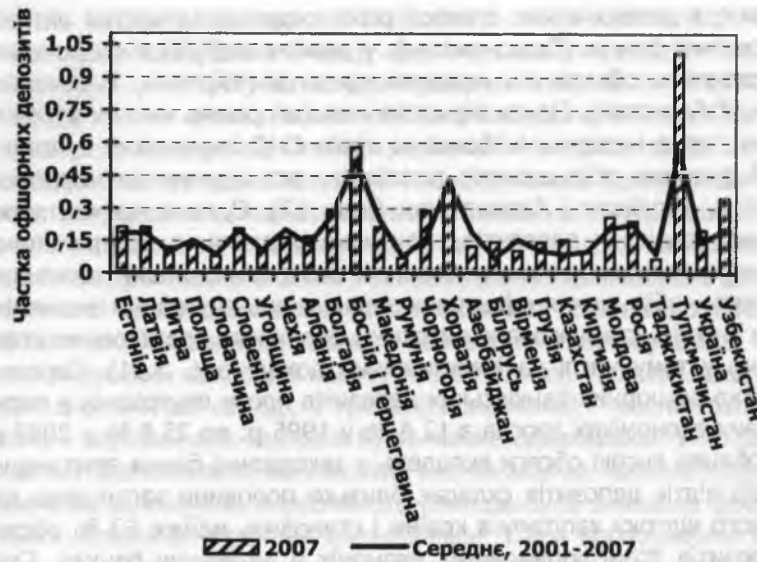


Рис. 3.11. Офшорні банківські депозити щодо внутрішніх банківських депозитів (розраховано і побудовано за [694])

У результаті означених закономірностей фінансова відкритість перехідних економік, забезпечувана кредитними потоками, має різні структурні характеристики. У країнах ЦСЄБ вона задається переважно припливом кредитних ресурсів, у країнах СНД – формується під впливом двосторонніх потоків: припливу банківських кредитів і розміщення депозитів за кордоном.

Портфельні інвестиційні потоки. На загальнорегіональному рівні міжнародні портфельні потоки – найменш значимий компонент фінансової відкритості. Їх декомпозиція на складові частини показує, що загальна модель портфельного інвестування, сформована в перехідних економіках, має такі риси. По-перше, портфельні потоки набувають двох форм: вкладення нерезидентів у цінні папери на внутрішніх ринках; випуск цінних паперів в іноземній валюті на зовнішніх ринках. По-друге, чисті припливи в боргові цінні папери перевищують вкладення в акції

(рис. 3.12). По-третє, міжнародні портфельні інвестиції зосереджені в обмеженій кількості трансформаційних економік – країни ЦСЄБ, ПСЄ-3, а також Україна, Росія і Казахстан.

Портфельні інвестиційні потоки почали входити в перехідний регіон достатньо рано – початково облігаційні (Угорщина з 1991 р.), пізніше – акціонерні (Словаччина з 1993 р.). Потоки капіталу, чутливі до змін відсоткової ставки, пов'язані з появою і порівняно ранньою лібералізацією ринків державних цінних паперів спочатку в Угорщині і Польщі, пізніше в Росії, Україні, Болгарії тощо. Особливість портфельних боргових потоків – висока волатильність: щорічні обсяги фінансових ресурсів, інвестованих в економіку певної країни впродовж перехідного періоду зазнали значних коливань. Масовані припливи іноземного капіталу (насамперед, хедж-фондів та інвестиційних банків) на внутрішні ринки боргових цінних паперів відносяться до середини 90-х рр. У 1997–1998 рр. ці потоки абсолютно переважали в Росії, яка концентрувала близько 80 % чистого припливу боргових портфельних інвестицій у перехідний регіон. Друге місце посіла Україна – 9,5 % у 1998 р. у результаті значного припливу капіталу, інвестованого в державні цінні папери. Відношення чистих портфельних інвестицій до ПІІ 1997 р. у Росії становило близько 500 %, в Україні близько 300 %, у країнах ЦСЄ – набагато менше 100 % [319, р. 11]. Високі інвестиції в боргові зобов'язання цих економік стимулювали дві обставини: 1) послаблення обмежень на купівлю цінних паперів нерезидентами (початково зовнішні інвестори були допущені на первинні аукціони, згодом – на вторинні торги), що частково мотивувалося прагненням знизити вартість державного боргу; 2) надвисока доходність, через що накопичений і реінвестований відсотковий доход швидко зрівнявся за своїм обсягом з фактично залученими на ринок внутрішнього боргу капіталами. Азійська фінансова криза не мала негативного впливу на портфельні боргові потоки до перехідних економік, навпаки, супроводжувалася їх зростанням. На противагу російський дефолт 1998 р. виявив їх потенційно дестабілізуючий характер: у 1999 р. чисті сукупні портфельні інвестиції в облігації перехідного регіону скоротилися майже в чотири рази. Відновлення іноземного інвестування припадає на 2001 р., однак, лише в 2004–2005 рр. рівень портфельних боргових потоків перевищив

рекордний 1998 р., головним чином за рахунок інвестицій у зобов'язання Польщі і Росії (дод. 18).

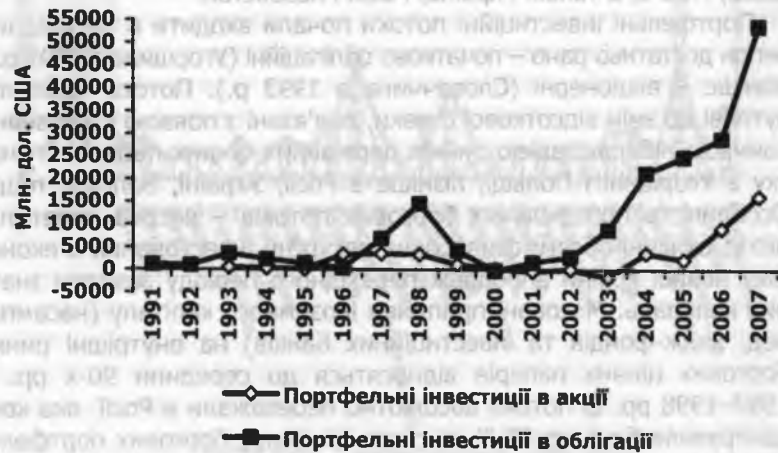


Рис. 3.12. Зовнішні портфельні потоки до перехідних економік (розраховано і побудовано за [699])

Початок експансії іноземних фондів у перехідний регіон припадає на 1993–1994 рр. Це були як портфельні фонди, представлені інституціональними інвесторами (переважно пенсійні фонди), так і спеціалізовані акціонерні фонди, де представлений капітал приватних осіб (рис. 3.13). Початково їх діяльність зосереджувалась у країнах ЦСЄБ і в Росії. У другій половині 90-х рр. переважна більшість фондів інвестували у економіки чотирьох країн – Росії, Угорщини, Польщі, меншою мірою – України. Особливо значні потоки залучали Польща і Росія: 50–80 % агрегованого припливу портфельних акціонерних інвестицій у 1996–1998 рр. Тенденція уповільнення руху портфельних інвестицій в акції (викликана фінансовою кризою 1997–1998 рр. і стимульована кризою "дотком") тривала до 2004 р. Але загальна картина приховує значні розбіжності між динамікою цих потоків у різних країнах. Якщо в Польщі та Угорщині рекордне зростання частки припливу портфельних акціонерних інвестицій відбулося у 2004 р., у Росії 2002 р. і 2006 р., то Україна мала негативну чисту позицію по акціях упродовж 2000–2004 рр. Зростання іноземного інвестування в українські акції розпочалося з 2005 р. (дод. 19).

Відносно менша роль портфельних інвестицій в акції проти облігацій пояснюється в основному політичними та інституціональними чинниками, насамперед слабким корпоративним управлінням, внаслідок чого іноземні інвестори наражаються на ризик скорочення прибутків через діяльність інсайдерів і політичне втручання. Політична нестабільність і корупція нівелюють вигоди від високої очікуваної доходності: перша веде до нижчої прибутковості акцій, друга корелює з високою активністю інсайдерської торгівлі [238; 350; 370; 371; 550; 625]. Натомість висока якість правової системи мінімізує моніторингові витрати. Корпоративна прозорість і просунуті стандарти звітності пом'якшують інформаційні витрати, тоді як ефективність адміністративної і судової систем зменшує агентські витрати, які виникають у результаті недосконалості контрактів. Це вказує на те, що в міру здійснення перехідними економіками корпоративних реформ і запровадження корпоративних стандартів, які відповідають найкращій практиці, роль акціонерного джерела зовнішнього фінансування зростатиме.



Рис. 3.13. Акціонерні фонди у перехідних економіках (побудовано за [654])

Пропозиція портфельних потоків на трансформаційні ринки за своєю природою залежить від різних чинників. *Перший фактор* тісно пов'язаний з самим перехідним процесом. Швидкі економічні зміни в умовах нерозвиненості внутрішніх ринків капіталу (з погляду як регулювання, так і торговельних механізмів), надали

іноземним інвесторам можливості здійснення короткотермінового арбітражу, але водночас генерували інформаційні лаги і, відповідно, розриви у сприйнятті ризику. Започаткування інвестування в нові ринки і типи активів потребує витрат, створюючи ефект "входу": інвестор має ознайомитися з динамікою цін на нові активи та їх взаємозв'язками з іншими складовими портфеля; оцінити кредитоспроможність емітента і профіль ризиків інвестування; встановити відносини з торговельними партнерами; дослідити регуляторне середовище нових ринків тощо. Регіон не мав історії кредитних рейтингів. Перші міжнародні рейтинги Standard & Poors, Moody's або Fitch/IBCA більшість країн отримала під час трансформаційного періоду в середині 90-х рр. (Україна, Болгарія, Казахстан, Латвія, Литва, Молдова, Росія, Румунія, Хорватія тощо у 1996–1997 рр.). Частково в результаті цього міжнародні портфельні менеджери "відкрили" регіон. Однак при високій цінній неефективності транзитивних фінансових ринків і значній асиметричності інформації достовірно оцінити ризики інвестування неможливо. Фактично саме інформаційні розриви зумовили велику хвилю в потоках портфельного капіталу в середині 90-х рр. і продовжують керувати динамікою портфельних потоків. Визначаючи "стадність" у поведінці іноземних інвесторів, цей чинник посилює макроекономічну нестабільність, пов'язану з волатильністю короткотермінових потоків.

Другий фактор – наявність фінансових активів для інвестування в умовах високої ліквідності глобальних фінансових ринків, яка спостерігалася до світової кризи 2008–2009 рр. Формування транзитивних фінансових ринків породило нові інвестиційні можливості у світовій економіці. При низькій доходності активів розвинених ринків висока міжнародна ліквідність посилила інтерес до можливостей отримання прибутку, які надає перехідний регіон. Цей інтерес стимулювався високим відсотковим диференціалом у поєднанні з високою доходністю фондових активів. Хоч характеристики доходності на транзитивних фінансових ринках змінювалися у часі, ця залежність зберігалася впродовж тривалого періоду.

Значний непокритий відсотковий диференціал у перехідних економіках сформувався через нескоординованість макроекономічної політики (комбінацію жорсткої монетарної політики з м'якою фіскальною), повільну дезінфляцію і високі інфляційні очікування, крихкість транзитивних фінансових ринків, інформаційні

проблеми тощо. В основі високої доходності інвестицій в акції – продаж авуарів під час приватизації нижче ринкової клірингової ціни. Навіть при поступовому зменшенні різниці між номінальними цінами первинного ринку і реальною вартістю активів, індекси фондових ринків швидко зростали. Певною мірою причиною цього був процес вирівнювання ринкової вартості активів, частково – спекулятивна активність на фондових ринках. Тому унікальною рисою транзитивних фінансових ринків є той факт, що вони забезпечили можливість отримання надзвичайно високих прибутків навіть в умовах скорочення внутрішнього виробництва. Із макроекономічного погляду це означає переведення частини національного доходу на користь іноземних інвесторів.

Орієнтацію на доходний диференціал демонструє поведінка міжнародних інвесторів. У міру зниження спреду вони в пошуках нової арбітражної маржі послідовно переміщувалися з ринку однієї країни до іншої (наприклад, з Росії в Україну і Болгарію), від одного цінного паперу до іншого (наприклад, від державних боргових зобов'язань до муніципальних облігацій). Для трансформаційних економік чітко простежується така закономірність: за інших рівних умов портфельні інвестори-нерезиденти надають перевагу інвестуванню в активи країн з вищим рівнем ринкової капіталізації. У країнах, де капіталізація ринків цінних паперів відносно нижча (Словенія, країни Балтії, Словаччина), портфельні потоки залишалися на низькому рівні. Оскільки на більш капіталізованих і ліквідних ринках іноземні інвестори можуть легко і з меншими витратами ліквідувати свої позиції, на такі ринки, як правило, припадає більша частина регіональних відтоків, особливо за нестабільності на міжнародних фінансових ринках (Угорщина, Польща, Росія, Україна). Таким чином, динаміка портфельних потоків безпосередньо підпадає під вплив двох чинників – темпи зниження інфляції і рівень державного боргу. Більш повільний процес дезінфляції у поєднанні з відносно високим рівнем внутрішнього державного боргу прямо кореспондується зі значним відсотковим диференціалом і високими борговими потоками. Зниження відсоткових ставок при скороченні темпів інфляції, зменшує привабливість боргових цінних паперів, супроводжуючись портфельним відтоком.

Третій фактор – вигоди від портфельної диверсифікації. Оптимальним місцем інвестування міжнародного капіталу стають

економіки, здатні запропонувати найкращу комбінацію доходності і диверсифікації. У цьому зв'язку ступінь кореляції національних активів із зовнішніми, а також її зміни виступають важливим чинником спрямування міжнародних потоків капіталу до ринків, що формуються. На тлі збільшення кореляцій фінансових ринків розвинених країн транзитивні ринки мають високий потенціал для ефективного забезпечення міжнародної диверсифікації.

З погляду конкретного оцінювання перехідних економік доцільно скористатися такою мірою визначення їх інвестиційної привабливості як індекси S&P/IFC. На жаль, сьогодні не існує повних індексів для всіх транзитивних фондових ринків. Згідно з існуючою методологією, вони поділяються на дві групи. Фондові ринки Чехії, Угорщини, Польщі і Росії включені до S&P/IFC індексів ринків, що формуються. Так звані фронт'єрні фондові ринки (Болгарії, Естонії, Латвії, Литви, Румунії, Словенії, Словаччини, Хорватії та України) включені до S&P Frontier Composite Index. Дані відображають дві тенденції. По-перше, за минулі десять років доходність на фронт'єрних ринках була вищою, ніж на ринках, що формуються, а волатильність, навпаки, нижчою. Хоч акції фронт'єрних ринків дешевші проти інших ринків, спостерігається стабільна тенденція до їх зростання. Два з цих ринків – Україна і Хорватія, у 2007 р. увійшли до десятки найбільш зростаючих ринків світу. По-друге, кореляції для Чехії, Угорщини і Польщі зі світовими і західноєвропейськими індексами були вищими і продовжують зростати. Кореляція фронт'єрних ринків зі світовими надзвичайно низька, оскільки вони менш інтегровані у світову фінансову систему¹¹⁷. Чим менша кореляція, тим більші потенційні переваги міжнародної диверсифікації. За інших рівних умов низькі кореляції означають низький ризик зараження, отже, під час кризи необхідність негайного "виходу" з усіх ринків одразу для міжнародних інвесторів низька, що значно зменшує ризикованість інвестування. Це вказує, що транзитивні фінансові ринки, особливо фронт'єрні, за характеристиками доход-ризик і з урахуванням їх потенціалу зростання є високопривабливими для міжнародного інвестування.

¹¹⁷ Кореляції "фронт'єрних" ринків становлять 0,30 з ринками, що формуються, 0,34 з європейськими ринками (MSCI EAFE), 0,17 з ринком США (MSCI US). Вони істотно нижчі, ніж кореляція між ринками, що формуються, і зрілими ринками, хоч остання теж залишається меншою, ніж для розвинених країн – 0,69 і 0,76 для США і Європи, відповідно [678, р. 1–5].

Однак є певні обмеження, які звужують (але повністю не усувають) можливості їх використання для міжнародної диверсифікації. Малий розмір і низька ліквідність цих ринків обмежує набір можливостей для міжнародних інвесторів. Слабкість ринкових інститутів, інформаційна недосконалість і низька якість даних, нераціональність оподаткування, високі витрати, пов'язані з наданням послуг за транскордонними платежами і розрахунками, ускладнюють формування портфеля і торгівлю. Відсутність механізмів пом'якшення впливу кон'юнктурних коливань світового ринку на економіки перехідного регіону додатково скорочує можливості міжнародної диверсифікації. Кореляції доходності для більшості трансформаційних економік і розвинених країн циклічні. Коли ринки стають нестійкими, або розпочинається рецесія, низька кореляція доходності різних ринків починає зростати. Це означає, що розвиток інфляційних процесів, нестабільність відсоткових ставок чи коливання обмінних курсів у перехідних економіках, визначаючи можливість недоотримання прибутків, скорочують вигоди від міжнародної диверсифікації і зменшують попит міжнародних інвесторів на активи цих країн і, відповідно, рівень їх фінансової відкритості. У результаті спрямованість і розподіл портфельних інвестицій серед перехідних економік продиктовані заданим характером уподобань власників капіталу: прагнення отримання вищого доходу на конкретному ринку переважає прагнення міжнародної диверсифікації.

Роль зовнішніх фінансових ринків. Особливе місце в процесі фінансової відкритості перехідних економік належить безпосередньому залученню ресурсів на міжнародних фінансових ринках через зовнішні випуски цінних паперів і синдиговані кредити. Міжнародні синдиговані кредити прямо пов'язані з іншими інвестиційними потоками; міжнародні випуски облігацій та акцій – з портфельними потоками. Відмінність полягає в тому, що вони не містять внутрішні випуски, які можуть бути куплені нерезидентами, отже, започатковують приплив капіталу.

Перехідні економіки почали звертатися напряму на міжнародні ринки переважно з середини 90-х рр. (дод. 20). Через надзвичайно сприятливі зовнішні умови фінансування більшість нових емісій здійснювалася в облігаціях. Дебютні публічні пропозиції суверенних і субсуверенних позичальників відносяться до 1997 р. На той час особливо активними на ринках міжнародних облігацій були Росія, Україна, Казахстан і країни ЦСЄБ. Істотні випуски у

90-х рр. здійснювали також корпорації і банки з більш розвинених країн ЦСЄ. Зростання корпоративних випусків країн СНД відноситься до більш пізнього періоду. Випуски міжнародних акцій, насамперед у поєднанні з приватизацією, початково визначалися Угорщиною. У середині 90-х рр. на цьому сегменті домінувала Росія. Сьогодні цю форму фінансування найактивніше використовують три країни – Польща, Росія і Казахстан. Проте для всіх економік закордонні випуски облігацій виступають як найбільш важливий спосіб залучення фінансування. Стрімке зростання присутності перехідних економік на міжнародних фінансових ринках розпочалося з 2004 р. (рис. 3.14). Значні обсяги залучених ресурсів визначаються насамперед країнами СНД, які використовують їх для фінансування швидкого зростання внутрішнього кредиту. Найбільші щорічні обсяги зовнішнього фінансування стабільно залучає Росія. Участь України на міжнародних фінансових ринках нині перевищує історичний для неї максимум. За 2004–2008 рр. вона посіла п'яте за обсягами залученого фінансування місце після Росії, Казахстану, Польщі та Угорщини.

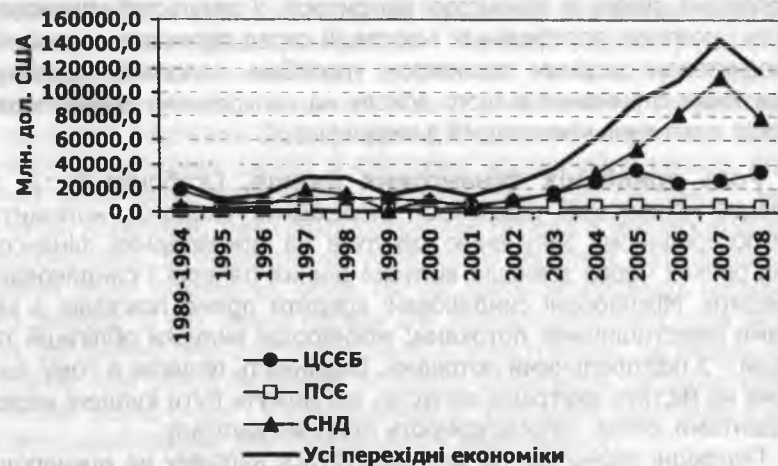


Рис. 3.14. Динаміка залучення фінансування на міжнародних фінансових ринках (розраховано і побудовано за [409, р. 182–183; 411, р. 176–177; 412, table 14])

Залучення фінансування на міжнародних фінансових ринках непропорційне за розподілом інструментів (рис. 3.15) і чітко відповідає гіпотезі субординації джерел у структурі зовнішнього капіталу країни. Випуски міжнародних акцій становлять невелику частку сукупних потоків. Основними інструментами є міжнародні облігації і синдикувані кредити, які за своїм характером здатні взаємно компенсувати недостатність залучення фінансування на кожному іншому з цих сегментів.

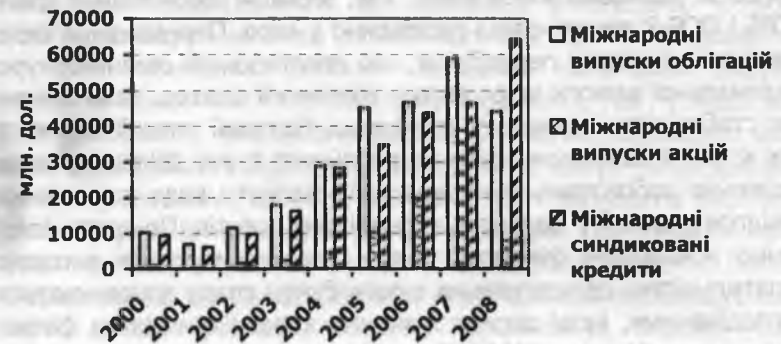


Рис. 3.15. Структура залучення фінансування перехідними економіками на міжнародних фінансових ринках (розраховано і побудовано за [410, р. 202–206; 411, р. 178–181; 412, table 15–17])

Пряме залучення фінансування з міжнародних фінансових ринків важливе в кількох аспектах. По-перше, воно безпосередньо характеризує ступінь інтегрованості економіки в міжнародні фінанси. Хоча представлені дані охоплюють лише обсяги первинного ринку, ігноруючи активність вторинного, тим не менш їх динаміка свідчить про зростання попиту міжнародних інвесторів на фінансові інструменти, що пропонуються перехідними економіками. Їх структура чітко вказує на виокремлення низки країн, які активно диверсифікують джерела фінансування за рахунок міжнародних фінансових ринків. Це – Польща, Угорщина, Казахстан і Росія. Для переважної більшості країн ЦСЄБ (крім Угорщини і Польщі) випуск облігацій в іноземній валюті (головним чином

еврооблігацій) – основне джерело портфельних інвестицій у боргові цінні папери (дод. 21). По-друге, обсяг зовнішнього фінансування значною мірою визначає чисту зовнішню позицію країни. На відміну від розвинених країн, зовнішні зобов'язання яких деноміновані у національній валюті, зобов'язання перехідних економік деноміновані переважно в іноземній валюті. Оскільки вони (за винятком Росії) є чистими боржниками на міжнародних фінансових ринках, це наражає їх на значні валютні ризики. Найбільшою мірою ці ризики стосуються країн, що накопичили великий обсяг зовнішніх зобов'язань. Так, зовнішні зобов'язання країн ЦСЄБ і ПСЄ-3 деноміновані переважно у євро. Переважання євро у валютному боргу передбачає, що двосторонній обмінний курс національної валюти щодо євро – важливий фактор, який визначає стабільність і динаміку зовнішньої боргової позиції кожної з цих країн. Неочікуване падіння реального курсу збільшує тягар іноземних зобов'язань у національній валюті і веде до значних невідповідностей у балансах економічних агентів. По-третє, історично міжнародні фінансові ринки характеризуються високою волатильністю, де чергування циклів буму і спаду доповнюються несподіваними, іноді досить значними корекціями цін на фінансові активи. На зламі ХХ–ХХІ ст. фінансова волатильність, як і премії за кредитні ризики, перебували на рекордно низькому історичному рівні. Ці характеристики зовнішнього фінансового середовища – один з чинників, що визначив зростаючі обсяги зовнішніх випусків перехідних економік. Зміна циклічних характеристик у 2008–2009 рр. призвела до зростання премії за ризик, у результаті чого ринки активів підпали під тиск з негативними наслідками для реальної економіки. Це вказує на те, що надмірна інтегрованість у міжнародні фінансові ринки збільшує ризики розвитку фінансової нестабільності для країни. Ці ризики стають більш важливими внаслідок нездатності перехідних економік погашати борги у власній валюті.

Грошові перекази як новий тип зовнішнього фінансування. Відносно новий феномен для перехідного регіону – приплив міжнародного капіталу через грошові перекази від працюючих за кордоном. Початково притаманна переважно Албанії і колишній Югославії, ця тенденція набула поширення з 2000–

2001 рр. Відповідно до останніх оцінок, сукупні валові потоки грошових переказів до перехідних економік становлять 36,1 млрд дол. США при широкій варіації по групах країн: від 1–2 % ВВП (ЦСЄБ) до 15–17 % ВВП (ПСЄ-5) і 35 % ВВП у Молдові й Таджикистані¹¹⁸. Однак, імовірно, цифри вищі, оскільки значна частка платежів передається у вигляді готівки або товарів через неофіційні канали і не відображається у офіційній статистиці¹¹⁹.

Формально грошові перекази не є складовою фінансової відкритості, однак, в економіках з найвищим припливом таких платежів вони представляють тип зовнішніх фінансових потоків, який перевищує інші види потоків капіталу. Для менш розвинених країн перехідного регіону – це одне з найбільших джерел іноземної валюти як в абсолютному вираженні, так і у відсотках ВВП. Важливість грошових переказів для малих перехідних економік відображається їх диспропорційністю проти таких джерел припливу іноземної валюти, як чисті ПІІ і експортна виручка. Для економік із найвищим рівнем грошових переказів їх приплив перевищує приплив чистих ПІІ у 3–5 разів (Албанія, Боснія і Герцеговина, Молдова, Сербія) і дорівнює або перевищує експортні доходи (Албанія, Боснія і Герцеговина, Сербія) [657, р. 4–5]. Волатильність грошових переказів менша, ніж інших видів потоку капіталу, у тому числі ПІІ, обсяг яких у малих економіках залежить від однієї або двох великих приватизаційних угод. Тією мірою, що потоки цих платежів є великим за обсягом і відносно стабільним джерелом припливу капіталу, вони слугують і більш важливим та надійним джерелом зовнішнього фі-

¹¹⁸ За даними на 2006 р. найвище співвідношення грошових переказів щодо ВВП мають Молдова (35,2 %) Таджикистан (36,2 %). За ними – Вірменія (18,4 %), Киргизія (17,1 %), Боснія і Герцеговина (16,9 %), Сербія (14,7 %) та Албанія (14,9 %). До країн з високим рівнем таких платежів належать також Азербайджан, Болгарія, Румунія, Грузія і Македонія, де доходи від робітників-емігрантів сягають у середньому 4–6 % ВВП щорічно. Росія, особливо після кризи 1998 р., виступає важливим джерелом грошових переказів до економік СНД [699; 701].

¹¹⁹ Дані щодо України суперечливі. За даними Світового банку, платежі до України становлять менше 1 % ВВП. За оцінками НБУ, реальні обсяги грошових переказів становлять 21,3 млрд дол. США або близько 25 % ВВП і значно перевищують сукупні обсяги надходжень іноземного капіталу до країни [28, с. 07].

нансування малих перехідних економік. Завдяки цьому їх можна розглядати як певний субститут фінансової відкритості.

Грошові перекази – приватні потоки іноземної валюти, які повністю відрізняються за природою від інших тим, що вони витрачаються і на споживання, і на інвестиції. Тому їх циклічні властивості і пов'язаність з фінансовим розвитком неоднозначні. З одного боку, контраст в обсягах платежів між найменш і найбільш розвиненими трансформаційними економіками вказує, що грошові перекази антициклічні по суті і пов'язані з накопиченням дисбалансів у національній економіці. З іншого боку, найвищі темпи зростання таких платежів притаманні країнам (Вірменія, Молдова, Таджикистан), де в останні роки відбувається швидке зростання реального ВВП (на щорічному рівні від 6 % до 14 %). Остання тенденція відображає їх специфічну роль у фінансуванні розвитку перехідних економік, яка полягає в інвестиційній спрямованості грошових переказів. Звернімо увагу, країни з найвищим припливом таких платежів щодо ВВП, як правило, належать до економік з низьким рівнем фінансового розвитку. Враховуючи труднощі залучення кредитних ресурсів у таких економіках, очевидно, що значні за обсягами грошові перекази зменшують кредитні обмеження і таким чином компенсують неефективність і недостатність розвитку фінансової системи. Вони поповнюють баланс інвестиційних ресурсів країни і формують додатковий канал, через який забезпечується фінансування розвитку, коли пропозиція послуг фінансової системи не відповідає кредитним потребам населення.

Така інтерпретація підтверджується емпіричними дослідженнями, які показують, що грошові перекази в тенденції більш проциклічні у країнах з менш розвинутою фінансовою системою [405]. Згідно з дослідженнями ЄБРР і Світового банку, в перехідних економіках із високим рівнем трудової міграції грошові перекази виступають важливим джерелом інвестиційних фінансів [657, р. 5–7]. Малий і середній бізнес, який наражається на найбільші обмеження в доступі до банківського фінансування і покладається на власні заощадження, використовує грошові перекази для фінансування як початкових інвестицій (заснування бізнес-структури), так і потреб в оборотному капіталі (підтримка поточного рівня підприємництва) та розширення бізнесу. Це до-

водить, що рівень фінансового розвитку країни – один із чинників, що впливає на динаміку грошових переказів. У результаті виникає тісний взаємозв'язок між грошовими переказами, зростанням економіки і фінансовим розвитком, коли грошові перекази стимулюють зростання в менш фінансово розвинених країнах.

Розглянута динаміка і структура фінансової відкритості перехідних економік породила споріднені, але суперечливі за характером тенденції.

По-перше, інституціональна та економічна диференціація між групами країн регіону, так само як і різномірність серед країн у межах таких груп, значною мірою визначають обсяг і тип потоків іноземного капіталу, що кожна з них отримала. В одних країнах обсяги міжнародного фінансування майже досягли порогового рівня, натомість інші до сьогодні отримують незначну частку загально регіонального припливу фінансових ресурсів або взагалі не мають доступу до приватного зовнішнього фінансування, залишаючись залежними від офіційної допомоги розвитку. Потоки капіталу до країн СНД дуже нестабільні і поєднуються зі сталим відтоком капіталу. Ця субрегіональна динаміка визначається насамперед стійким дефіцитом рахунку операцій з капіталом і фінансовими інструментами в Росії. Очевидна тенденція капіталу переміщатися в економіки з високими прибутками по інвестиціях (зазвичай у країни з високими темпами економічного зростання) і розвиненими ринковими механізмами.

Зі збільшенням інтегрованості відбувається модифікація моделі фінансової відкритості трансформаційних економік. Країни, що набули членства в ЄС, досягли достатньо високої інтеграції з міжнародними фінансовими ринками, однак, структура їх потоків капіталу відрізняється від притаманної розвиненим країнам, де домінуючу роль відіграють портфельні надходження. Це свідчить, що разом із подальшим зростанням загальних потоків капіталу, ймовірна зміна їх структури в напрямі збільшення портфельних фінансових активів і відповідного скорочення ПІІ. Відмінна риса країн СНД і ПСЄ полягає в тому, що ступінь нерозвиненості національних фінансових ринків перекидає високий потенціал їх економічного зростання. Тому, незважаючи на високі банківські потоки і портфельне фінансування у ХХІ ст., логічно припустити, що головною формою зовнішнього фінан-

сування в цих країнах виступатимуть ПІІ. Найбільшою мірою подібний аргумент стосується країн, де низький рівень фінансової відкритості поєднується з низьким рівнем фінансового розвитку, а рівень і структура отриманих обсягів капіталу не відповідають потребам економіки.

По-друге, зростання потоків капіталу в межах перехідного регіону і формування істотних взаємних зовнішніх позицій вказує на інтенсивне формування внутрішньорегіонального ринку капіталу. Цей ринок охоплює всі форми руху капіталу – ПІІ, банківське кредитування, портфельні потоки, але є дуже неоднорідним як за економічними умовами (рівень прибутковості, характер регулювання, цінова ефективність, інвестиційна привабливість, обсяг інвестиційного капіталу тощо), так і супутніми (насамперед політичними) ризиками. Тому справедливо говорити не про органічний розвиток внутрішньорегіонального ринку капіталу, а про визначену сукупність національних ринків, де зростає присутність інвесторів з інших трансформаційних економік. Внутрішньорегіональні потоки капіталу формуються за чотирма основними напрямками: 1) зарубіжні інвестиції комерційних банків, які розширюють свою діяльність з охопленням інших перехідних економік; 2) пряме інвестування в діючі виробничі підприємства; 3) інвестиції в цінні папери; 4) інвестиції в нерухомість, рівень яких у деяких економіках був істотним. Провідна роль у внутрішньорегіональних потоках належить Росії, що пояснюється передусім її намаганням інтегруватися з пов'язаними галузями промислового виробництва і послуг у перехідних країнах. Подібні потоки циркулюють також між країнами ЦСЄБ і ПСЕ-3. Чехія має суттєві акціонерні активи по ПІІ і портфельному інвестуванню в Словаччині [481, р. 7]. Особливе значення вони мають для Хорватії, Латвії, Литви. У межах розширення внутрішньорегіональних потоків змінюється їх характер. Заслуговує на увагу той факт, що незважаючи на особливо високі обсяги транскордонних злиттів і поглинань у банківській сфері, інтенсивно розвивається нова форма іноземного інвестування – ПІІ, що фінансуються колективними інвестиційними фондами. Розподіл їх інвестиційних портфельів сконцентрований на операціях з нерухомістю. Можна припустити, що необхідність підвищувати свою конкурентоспроможність через розши-

рення діяльності на інших ринках і отримання доступу до активів за кодомом – вагомий стимул подальшого зростання внутрішньорегіональних потоків капіталу, отже, додатковий чинник збільшення фінансової відкритості.

По-третє, послідовна інтеграція у міжнародні фінанси дозволила трансформаційним економікам витримати значні внутрішні і зовнішні дисбаланси. Проте надмірна фінансова відкритість стимулювала реалізацію моделі "боргової економіки" – розвиток національного ринку капіталу водночас з погіршенням зовнішньої кон'юнктури і платіжного балансу. Сукупний зовнішній борг перевищує 50 % ВНД регіону (дод. 22). У більшості економік (за винятком Киргизії, Сербії і Чорногорії) більша його пропорція припадає на приватний борг. Високий рівень приватного зовнішнього боргу пов'язаний як з іноземною власністю у фінансовій системі і високим рівнем транскордонних внутрішньокорпоративних кредитів, так і з регулярним доступом на міжнародні фінансові ринки великих місцевих компаній.

Зовнішні запозичення дозволяють фінансувати створення додаткового капіталу в економіці, що веде до збільшення виробничого потенціалу країни. Розширення виробництва, у свою чергу, спрощує обслуговування зовнішнього боргу. Однак у міру збільшення боргу і запасу капіталу гранична продуктивність інвестицій скорочується. У підсумку високий рівень боргу може подавляти економічне зростання, особливо в країнах з низьким рівнем доходу, і стимулювати низький рівень або зниження чистого припливу іноземного капіталу (ефект "боргового навісу"). Емпіричні дослідження показують, що зовнішній борг починає негативно впливати на економічне зростання, коли його чиста приведена вартість перевищує 160–170 % експорту і 35–40 % ВВП¹²⁰. Іноді критичний рівень заборгованості оцінюється на ще

¹²⁰ Згідно з результатами імітаційних моделей К. Паттілло, Е. Пуарсон і Л. Річі на основі аналізу 93 країн, що розвиваються, за період 1969–1998 рр., подвоєння середнього розміру зовнішнього боргу веде до уповільнення річних темпів зростання на душу населення на величину, що перебуває у діапазоні від 0,5 до 1 % [546]. При цьому результати аналізу 61 країни, що розвиваються, за цей же період засвідчують, що підвищення вдвічі середнього рівня зовнішнього боргу веде до зменшення як фізичного капіталу на душу населення, так і загальної факторної

нижчому рівні. Зокрема, визначений пороговий рівень, після якого зовнішній борг уповільнює зростання, оцінюється приблизно в 50 % ВВП для номінальної вартості зовнішнього боргу і в 20–25 % ВВП для оціненої чистої приведеної вартості боргу¹²¹. Ці результати є вкрай важливими з точки зору політики формування фінансової відкритості перехідних економік. Розмір зовнішнього боргу принаймні в 9 з них перевищує "номінальний поріг" у 50 % ВВП, його приведена вартість відносно ВВП перевищує 40-відсотковий поріг у 15 країнах. Найбільший рівень зовнішнього боргу накопичили Латвія, Угорщина і Казахстан. Досягнення боргової стійкості, так само як і уникнення негативних ефектів зовнішнього боргу на економічне зростання, вимагає не тільки більш розвинених підходів до управління непогашеними борговими зобов'язаннями, а й оптимізації структури фінансової відкритості.

продуктивності майже на 1 % [547, р. 8–18]. Отже, висока заборгованість негативно впливає на зростання в результаті зменшення як накопичення фізичного капіталу, так і загальної факторної продуктивності.

¹²¹ Результати аналізу 55 країн з низьким рівнем доходу за 1970–1999 рр. [66, с. 7].

3.3. МОДЕЛЮВАННЯ ВПЛИВУ ФІНАНСОВОЇ ВІДКРИТОСТІ НА РОЗВИТОК ТРАНЗИТИВНИХ ФІНАНСОВИХ СИСТЕМ

Між рівнем фінансової відкритості і рівнем фінансового розвитку перехідних економік існує пряма залежність – вищий рівень міжнародних потоків капіталу веде до поглиблення фінансової системи (рис. 3.16). Високий і статистично значущий коефіцієнт детермінації ($R^2 = 0,96$ при $p < 0,1$ %) вказує на тісний зв'язок. Певною мірою цей зв'язок має ендогенний характер – у значенні простої зворотної причинності: вищий рівень фінансового розвитку визначає вищий приплив міжнародного капіталу. Взаємозумовленість зв'язку дозволяє припустити, що різні структурні характеристики фінансової системи мають бути пов'язані з різними характеристиками міжнародних потоків капіталу.



Рис. 3.16. Залежність рівня фінансового розвитку перехідних економік від потоку міжнародного капіталу (1995–2005 рр.)

У загальносистемному плані фінансова відкритість сприяє продуктивнішому функціонуванню національних фінансових систем за рахунок, по-перше, ефективнішого розміщення ресурсів, по-друге, полегшення управління ліквідністю на внутрішніх фінансових ринках, по-третє, інтенсифікації конкуренції. У менш фінансово розвинених країнах більша ефективність фі-

нансових систем забезпечується також через імпорт фінансових послуг [495]. Збільшення фінансової відкритості прискорює зростання ефективності фінансових інститутів і ринків, стимулюючи попит на фінансові ресурси та послуги і збільшення розміру фінансових систем.

Розширення пропозиції фінансових ресурсів і послуг через механізм фінансової відкритості йде по двох каналах: 1) ефективніші закордонні посередники "наближаються" до внутрішніх економічних агентів (через іноземне входження на внутрішній ринок); 2) відкритість дозволяє цим агентам мати доступ до міжнародних фінансових ринків. У будь-якому випадку економічні агенти з менш фінансово розвинених країн отримують ширший, легший і дешевший доступ до фінансових ресурсів і послуг. Проте значення кожного з цих каналів для збільшення поглиблення транзитивних фінансових систем, як і їх вплив на характеристики фінансового розвитку, відрізняється.

3.3.1. РОЛЬ ПРИСУТНОСТІ ІНОЗЕМНОГО КАПІТАЛУ В ПРОЦЕСІ ФІНАНСОВОГО РОЗВИТКУ

Входження іноземних банків і фінансове посередництво. Ключовий механізм впливу фінансової відкритості на транзитивні фінансові системи – входження іноземних банків. Експансія іноземного капіталу призвела до безпрецедентної інтеграції між банківськими системами перехідних економік і розвинених країн. Стандартні індикатори зарубіжної присутності в банківській системі – частка активів під управлінням іноземних банків і кількість іноземних банків щодо загальної кількості банків у країні. Ці показники істотно зросли майже в усіх країнах. У ЦСЕБ (за винятком Словенії) і ПСЕ іноземні банки абсолютно домінують у банківському секторі – частка їх активів становить понад 60 %, а в шести країнах (Естонія, Литва, Словаччина, Албанія, Боснія і Герцеговина, Хорватія) перевищує 90 % сукупних банківських активів (дод. 23). У цих економіках зарубіжні банківські дочірні підприємства – зараз найбільші банки. Структура банківської власності у СНД інша: за винятком Грузії і Киргизії, активи банківського сектора зосереджені в місцевих банках, а явна присутність іноземних банків – порівняно незначна.

Логічне обґрунтування впливу входження іноземного капіталу на транзитивні банківські системи базується насамперед на визначенні характеру його впливу на глибину, ефективність і вартість фінансового посередництва. Для перехідних економік принципово важливі три його напрями.

Перший напрям впливу полягає в тому, що вхід іноземних банків дозволяє рекапіталізувати національні банківські системи і збільшити обсяг кредитування. В основі цього процесу – розрив у рівні капіталізації і ресурсної бази крупних іноземних банків і транзитивних фінансових систем. При створенні нового дочірнього підприємства міжнародні банки безпосередньо постачають кошти на рекапіталізацію банківського сектора. Банки з вищою капіталізацією розширюють пропозицію фінансових ресурсів, забезпечуючи основу для відродження банківського кредиту. Додаткова пропозиція фінансових послуг і кредитів забезпечується іноземними посередниками, що входять у внутрішній ринок шляхом придбання місцевих банків. Завдяки порівняльним перевагам в оцінюванні і визначенні вартості кредитних ризиків, іноземні банки покращують розміщення кредитів. Це розширює доступ якісних позичальників до фінансування, визначаючи збільшення обсягу сукупного кредитування економіки. Важливу роль у цьому процесі відіграє кредитна поведінка іноземних банків. Як складова міжнародних банківських груп, вони реалізують загальну кредитну стратегію. Материнські банки, як правило, встановлюють цілі кредитного росту для кожного дочірнього підприємства і у деяких випадках надають фінансування для підтримки ліквідності. Це зумовлює швидке зростання внутрішнього кредиту приватному сектору. Додатковий чинник – входження іноземних банків дозволяє заміщувати транскордонне кредитування внутрішнім. Хоча в цьому разі обсяг фінансових послуг, отримуваних внутрішніми економічними агентами може не змінюватися, загальний обсяг кредитування на внутрішньому ринку країни, отже, фінансової глибини, зростає. Поглиблення за рахунок кредитів супроводжується поглибленням за рахунок депозитів. Збільшення присутності іноземних банків збільшує довіру до банків, що веде до розширення депозитів, утримуваних у банківській системі. Частково це можна пояснити тим, що депозити в іноземних банках виступають альтернативою "втечі" капіталу за кордон. У сукупності це визначає загальний результат вхо-

дження іноземних банків – зростання обсягу кредитних ресурсів в економіці і посилення стабільності їх джерел.

Другий напрямок впливу проявляється в тому, що присутність іноземного капіталу стимулює якісний розвиток внутрішнього фінансового сектора, надає йому рис більш розвинених фінансових систем. Вхідження іноземних банків у перехідний регіон поєднує два якісні процеси: консолідацію на внутрішніх фінансових ринках і зростання ефективності діяльності фінансових установ. Сучасні характеристики транзитивних банківських систем в основному є результатом цих процесів. Головний канал, через який здійснюється вплив, – збільшення конкуренції з більш складними і ефективними іноземними посередниками. Зростання конкуренції є важливим чинником, який приводить до збільшення ефективності фінансового посередництва, стимулювання нововведень, зниження вартості посередництва в економіці. Дослідження, де розслідувалися емпіричні ефекти вхідження іноземних банків на ефективність фінансової системи, доводять: 1) вхідження іноземних банків скорочує розміри прибутку в банківському секторі; 2) більш жорсткі обмеження на вхідження пов'язані з нижчою банківською ефективністю (вищою відсотковою маржею і накладними витратами); 3) банки в іноземній власності більш ефективні по витратах, ніж місцеві банки [253; 275; 310; 397; 431]. Стимулюючі механізми, що входять до цього каналу, містять два основні ефекти – ефект добробуту та ефект переливу.

Присутність іноземних банків стимулює місцеві банки до скорочення витрат, зростання ефективності і розширення спектра фінансових послуг. Цей вплив може бути узагальнений як позитивний *ефект добробуту* [490, р. 557]. Конкурентний тиск з боку іноземних посередників змушує місцеві банки поліпшувати якість банківських послуг, змінювати свою поведінку, відмовлятися від застарілих банківських методів, щоб зберегти свою частку ринку. Пряме проникнення іноземних банків і транскордонні поглинання місцевих посередників, зменшують ренту внутрішніх банків. Зниження прибутковості спонукає місцеві банки до скорочення загальних витрат, що веде до зниження відсоткової маржі і здешевлення банківських послуг. Конкуренція внутрішніх та іноземних банків за якісних позичальників стимулює подовження терміну кредитів. Водночас зростання конкуренції підштовхує процеси концентрації: злиття, поглинання, закриття слабких банків. Оскільки фінансова консолідація на-

ближає банки до їх ефективного масштабу, це додатково стимулює зниження вартості посередництва. Зростання конкуренції, пов'язане зі зниженням відсоткової маржі і накладних витрат, скорочує вартість фінансових послуг і створює кращі кредитні умови, отже, прискорює фінансовий розвиток.

Дія *ефекту переливу* стимулює більш швидке впровадження передових методів банківської діяльності, сприяючи модернізації банківської системи. Ефект переливу базується на прямій і опосередкованій "передачі" технологій. Прямий ефект переливу проявляється у двох формах – передача матеріально-речовинних технологій (приміром, упровадження нових банківських продуктів) і передача так званих "м'яких технологій" (наприклад, організаційних та управлінських методів). Основа непрямого ефекту переливу – ефект демонстрації кращої практики. Він поширюється на широкі аспекти діяльності банків: корпоративна культура і прозорість діяльності; якість кредитного аналізу; банківські продукти і технології; комплексний підхід до обслуговування клієнтів; методи кредитування; запровадження системи страхування банківських ризиків і досвіду реорганізації і реструктуризації банків; банківський менеджмент і підвищення кваліфікаційного рівня банківських працівників тощо. Ступінь його впливу на банківську систему залежить від диверсифікованості каналів передачі нових технологій і продуктів, у тому числі форми вхідження іноземного капіталу, мобільності кадрів між іноземними і місцевими банками, сили ефекту демонстрації. У цілому пряма і опосередкована передача іноземними банками технологій обох типів веде до підвищення ефективності та якості місцевих банків. Використання іноземними банками нових фінансових продуктів і послуг, сучасних та ефективних банківських технологій, нових для місцевих банків, стимулює останні до впровадження аналогічних продуктів і засвоєння нових технологій (ефект демонстрації). Іноземне вхідження також стимулює впровадження більш досконалого менеджменту та управління активами у місцевих банках, особливо, якщо воно пов'язане з безпосередньою участю в їх управлінні, наприклад, у разі спільного підприємства або поглинання (передача "м'яких технологій"). Перебудова функціонування банківського сектора на основі передової системи менеджменту і новітніх інформаційних технологій дозволяє покращити ефективність функціонування національної банківської системи і потенційно сприяє збільшенню її конкурентоспроможності. Новітні

технології та інновації додатково стимулюють зростання обсягів кредитування підприємств і домогосподарств. Оскільки ефекти переливу надають подальшого поштовху розвиткові конкуренції, це додатково допомагає скоротити витрати, знизити вартість банківських послуг і розширити спектр якісних послуг.

Третій напрямок впливу характеризується тим, що фінансова відкритість сприяє розвитку фінансового сектора через "імпорт" фінансової системи. Цей ефект має непрямий характер і пов'язаний з триваючим розвитком зарубіжних банківських систем та вимогами, які пред'являють іноземні банки до фінансової інфраструктури приймаючої країни. Збільшення обсягів і диверсифікація фінансових послуг, запровадження фінансових інновацій у розвинених країнах супроводжуються аналогічними процесами в тих країнах, де розміщені дочірні підприємства відповідних міжнародних банків. У тенденції це сприяє внутрішній реорганізації всієї фінансової системи приймаючої країни, а не лише банківського сектора. Іноземні фінансові установи прискорюють розвиток місцевих фінансових ринків, зокрема, завдяки розвитку таких специфічних сегментів, як ринки деривативів, андеррайтинг акцій та облігацій, закордонне розміщення приватних емісій тощо. Намагаючись розширити можливість для отримання доходу і скорочення ризику, вони розвивають хеджові технології управління відсотковим і валютним ризиками. Пропозиція нових фінансових продуктів надає можливість страхування ризиків, які раніше не підлягали диверсифікації і, відповідно, кращої портфельної диверсифікації. Упровадження інструментів для хеджування стимулює розвиток як місцевого фондового ринку, так і міжбанківського ринку. Передача ноу-хау у сфері споживчого і корпоративного кредитування дозволяє покращити рівень управління ризиком кредитних портфелів підприємств і домогосподарств. Регулярний аудит іноземних банків стимулює розвиток місцевих аудиторських компаній. Важлива сфера стимулювального впливу іноземного входження на внутрішній фінансовий розвиток – удосконалення фінансової інфраструктури: стандартів звітності, методів нагляду і регулювання банківської діяльності тощо. Впроваджуючи нові і складніші види діяльності та продукти, іноземні банки вимагають поліпшення системи регулювання і нагляду в країнах-реципієнтах. "Імпорт" пруденційного нагляду безпосередньо стосується іноземних філій міжнародних банків: нагляд за їхньою діяльністю

здійснюється на консолідованій основі разом з материнською компанією [510, р. 13]. Завдяки "імпорту" фінансової системи, фінансова відкритість стає чинником прискореного формування ринкових інститутів і механізмів, які ще мало розвинені або відсутні, розвитку конкурентного середовища в цілому. У сукупності означені ефекти покращують ефективність фінансового посередництва і прискорюють трансформацію банківської системи.

Подібні аргументи відносно впливу іноземного проникнення на розмір та ефективність банківського сектора підтверджуються статистичним аналізом даних по 28 перехідних економіках за 1994–2007 рр. Оцінка взаємозв'язку основних показників діяльності банків (обсяги кредитів і депозитів, відсоткова маржа і накладні витрати) з рівнем активів іноземних банків свідчить: нарощування іноземної присутності зумовлює підвищення функціональних характеристик банківської системи. Однак вплив іноземного капіталу на транзитивні банківські системи досить неоднорідний. Статистично встановлена особливість трансформаційних економік – відмінність між домінуючим характером впливу іноземної присутності на субрегіональному рівні. У ЦСЕБ найбільш сильний взаємозв'язок іноземної участі з ефективністю банківської системи (коефіцієнт кореляції для чистої банківської маржі - 0,937, для накладних витрат -0,870), у ПСЕ – з рівнем депозитів (коефіцієнт кореляції 0,817), у СНД – з відсотковою маржею (коефіцієнт кореляції -0,924). Зіставлення показників у оцінках для різних країн представляють значний інтерес, оскільки можуть використовуватися як аргумент для вибору того або іншого варіанта політики щодо іноземної присутності.

Зв'язок між рівнем проникнення іноземного капіталу до банківської системи і рівнем фінансового посередництва продемонстровано на рис. 3.17. Він підтверджує загальну тенденцію – більша присутність зарубіжних банків супроводжується підвищенням рівня фінансового посередництва. Проте (як вказує лінія поліноміального тренду) стимулюючий вплив на обсяги кредитування приватного сектора припиняється після досягнення критичної межі іноземного проникнення приблизно у 85–90 %. Така залежність може свідчити про те, що фактор присутності іноземних банків діє лише впродовж періоду насичення внутрішньої банківської системи іноземним капіталом. Вона дозволяє також припустити, що крім зміни структури власності в банківському секторі, на рівень глибини фінансової системи впливають інші фактори, які модифі-

кують ефекти впливу іноземної участі. Зокрема, динаміка і стабільність кредитування визначається зовнішньоекономічними чинниками і циклічними характеристиками розвитку національної економіки. Важлива роль належить також іншим структурним факторам, наприклад, рівню концентрації банківської системи. Зрештою, це може бути пов'язано з характером діяльності іноземних банків у країнах-реципієнтах, яка визначається насамперед тими причинами, які спонукали їх до входження на певний ринок (причому, обслуговування традиційних клієнтів, які поширили свою діяльність на даний ринок, розширення клієнтської бази за рахунок найпривабливіших місцевих підприємств), і більшою мірою підпорядкована меті отримання прибутку, ніж інтересам розвитку фінансової системи приймаючої країни.

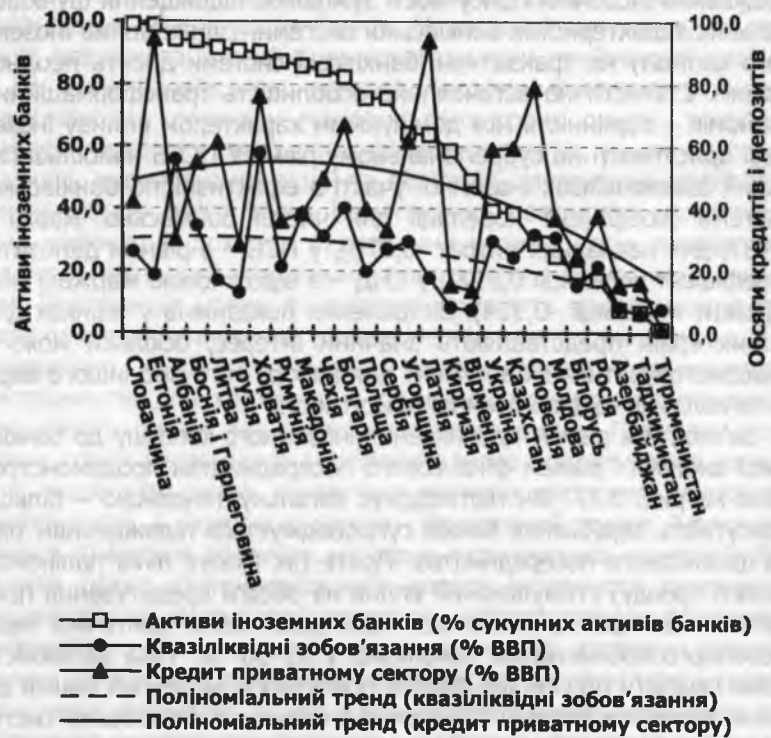


Рис. 3.17. Участь іноземного капіталу і обсяги кредитів та депозитів банківської системи, 2007 р.

Посередницьку роль комерційних банків оцінює коефіцієнт покриття кредитів депозитами. Розрахований на вузькій основі, тобто як співвідношення між обсягом залучених на депозити коштів (D) і сумою кредитів, наданих банками (K), цей коефіцієнт ($k=K/D$) дозволяє з'ясувати: наскільки залучені банками депозитні ресурси виступають джерелом фінансування економіки; банківське кредитування економіки зорієнтоване переважно на власні ресурси чи на фінансування з інших джерел; банки надають перевагу кредитним чи фінансовим операціям. Дані показують, що за винятком кількох випадків (Албанія, Туркменістан), обсяги кредитування приватного сектора перевищують обсяги депозитних коштів. Розрив особливо значний у країнах Балтії, Казахстані, Угорщині та Україні ($k>2$). З огляду на існуючу динаміку міжнародних боргових потоків таке відставання збільшення депозитів від зростання кредитів свідчить про розширення пасивів банківського сектора за рахунок залучення боргового зовнішнього фінансування. Таку практику наочно ілюструє досвід України, де зовнішні запозичення банків за 2005–2007 рр. зросли в 6 разів і профінансували кредитний бум.

Залежність між іноземною участю та ефективністю банківської системи представлена на рис. 3.18. Він показує, що чиста відсоткова маржа і накладні витрати у транзитивних банківських системах зменшуються у міру збільшення присутності іноземних банків. Ці дані підтримують ідею, що іноземні банки чинять конкурентний тиск на місцеві банки, незважаючи на те, що частка ринку іноземних банків у перехідних економіках різниться. Теоретичне пояснення – важливість ефектів переливу та "імпорту" фінансової системи для менш розвинених країн, де потреби і можливості збільшення ефективності діяльності внутрішніх банків ширші. На вищих рівнях економічного розвитку дія цих ефектів скорочується, оскільки розрив між місцевими та іноземними банками менший, а банківські ринки характеризуються більшою конкурентоспроможністю [490]. На таких ринках починає домінувати ефект добробуту. Для трансформаційних економік значимість фактора ефективності посилюється через спільну початкову проблему розвитку банківських систем – відсутність досвіду діяльності банків за ринкових умов. Це пояснює, чому входження іноземного капіталу в банківський сектор сприяло загальному підвищенню якості національної банківської справи в регіоні.



Рис. 3.18. Участь іноземного капіталу і ефективність банків, 2007 р.

Існування означених позитивних ефектів вказує на збільшення конкурентоспроможності транзитивних банківських систем завдяки присутності іноземних банків. Проте динаміка відповідних показників не є синхронною для кожної окремої країни. Комбінація глибини та ефективності банківського посередництва та іноземного проникнення дозволяє виокремити чотири групи економік, основними рисами яких є: 1) високий рівень іноземного проникнення і високий рівень фінансового розвитку (країни ЦСЄБ за винятком Словенії); 2) високий рівень іноземного проникнення

і низький рівень фінансового розвитку (Албанія, Румунія, Македонія, Сербія, Грузія, Киргизія); 3) низький рівень іноземного проникнення і низький рівень фінансового розвитку (Білорусь, Азербайджан, Таджикистан); 4) низький рівень іноземного проникнення і високий (Словенія) або середній рівень фінансового розвитку (Росія, Україна, Казахстан). Зв'язок між іноземним проникненням до банківської системи і рівнем фінансової глибини визначається: часовим лагом між моментом проникнення іноземного капіталу і моментом початку його впливу на банківську систему; якістю іноземного банківського капіталу; формою проникнення іноземного капіталу; рівнем економічного і фінансового розвитку приймаючої країни тощо.

Реально вплив здійснюється не одночасно: між входженням іноземного капіталу і початком дії відповідних ефектів існує певний часовий лаг. Рис. 3.19 ілюструє взаємозв'язок між рівнем іноземного проникнення та обсягом кредитування з урахуванням часового лагу, який становить 3 роки. Він засвідчує посилення взаємозв'язку між досліджуваними показниками. Наявність лагу можна пояснити двома обставинами. По-перше, в короткотерміновому періоді витрати внутрішніх банків внаслідок конкуренції з іноземними банками зростають. Для запровадження нових технологій діяльності і кращої практики ризик-менеджменту потрібен час. Причому місцеві банки повинні спочатку понести додаткові витрати, щоб мати можливість надавати нові послуги, поліпшити якість існуючих послуг і продуктів та імплементувати нові методи операційної діяльності. Зниження витрат і розширення кредитування відбувається тільки у середньотерміновому періоді. По-друге, внаслідок обмеженого знання місцевого бізнесового середовища іноземним банкам необхідний час для освоєння ринку приймаючої країни. Можна припустити, що однією з причин асинхронності між високим рівнем іноземної участі й рівнем фінансової глибини у країнах ПСЄ (Албанія, Румунія, Македонія, Сербія) і СНД (Грузія, Киргизія) є те, що лаг у цих країнах ще не закінчився.



Рис. 3.19. Залежність між активами іноземних банків і кредитом приватному сектору у 1994–2007 рр. (лаг 3 роки)

Прийнятність висновків щодо позитивного впливу присутності іноземних банків на глибину фінансової системи відрізняється залежно від рівня фінансової розвиненості країни походження іноземного банку і форми, у якій надходить іноземний капітал.

На ринку банківських послуг трансформаційних економік можна виокремити чотири категорії іноземних банків з неоднорідними конкурентними перевагами і відмінними моделями діяльності. Перша – транснаціональні банки, які належать до найбільш фінансово потужних банків світу. Вони мають глобальний формат діяльності, а їх стратегія спрямована на верхні сегменти банківського ринку. До другої категорії входять західноєвропейські банки, які як правило мають обмежені можливості для створення конкурентоспроможних мереж шляхом придбання у розвинених країнах. Вони здебільшого орієнтовані на регіональний формат діяльності і часто позиціонують себе як провідні банки в перехідних економіках. Третя категорія охоплює іноземні банки, які представляють менш фінансово розвинені регіони. Вони орієнтовані на проникнення на ринок шляхом придбання дрібних банків, що знаходяться у скрутному становищі. До четвертої категорії належать місцеві банки трансформаційних економік. Їх відмінна риса – іноземні банки з перехідних економік не відповідають параметрам діяльності крупних західних банків. У країнах перехідного регіону іноземний капітал представлений переважно трьома останніми категоріями, але з різним ступенем присутності. Інозе-

мні банки тяжіють до експансії початково у країни, які близькі географічно або історично. Як наслідок, у країнах ЦСЄБ і ПСЄ іноземний капітал більшою мірою представлений другою категорією. Скандинавські банки сфокусувалися на країнах Балтії, італійські – на регіоні Західних Балкан. Особливість субрегіону СНД – значне банківське проникнення з інших перехідних економік: банки Казахстану є важливими учасниками банківських систем Таджикистану і Киргизії, банки Росії – банківських систем Вірменії, Киргизії та України. Консолідація західноєвропейських банків розширює сферу їх проникнення у перехідний регіон¹²². Іноді іноземні банки початково мають ширшу географічну стратегію (приміром, австрійські банки). Лідер за масштабами охоплення транзитивних фінансових систем – австрійський Raiffeisenbank, представлений у 15 країнах. У цілому іноземні банки з невеликого числа країн (Австрія, Італія, Швеція) володіють найважливішими (топ-три) банками в багатьох транзитивних фінансових системах, виступаючи головним джерелом внутрішнього кредитування економіки (країни ЦСЄБ і ПСЄ)¹²³.

Головна форма присутності іноземного капіталу в транзитивних фінансових системах – дочірні іноземні банки. Вони входять на ринок як через поглинання внутрішніх банків, так і шляхом створення нових банків. Філії не отримали широкого поширення. Іноземний капітал у банківських системах представлений також портфельними інвесторами. В умовах підвищеного інтересу стратегічних інвесторів до банків СНД портфельні інвестори здійснюють все більш значні придбання часток у банках субрегіону. У більшості випадків продаж міноритарних пакетів акцій іноземним інвесторам здійснюється у формі емісії нових акцій. В окремих випадках інвестиційні фонди купують приватні розміщення субординованих боргових зобов'язань банків. Кожен з різноманітних

¹²² Це, наприклад, мало місце в 2005 р., коли італійський UniCredit прийняв німецьку Групу HVB, включаючи її діяльність у перехідних економіках.

¹²³ Шведські Swedbank і SEB кожний володіє трьома головними банками в країнах Балтії, італійські Banca Intesa і UniCredit володіють трьома і вісьмома великими дочірніми підприємствами відповідно в ЦСЄБ і ПСЄ. Австрійські Erste і Raiffeisenbank володіють низкою найбільших банків у багатьох перехідних економіках (як правило, три і шість дочірніх підприємств відповідно) [655, р. 28].

методів іноземної присутності має свої "за" та "проти", якщо оцінювати їх у довготерміновій перспективі, однак, у короткотерміновому періоді їх вплив на банківську систему приймаючої країни – різний. Новостворені дочірні іноземні банки отримують доступ до нових технологій і методів ризик-менеджменту від самого початку. Відсутність досвіду роботи на новому ринку змушує їх витрачати більше часу і зусиль на отримання ринкової частки. Банки, утворені шляхом злиття і поглинання, мають пройти реструктуризацію, в процесі якої відбувається оновлення методів їх діяльності і переведення на операційну модель міжнародної банківської групи. Портфельні інвестиції в банківській сектор, здійснювані небанківськими іноземними фінансовими інститутами, не пов'язані з відповідним досвідом банківської діяльності. Продаж місцевих банків непрофесійним іноземним інвесторам не лише не підвищує ефективність транзитивних банківських систем, а навпаки – поглиблює проблеми їх функціонування¹²⁴. У результаті означених відмінностей фінансові системи з відносно високою часткою якісних іноземних банків у загальному обсязі банківських активів мають порівняно більш гнучкі і розвинені банківські системи, ніж ті країни, де частка іноземної участі в банківській власності низька або представлена портфельними інвестиціями і банками без належного рівня якості.

Потенційно сприятливі ефекти фінансової відкритості на національну банківську систему залежать також від рівня економічного і фінансового розвитку приймаючої країни, оскільки це визначає характер впливу іноземних банків на поведінку місцевих банків. В економіках з низьким рівнем фінансового поглиблення і сегментованими ринками конкурентний тиск внаслідок входження іноземних банків обмежений. При малорозвинених фінансових ринках іноземні банки зацікавлені обслуговувати тільки частину попиту на фінансові послуги (експортне фінансування, фінансовий лізинг тощо) і специфічні групи клієнтів (міжнародні компанії, орієнтовані на експорт крупні внутрішні компанії), які, на їх думку, більш прозорі і менш ризиковані. Фінансові послуги іншим групам клієнтів

¹²⁴ Типовий приклад – чеський банк Investicni a Postovni Banka (IPB), який збанкрутував уже після його продажу іноземному інвестору в особі Nomura Securities International у 1998 р., що потягнуло за собою повторну його націоналізацію і повторний продаж IPB у 2000 р.

обмежуються через вищі ризики і високий рівень інформаційних і трансакційних витрат [490, р. 557]. Ще більше вплив на поведінку місцевих банків скорочується, якщо вони початково сконцентровані на обслуговуванні інших ринкових сегментів (інсайдерське кредитування, споживчий кредит, кредитування малих і середніх підприємств). Така дворівнева сегментація банківської системи елімінує позитивний вплив іноземного капіталу. Низький конкурентний тиск дозволяє місцевим банкам уникнути збитків, перекладаючи витрати на своїх клієнтів. Тому при нижчому рівні економічного розвитку вхід іноземних банків у короткотерміновому періоді може вести не до зниження, а до підвищення маржі, коли кредитні відсоткові ставки підіймаються більше, ніж ростуть ставки, виплачувані по депозитам. Зростання вартості посередництва тим більше, чим нижчий рівень економічного і фінансового розвитку. Ці ефекти подовжують часовий лаг. Позитивний вплив входження іноземних банків на функціонування внутрішньої банківської системи може проявитися лише в більш довготерміновому періоді, коли зростання конкуренції з іноземними банками скоротить роль сегментації ринків, зменшить маржу і витрати. Ці відмінності пояснюють, чому показники країн з високим рівнем іноземної присутності (Албанія, Грузія, Румунія, Киргизія, Вірменія) мало відрізняються від показників країн з низькою іноземною участю банківського капіталу (Білорусь, Азербайджан, Таджикистан).

Портфельне інвестування і розвиток національних фінансових ринків. Міжнародні потоки портфельного акціонерного і боргового капіталу – інша сфера впливу фінансової відкритості на розвиток транзитивних фінансових систем. На загальнотеоретичному рівні приплив іноземного капіталу сприяє модернізації національних фінансових ринків і підвищенню їх конкурентоспроможності, стимулює економічну активність у приймаючих країнах. Входження портфельного капіталу розширює попит на фінансові інструменти і змушує менш розвинені фінансові системи функціонувати за міжнародними стандартами надання фінансових послуг, а тому потенційно розширює обсяг внутрішніх фінансових ринків. Механізм взаємодії між іноземними інвестиціями і внутрішнім ринком капіталу реалізується в різних формах, розвиток яких нерівномірний у часі. У трансформаційних економіках він включає чотири основні ефекти.

Перший ефект – інтенсифікація розвитку фондового ринку. Допуск на внутрішній фінансовий ринок зовнішніх інвесторів покращує його кон'юнктуру, особливо якщо вони розміщують значні кошти. Іноземні учасники підвищують ліквідність вторинного ринку, урізноманітнюють набір фінансових послуг, що у свою чергу приваблює майбутні припливи. Іноземне проникнення і пов'язане з цим зростання попиту на цінні папери стимулює зростання ємності ринку акцій, підвищення його ліквідності, поліпшення умов розміщення акцій¹²⁵. Коли внутрішній акціонерний капітал отримує можливість бути включеним до міжнародного портфеля, він стає менш ризикованим. Це веде до зростання вартості акцій і зниження витрат фінансування для внутрішніх компаній, отже, збільшує капіталізацію внутрішніх фондових ринків і створює умови для практичної реалізації перспективних інвестиційних проектів. Відкритість фондового ринку також прискорює процес удосконалення розкриття інформації і сприяє підвищенню ефективності функціонування внутрішніх фондових бірж.

Другий ефект – пристосування транзитивних фінансових ринків до механізму встановлення ринкової рівноваги. У результаті фінансової відкритості відбувається зближення в русі внутрішніх і зовнішніх відсоткових ставок. Хоча в транзитивних фінансових системах зберігається премія за структурний ризик, зростання частки зовнішніх інвесторів на ринку внутрішнього боргу надало перехідним економікам можливість послідовно знижувати вартість внутрішнього державного боргу, змінюючи при цьому його структуру і склад інвесторів. Скорочення портфеля центральних банків лімітувало підпорядкованість монетарної політики вимогам фінансування державного бюджету: зменшилась грошова емісія при розширенні ринку, уповільнилась інфляція. Зниження середньозваженої доходності державних облігацій забезпечило не лише скорочення обсягу відсоткових платежів із державного бюджету (отже, зменшення навантаження на державні фінанси), а й зниження внутрішніх відсоткових ставок. Це створило потенційну основу для розширення банківського кредитування реального сектора і, теоретично, – фундамент для економічного зростання.

¹²⁵ Іноземний капітал відіграє головну роль на більшості фондових ринків країн ЦСЄ (Угорщина, Латвія, Литва, Польща, Словаччина, Словенія, Хорватія, Чехія, Естонія). Нерезиденти відповідають, приміром, за 50–70 % ринкової капіталізації в Естонії, Угорщині і Литві.

Третій ефект – удосконалення системи прав власності і корпоративного управління. З погляду довготермінової перспективи, створення адекватної структури корпоративного управління є основою розвитку корпоративних фінансових ринків. Роль у цьому процесі іноземного капіталу виходить за межі кількісних термінів залучення фінансування (при портфельних інвестиціях) або способів його входження на ринок (при прямих інвестиціях). Безперечною перевагою таких інвестицій є те, що, з одного боку, спільні підприємства і придбані іноземцями компанії можуть впливати на регуляторну політику і підтримувати законодавство, спрямоване на підвищення ефективності внутрішніх фінансових ринків, а з іншого – іноземні портфельні інвестиції стимулюють захист прав акціонерів/інвесторів. Найбільшою мірою це стосується фінансових інститутів: участь іноземних партнерів у таких установах безпосередньо сприяє адаптації західних стандартів моніторингу і посиленню прав власності [578, р. 101].

Четвертий ефект – стимулювання створення "рівного ігрового поля" в регулюванні. Ефективність процесу фінансової відкритості в перехідних економіках вимагає відповідності національного регулювання (облікові стандарти, закон про цінні папери, банківський нагляд, корпоративне управління) кращій міжнародній практиці. У менш розвинених фінансових системах тенденція до конвергенції в регуляторних стандартах веде до удосконалення регулювання. Її безпосередній наслідок – обмеження схильності виробників політики використовувати адміністративні методи контролю внутрішнього фінансового ринку, більш дисципліноване ведення макроекономічної політики [522]. Адже погіршення умов економічної політики у країні спричиняє негативну реакцію внутрішніх і міжнародних інвесторів, які починають виводити капітал із країни. Скорочуючи витрати і викривлення, викликані неадекватним регулюванням, удосконалення інституціональних умов допомагає просувати фінансовий розвиток.

Усі ці ефекти пов'язані між собою і формують динамічні переваги припливу іноземного портфельного капіталу до транзитивних фінансових систем. Специфіка і сила впливу визначається наявністю адекватних механізмів трансформації іноземного капіталу в національні інвестиції. Один з основних каналів, за допомогою якого матеріалізуються вигоди від припливу міжнародного капіталу – банківська система. При слабкій банківській системі

приплив іноземного капіталу веде до неефективного інвестування, насамперед у формі зростання спекулятивних, а не виробничих інвестицій. Це пояснюється високою кореляцією між низьким рівнем розвитку фінансової системи і викривленнями внаслідок урядових і міжнародних фінансових гарантій, квазіфіксованих валютних курсів тощо. Інший канал такого впливу – структура і рівень розвиненості власне ринків капіталу. За неефективності фінансових ринків, особливо якщо вона сполучається з макроекономічною нестабільністю, потоки портфельного іноземного капіталу мають короткотерміновий інвестиційний горизонт і стимулюють підвищення волатильності цін на фінансові активи. Цей ефект протидіє позитивному впливу фінансової відкритості на рівень фінансової глибини і динаміку цін на активи.

Обмеження на позитивний вплив іноземного проникнення. За відкритості економіки зворотною стороною нарощування іноземної присутності виступає паралельне скорочення питомої ваги національного капіталу у фінансовій системі. Значний масштаб і зміна характеру іноземної участі у транзитивних фінансових системах піднімають питання про негативні ефекти фінансової відкритості. Потенційні негативні ефекти, зумовлені проникненням іноземного капіталу, стосуються достатньо широкого спектра характеристик функціонування фінансової системи, найбільшою мірою – стійкості місцевих банків і стабільності фінансової системи, у тому числі волатильності сукупного кредитування та цін активів, чутливості до монетарної політики. Характер впливу іноземної присутності на фінансову стабільність, так само як і негативні загальноекономічні наслідки фінансової відкритості ми розглянемо пізніше, а зараз, враховуючи важливість банківської системи у фінансовому розвитку, звернімо увагу на зсуви у функціональних характеристиках і ролі національних банків. Співвідношення потенційних позитивних і негативних ефектів присутності іноземних банків на розвиток транзитивних фінансових систем наведені у табл. 3.4.

Для трансформаційних економік особливого значення набувають три негативні тенденції: витіснення місцевих банків з ринку банківських послуг, ріст ризиків внутрішніх банків, трансформація моделі кредитування економіки.

Таблиця 3.4. Потенційні ефекти присутності іноземних банків на розвиток транзитивних фінансових систем

Параметри фінансового розвитку	Позитивні ефекти	Негативні ефекти
Депозитна база	Більш стабільна депозитна база через більшу гарантованість депозитів іноземними материнськими банками	Звуження депозитної бази місцевих банків через перетікання клієнтів до більш якісних іноземних банків, особливо під час криз
Пропозиція кредиту	Розширення банківського кредиту приватному сектору і більш стабільна пропозиція кредиту завдяки підтримці материнського банку	Нормування пропозиції кредиту внаслідок більш строгої кредитної політики; надмірне кредитне зростання через цілі кредитного росту дочірнього банку в межах міжнародної банківської групи
Ліквідність і капіталізація	Підвищення капіталізації куплених банків, краща ліквідність фінансової системи	Зниження капіталізації і ліквідності місцевих фінансових ринків внаслідок припинення котирування поглинутих банків
Регулювання і контроль	Імпорт контролю в приймаючу країну відділеннями іноземних банків	Уникнення контролю з боку національних регуляторів приймаючої країни через консолідований нагляд міжнародної банківської групи
Зсуви у ринковій структурі	Збільшення ефективності внутрішніх банків і зниження вартості посередництва завдяки зростанню конкуренції	Зростання кількості банкруств місцевих банків через збільшення конкуренції на ринку
Стійкість банківської системи	Зменшення вразливості приймаючих ринків до зовнішніх шоків через кращу капіталізацію банків і підтримку материнськими банками	Підвищення чутливості до зовнішніх шоків – іноземні банки є трансмісійним механізмом міжнародної нестабільності на національну фінансову систему

Входження іноземних банків у тенденції веде до послаблення позиції місцевих банків у національній банківській системі. Суттєва різниця у вартості ресурсної бази, спектрі та якості фінансових послуг визначають вищий рівень конкурентоспроможності іноземних банків проти місцевих, що в підсумку спричиняє заміщення місцевих банків іноземними. Ця тенденція не є абсолютною, оскільки внутрішні банки базують свої кредитні рішення на кращому розумінні місцевого бізнесового середовища і вищій інформованості про місцеві компанії. Проте, завдяки конкурентним перевагам іноземні банки витісняють місцеві з ринку найбільш прибуткових послуг і "відбирають" корпоративних клієнтів з найвищим кредитним статусом. Витіснення місцевих банків із традиційних для них сегментів фінансового посередництва переміщує їх до більш ризикованих сегментів і клієнтів, примушуючи їх збільшувати загальний рівень ризиків своїх портфельів. Оскільки при цьому звужується їх депозитна база через перетікання клієнтів до більш якісних іноземних банків, серед місцевих банків зростає кількість банкрутств. Припинення котирування поглинутих і збанкрутілих банків веде до зниження капіталізації і ліквідності місцевих фондових ринків. У результаті іноземні банки розширюють контроль над фінансовими потоками і платоспроможністю національної банківської системи та отримують можливість істотно впливати на характер і пріоритети фінансового та економічного розвитку.

Негативні наслідки має і значний приплив іноземних портфельних інвестицій. Зовнішні інвестори, маючи більш дешеві залучені кошти, витісняють внутрішніх учасників з ринку внутрішнього боргу. Основні внутрішні інвестори в перехідних економіках – комерційні банки. У більшості економік вони традиційно орієнтувалися на отримання відсоткових доходів від державних облігацій, пропонуючи високі відсоткові ставки по депозитах. Тому при збільшенні частки портфеля іноземних інвесторів на внутрішньому ринку і відповідному зниженні поточної доходності облігацій відбувається послідовне витіснення комерційних банків з ринку державного боргу. Таке витіснення веде до зміни стратегії управління активами і пасивами внутрішніх банків за трьома напрямками. По-перше, поступове виведення ресурсів з ринку державного боргу на інші, більш доходні, але й

більш ризиковані сегменти фінансового ринку – ринок муніципальних і корпоративних облігацій, ринок векселів, а також на кредитування ризикованих підприємств під вищі відсотки. По-друге, інтенсивний пошук більш дешевих залучених коштів – відбувається акумуляція банками основного обсягу зовнішніх кредитів. По-третє, керуючись оптимізацією ризиків, банки починають спрямовувати частину коштів, переважно власних, у фінансові інструменти, деноміновані в іноземній валюті. Реалізація такої стратегії посилює банківські ризики (внаслідок розміщення банківських коштів в активи з вищими ризиками і зовнішньої заборгованості) і створює проблеми з банківською ліквідністю (внаслідок нижчої ліквідності альтернативних ринку державних облігацій фінансових сегментів), що обмежує їх здатність ефективно розміщувати довготермінові фінансові ресурси.

Умовою ефективного функціонування економічного механізму є адекватність попиту і пропозиції фінансових ресурсів. Входження іноземних банків модифікує модель фінансування ділової активності. Традиційно вважалося, що іноземні банки надають перевагу кредитуванню великих місцевих компаній і супроводжують обслуговування іноземних компаній. Проте ці характеристики не розповсюджуються на сучасну структуру банківського кредитування в перехідних економіках. Зміни у структурі власності транзитивних банківських систем супроводжувалися стратегічним зсувом активності іноземних банків – переходом від концентрації на фінансових послугах своїм міжнародним корпоративним клієнтам до зростання кредитування внутрішніх економічних агентів. Специфіка полягає в тому, що при загальній важливості кредитів малому і середньому бізнесу, іноземні банки фокусуються на більш прибутковому споживчому та іпотечному кредитуванні, тоді як головна сфера кредитування місцевих банків – підприємницький сектор (табл. 3.5).

Таблиця 3.5. Структура кредитного портфеля комерційних банків, % сукупного кредитування (складено за [655, р. 63])

	Іноземні банки	Місцеві банки		ЦСЄБ	ПСЄ	СНД*
		приватні	державні			
Іпотека	11,92	5,82	1,62	17,5	6,8	2,5
Інше споживче кредитування	18,20	13,99	16,43	16,5	19,1	12,0
Малий і середній бізнес	34,01	47,01	31,33	31,7	45,3	46,6
Великі підприємства	19,36	27,36	9,04	13,4	16,9	28,8
Державні підприємства	3,74	2,36	14,21	3,9	3,8	3,6

* – включно з Монголією.

При домінуванні іноземного капіталу така структура кредитування ініціює розвиток кредитного буму. Зростання внутрішнього кредиту в перехідному регіоні у XXI ст. набуває переважно форми кредитування домогосподарств і найбільшою мірою притаманне новоствореним іноземним банкам. У 2007 р. частка кредитів домогосподарствам становила 21–26 % ВВП у країнах ЦСЄБ і ПСЄ проти 5–7 % ВВП у 2000–2001 рр., сягаючи в окремих випадках 40 % ВВП (Естонія, Латвія, Хорватія). Зв'язок між структурою кредитного портфеля і типом банківського капіталу вказує також на можливі деформації моделі кредитування національної економіки. Маючи менший зв'язок з економікою країни-реципієнта, ніж внутрішній банківський капітал¹²⁶, іноземні банки здатні зменшувати кредитування малоприбуткових і низьколіквідних, але стратегічно важливих секторів економіки. У результаті внутрішні позичальники позбавляються рівного доступу до фінансових ресурсів, а розвиток національної економіки зазнає своєрідних фінансових обмежень з боку банківської системи. За таких умов потенційний вигравш економіки від зростання обсягів кредитування приватного сектора стає уявним, оскільки реальний позитивний економічний ефект можливо одержати тільки в разі ефективного розміщення довготермінових ресурсів на інвестиційні цілі.

¹²⁶ На транзитивних ринках місцеві банки найчастіше виступають як складові фінансово-промислових груп, а не як окремі "гравці". Така практика поширена і в Україні.

Таким чином, незважаючи на істотний позитивний вплив іноземного проникнення на характеристики фінансового розвитку, воно пов'язане також з негативними ефектами, які потенційно обмежують розвиток транзитивних фінансових систем. Враховуючи, що національна банківська система є невід'ємним елементом державного суверенітету, іноземний контроль небажаний з огляду на негативні наслідки для фінансової безпеки країни. Це вказує на необхідність модифікації стратегії залучення іноземного капіталу до транзитивних банківських систем, принаймні тих економік, де рівень іноземного проникнення менший (країни СНД), у тому числі України. Оптимальність стратегії залежить від обраних механізмів розвитку внутрішньої банківської системи. Набуття конкурентних характеристик національною банківською системою задається перш за все рівнем конкурентоспроможності її окремих банків. Тому основна стратегічна вимога – внутрішня консолідація банківської системи має передувати іноземному проникненню.

3.3.2. ДОСТУП ДО ЗАРУБІЖНИХ ФІНАНСОВИХ РИНКІВ І МІЖНАРОДНА КОНКУРЕНТОСПРОМОЖНІСТЬ ТРАНЗИТИВНИХ ФОНДОВИХ РИНКІВ

Фінансова відкритість має двосторонній характер. Поряд з доступом іноземного капіталу на внутрішній фінансовий ринок вона означає також доступ внутрішніх фірм і домогосподарств на світовий ринок. У трансформаційних економіках доступ до зовнішніх ринків спрямований на залучення фінансування. Аспект диверсифікації має обмежений характер. Міжнародна диверсифікація є способом реалізації вищої доходності з нижчим ризиком, порівняно з внутрішнім інвестуванням. Отримання повних вигод від міжнародної диверсифікації передбачає, що економічні агенти включають іноземні активи у власні портфелі. Це вимагає повної лібералізації потоку інституціональних інвестицій. Обмеження на портфельне інвестування для регульованих інституціональних інвесторів зменшують (або унеможливають) можливості диверсифікації. Значний розрив у рівні доходності іноземних і внутрішніх фінансових активів – чинник, що різко скорочує привабливість закордонного інвестування навіть у тих країнах, де відсутні обмеження на інституціональні інвестиції. Можна припустити в

цьому зв'язку, що менша кількість обмежень і зближення рівнів доходності дозволяють інституціональним інвесторам перехідних економік активніше диверсифікувати свої портфелі за кордоном. Негативний аспект такого сприятливого розвитку – зменшення ресурсів, доступних для внутрішніх інвестицій.

Натомість вільний доступ до міжнародних фінансів забезпечує ті самі можливості фінансування, які пропонуються зарубіжними посередниками зарубіжним компаніям. З позиції внутрішніх економічних агентів ця ситуація рівноцінна такій, за якої вони мали б можливість залучати фінансування на розвинутому внутрішньому фінансовому ринку. Проте існує принципова різниця між можливостями зовнішніх фінансових ринків як механізму залучення інвестицій і наявністю реального впливу, який має залучення капіталу за кордоном, на розвиток транзитивних фінансових систем. Не вдаючись до переваг залучення фінансування на зовнішніх ринках, варто звернути увагу на особливості і наслідки цієї тенденції для фінансового розвитку трансформаційних економік.

Залучення зовнішніх інвестицій здійснюється компаніями регіону в основному з використанням інструментів боргового фінансування. Така тенденція закономірна для ринків, що формуються: світовий досвід свідчить, що початково підприємства залучають фінансування на ринках банківських кредитів та облігацій, і лише з часом починають привертати фінансові ресурси через випуск акцій. Переважання боргових інструментів у структурі корпоративного фінансування зберігається і надалі – воно характерне не тільки для ринків, що виникають, а й для розвинених. Постачаючи довготермінове фінансування, зовнішні ринки відіграють важливу роль у формуванні основного капіталу в перехідних економіках. Інше їх призначення – фінансування операцій поглинання. Міжнародні ринки виступають як джерело інвестицій, що використовуються для фінансування концентрації власності на окремому підприємстві, а також як механізм фінансування галузевої концентрації і міжгалузевої інтеграції.

Звернімо увагу на те, що доступ економічних агентів перехідних країн на зовнішні фінансові ринки не має прямого позитивного впливу на розвиток транзитивних фінансових систем. Збільшення транскордонного кредитування фірм не відбивається на обсягах внутрішнього приватного кредиту, а випуски акцій та облігацій за кордоном не збільшують капіталізації внутрішніх фінансових рин-

ків. Аналогічним чином фінансові послуги, що надаються закордонними посередниками, не впливають на збільшення пропозиції таких послуг з боку внутрішніх фінансових інститутів. Тому, хоч фінансова відкритість забезпечує більшу доступність фінансових ресурсів і послуг для агентів з перехідних економік, вона не збільшує безпосередньо рівень їх фінансового розвитку. Більше того, реально існує негативний вплив вільного доступу до міжнародних ринків на транзитивні фінансові системи. Іноді він проявляється у прихованій формі, іноді – прямо. При високих внутрішніх відсоткових ставках нерегульований доступ до зовнішніх ринків веде до того, що крупні фірми і банки звертаються за позиковими коштами за кордон на умовах недоцільно коротких термінів погашення, беручи на себе надмірну заборгованість по короткотермінових кредитах в іноземній валюті. Внутрішня фінансова система змушена обслуговувати компанії нижчого класу, яким надається більший обсяг кредитування. У результаті необмежений доступ до міжнародних фінансів веде до переінвестування економіки і зростання кредиторської заборгованості банків і підприємств. Так само поліпшення доступу до міжнародного фінансування з погляду реципієнтів інвестицій (емітентів) може супроводжуватися зниженням конкурентоспроможності внутрішніх фондових ринків. Найважливіший аспект негативного впливу фінансової відкритості визначається тенденцією до "еміграції" акцій.

Згідно з міжнародною CAPM, частка акціонерного інвестування в певний ринок має відповідати його величині в капіталізації світових ринків. Особливістю трансформаційних економік є специфічне інвестиційне відхилення. Наявна тенденція розвитку транзитивних фондових ринків – множинний міжнародний лістинг і збільшення залучення іноземного фінансування через упровадження програм депозитарних розписок і IPO на фондових біржах розвинених країн. Вона почалася з другої половини 90-х рр., коли великі компанії, прагнучи підвищити свій статус і забезпечити можливість нарощування капіталу, почали активно виходити на міжнародні ринки. У трансформаційних економіках спостерігається дві хвилі міжнародного IPO. Перша мала місце в 1996–1997 рр. Вона завершилася різким зниженням через російську фінансову кризу 1998 р. і падіння глобального фондового ринку в 2000–2001 рр. З 2004 р. виникла нова хвиля, пік якої припадає на 2007 р. Хоч вона менша за кількістю компаній, обся-

ги фінансування, залученого через IPO, зросли [655, р. 75]. За даними МВФ, кумулятивний обсяг міжнародних випусків акцій регіону за 1999–2008 рр. склав 88,3 млрд дол. США. Головні емітенти – російські компанії, на які припадає майже 65 % обсягу загально регіональних міжнародних випусків. Частка українських випусків міжнародних акцій порівняно незначна – 2,4 млрд дол. (рис. 3.20, без Росії). Проте, якщо виходити з вітчизняних даних (неповні дані за 2005–2008 рр.), вартість залученого українськими компаніями капіталу за рахунок публічних і приватних емісій на іноземних фондових біржах більша – 3,2 млрд дол. США.

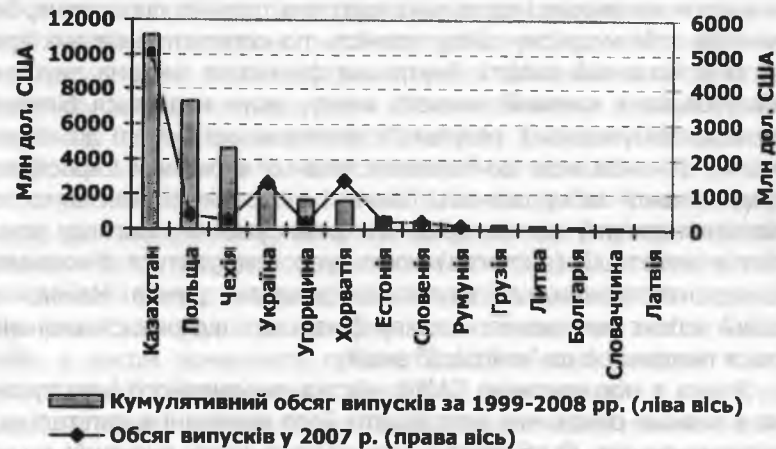


Рис. 3.20. Міжнародні випуски акцій
(розраховано і побудовано за [409, р. 185; 410, р. 204; 411, р. 179; 412, table 16])

У результаті цієї динаміки відбулися значні зсуви в кількісних характеристиках транзитивних фондових ринків. Корпорації із закордонним лістингом акцій наприкінці 90-х рр. склали в середньому 18 % капіталізації фондових ринків перехідного регіону [385, р. 113, 116]. На той час лише в Казахстані частка таких компаній відповідала майже двом третинам внутрішньої капіталізації. У XXI ст. сформувалася група країн (Чехія, Естонія, Угорщина), де ринкова капіталізація компаній, що мають закордон-

ний лістинг, досягла 95–99 % сукупної капіталізації національних фондових ринків (табл. 3.6).

Таблиця 3.6. Закордонна торгівля і крос-лістинг компаній із перехідних економік [666, р. 11]

Країна	Капіталізація фірм із міжнародним лістингом щодо сукупної ринкової капіталізації, %	Вартість торгівлі за кордоном щодо вартості внутрішньої торгівлі, %	Частка фірм із крос-лістингом, %	Загальна кількість лістингів емісій
Болгарія				30
Чехія	98,9	11,8	36	111
Естонія	95,3	84,7	44,4	18
Угорщина	99,8	14,6	74,3	70
Латвія	0,3	0,6	12,5	16
Литва	42,4	337,3	11,4	44
Польща	81,3	62,5	12,2	246
Румунія				63
Словаччина	76,2		23,1	26
Словенія	7,0	5,9	1	189
Середні дані	62,6	73,9	26,9	81,3

Зростання перехресної реєстрації акцій, IPO, використання депозитарних розписок та інші способи, спрямовані на збільшення залучення іноземного фінансування, відображають загальносвітову тенденцію, притаманну діяльності великих компаній. Тенденція тяжіння до зовнішніх ринків як джерела інвестицій типова для всіх ринків, що формуються. Вона зумовлена рядом переваг міжнародних ринків проти національних. Серед них: ширший діапазон обсягу ефективного залучення інвестицій (мінімальний і максимальний обсяги фінансування, залучення якого може бути ефективно); нижчі витрати на залучення капіталу; менший термін, потрібний для організації і здійснення крупного залучення інвестицій; подовження терміновості корпоративних боргів [289] (при борговому фінансуванні).

Для компаній трансформаційних економік додаткові мотиви виходу на більш розвинені й стабільні зовнішні ринки включають: 1) неефективність корпоративного управління, яка заважає розвиткові ринкової структури і ліквідності [557, р. 11]; 2) подолання раціонування акціонерного капіталу на внутрішньому рин-

ку і можливість зменшення корпоративних фінансових обмежень – нові капіталовкладення компаній стають менш чутливими до руху внутрішньо генерованих грошових коштів [385, р. 128]; 3) скорочення витрат на залучення фінансування через доступ до ширшої бази капіталу з меншими трансакційними витратами; 4) зменшення ризику внутрішнього поглинання через диверсифікацію власності; 5) більша ефективність зовнішніх ринків капіталу по функціональних параметрах, серед яких найчастіше виділяють ліквідність [314; 543]; 6) можливість здобути визнання імені і підвищити свій статус тощо. Зокрема, оскільки вимоги щодо корпоративного управління для міжнародних лістингів жорсткіші, ніж у перехідних економіках, то закордонний лістинг дозволяє корпораціям продемонструвати, що вони захищають права міноритарних акціонерів, засвідчуючи таким чином, що діють в інтересах інвесторів. Завдяки цьому вони отримують можливість зменшити витрати на залучення фінансування і нарощувати акціонерний капітал. Але тенденція реєструватися і торгуватися за кордоном не обмежена ринками зі слабкими правами міноритарних акціонерів – країни з порівняно кращим захистом прав інвесторів, також здійснюють активну торгівлю своїми акціями за кордоном. Відмінна риса трансформаційних економік – вихід не лише на ринки розвинених країн, а й на ринки, що перебувають на стадії формування. Так, українські компанії використовують для IPO не тільки Лондонську і Німецьку фондові біржі, а й Варшавську. Аналіз дозволяє припустити, що наростаюча тенденція залучення фінансування через виведення акцій на міжнародний ринок в основі своїй має два чинники: доступ до більших обсягів фондів, ніж ті, що доступні на внутрішніх ринках; орієнтованість "нових капіталістів" на диверсифікацію капіталу за рахунок іноземної власності і небажання розпорозувати власність на реальні активи серед широкої маси вітчизняних дрібних інвесторів. Цей процес стимулюється створенням у розвинених країнах спеціальних ринків для торгівлі фінансовими активами перехідних економік. Один із прикладів – електронна біржа NEWEX/Ost Boerse у Відні, створення якої було ініційоване групою інституціональних інвесторів Західної Європи і основне призначення якої – зосередити торгівлю акціями провідних компаній ЦСЄ.

Якщо проаналізувати зміст наслідків тенденції "еміграції" акцій, можна дійти висновку, що це чинник, котрий обмежує розвиток навіть найбільших транзитивних фондових ринків. Виведення

акцій за кордон визначає фрагментацію внутрішніх ринків, оскільки фондові операції і формування цін на акції відповідних фірм-емітентів починають відбуватися під домінуючим впливом зовнішніх ринків. Теоретично, закордонний лістинг може стимулювати внутрішню торгівлю акціями, якщо він сприймається національними інвесторами як ознака якості специфічних акцій. Фактично відбувається відтік фондових інструментів і торгівлі ними поза межі національних фінансових систем, що означає перенесення більшої частки фондової активності за кордон. За оцінками, у середньому вартість акцій країн ЦСЄ, які торгуються за кордоном, становить приблизно три чверті вартості торгівлі внутрішніх ринків. У міру розвитку транзитивних фондових ринків відбувається частковий перерозподіл сукупних біржових оборотів на користь внутрішніх бірж, однак, цей ефект має обмежений характер¹²⁷. За таких умов іноземні портфельні менеджери отримують можливість використовувати акції трансформаційних економік не беручи участі в торгівлі на фондових ринках цих країн, отже, початковий ринок-емітент стає усе менш значимим.

Зосередження торгівлі акціями перехідного регіону за його межами супроводжується зникненням великих компаній, які торгуються лише на внутрішньому ринку: середній розмір компаній, що отримали крос-лістинг або випустили депозитарні розписки значно більший, ніж у компаній, що мають лише внутрішній лістинг. Це позбавляє місцеві біржі і компанії, і ліквідності. Загальна тенденція останнього десятиліття – скорочення кількості компаній у біржовому лістингу. З 1998 р. по 2006 р. включно кількість компаній, зареєстрованих на біржах регіону скоротилася з 8773 до 5937. Подальше зростання лістингових компаній обмежене кількома країнами (Україна, Болгарія, Польща, Хорватія, Росія). У підсумку при загальному зростанні обсягів торгівлі акціями перехідних економік обороти на зовнішніх ринках зростають швидше, ніж на внутрішніх.

Подрібнення ліквідності зумовлює високі трансакційні витрати внутрішніх ринків. Основний елемент витрат – не прямі виплати ринковим посередникам, а так звана вартість впливу ринку, яка обернено пропорційна ліквідності кожної акції. Низька ліквідність

¹²⁷Приміром, у Росії частка зарубіжних (офшорних) операцій протягом 1999–2001 рр. знизилась від 84 % (у 1998 р.) до приблизно 50 % і стабілізувалася на цьому рівні [34, с. 27].

не тільки припускає обмежені можливості корпорацій залучати фінансування при порівняно низьких витратах, а й високі неявні витрати для інвесторів у формі підвищеного руху цін і високого цінового спреда. Високі загальні трансакційні витрати, у свою чергу, стимулюють подальше скорочення кількості акцій у лістингу і зменшення кількості потенційних інвесторів.

Фрагментація торгівлі акціями на іноземну і внутрішню веде до перенесення основного центру ціноутворення поза межі національного ринку. Це визначає цінову (інформаційну) неефективність транзитивних фондових ринків. Механізм цін на акції базується на комплексі інформації, що охоплює як показники прибутковості і дивідендних виплат конкретної фірми, так і статистичні дані щодо угод з цими активами, а також характеристики внутрішньоекономічних факторів – економічної політики, політичного середовища, корпоративного законодавства, режиму оподаткування тощо. "Пул інформації" неявно входить до ринкової вартості цінних паперів і визначає рівень цінової ефективності ринку [149, с. 253]. Хоч при торгівлі акціями на фрагментованих ринках основні принципи ціноутворення зберігаються, роль фактора невизначеності зростає, оскільки якість інформації, що враховується при оцінці акцій на різних ринках, відрізняється між собою.

У результаті дії означених чинників низька ліквідність виступає постійною характеристикою транзитивних фондових ринків, яка не залежить від більш чи менш сучасної структури торговельних систем, ступеня розвитку правового регулювання фондового ринку, характеристик інститутів і професійності інвестиційних посередників, котрі працюють у сфері фондового ринку.

У ширшому контексті виведення акцій внутрішніх компаній за кордон має наслідки, які виходять за межі кількісних параметрів транзитивних фондових ринків. Розмір ринку відіграє суттєву роль у визначеності його довготермінової життєздатності. Фінансова глобалізація сприяє збільшенню масштабів фондових ринків і підвищує той рівень капіталізації і ліквідності, який визначає їх міжнародну конкурентоспроможність. Згідно з існуючими на кінець ХХ ст. оцінками, щоб досягти тієї точки, де зростання ринкової активності пов'язане зі зниженням витрат при торгівлі, капіталізація ринку має бути не меншою за 15 млрд дол. США [505]. У 2007 р. цей поріг перетнули 11 країн (у тому числі Україна), проте лише в чотирьох з них (Польща, Угорщина, Чехія і Росія) співвідношення обсягу торгівлі щодо ринкової капіталізації

свідчить про досягнення ефективної межі (рис. 3.21, без Росії), хоч саме 2007 р. є роком найвищої активності більшості транзитивних ринків з часу їх появи. Значний обмежувальний чинник – розмір національної економіки. Малі країни не спроможні забезпечити умови фінансового розвитку, необхідні для формування ефективного ринку капіталів. На невеликих фондових ринках у публічному лістингу перебуває незначна кількість фірм, загальні витрати функціонування ринку порівняно високі. Через операційну неефективність торговельних систем і обмежений обсяг інвестиційних ресурсів, фірмам вигідніше залучати фінансування на більш ліквідних закордонних ринках, що в результаті ще більше скорочує масштаби внутрішнього ринку.

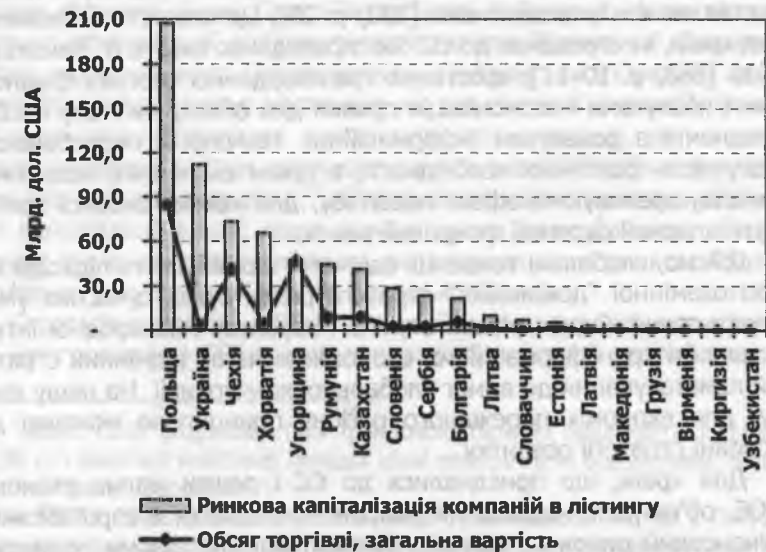


Рис. 3.21. Ринкова капіталізація та обсяг торгівлі транзитивних фондових ринків, 2007 р. (побудовано за [694; 701])

Це вказує на те, що фінансова відкритість об'єктивно розширює можливості розвитку для емітентів перехідних економік і погіршує характеристики національних фінансових ринків. З огляду на цю тенденцію постає непросте питання щодо ідеології розвитку транзитивних фінансових систем і фондових ринків, зокрема. Однозначної відповіді на нього немає. Проблемою є те, що мінімально не-

обхідний розмір фондового ринку, який забезпечує високу ліквідність і низькі трансакційні витрати, внаслідок фінансової консолідації у розвинених країнах, постійно збільшується. Тому мінімальний рівень масштабу ефективності теж постійно зростає. Це означає, що більшість транзитивних фондових ринків не здатні конкурувати з розвиненими ринками в наданні торговельних послуг, а розвиток незалежних і ліквідних фондових ринків стає все більш складним навіть для провідних трансформаційних економік, які мають найбільші за розмірами фінансові системи. У результаті поширилася думка про недоцільність розвитку фондових ринків у кожній окремій країні. На думку деяких дослідників, з розвитком міжнародних фінансів політика, спрямована на розвиток фондових ринків у перехідних економіках, стала швидко застарівати і навіть постає як контрпродуктивна [232, р. 25]. Це стосується насамперед країн, інтегрованих до ЄС. Як справедливо вказує Л. Винхаз де Суза [666, р. 10–11], зростання транскордонної торгівлі фінансовими послугами і гармонізація правил для обміну капіталу в ЄС у поєднанні з розвитком інформаційних технологій передбачають відсутність фактичної необхідності, а також економічну неоптимальність, враховуючи ефект масштабу, для кожної окремої країни мати власний окремий фондовий ринок.

Дійсно, глобальні тенденції свідчать, що більшість підходів імпортозамінної "домашньої" стратегії розвитку за сучасних умов неефективні. Однак різний ступінь і характер міжнародної інтегрованості трансформаційних економік вимагає відмінних стратегій пристосування до вимог глобальної конкуренції. На нашу думку, для економік перехідного регіону принципово можливі дві основні стратегії розвитку.

Для країн, що приєдналися до ЄС і решти малих економік ЦСЄ, об'єктивно необхідний напрям – інтеграція в європейський фінансовий ринок на основі технологічної платформи і ринкової моделі провідних європейських бірж. Така стратегія дозволить компенсувати нестачу доступу внутрішніх економічних агентів до фінансових послуг, що пропонуються внутрішніми фондовими ринками, за рахунок єдиного європейського ринку капіталу. Оптимальний варіант – інтеграція в пан-європейську електронну фондову систему із загальноєвропейською зоною впливу. У цьому разі роль країни базування як місця, де мають торгуватися акції, перестає бути вирішальною. Рух у напрямі регіональної фінансової інтеграції вже спостерігається у країнах ЦСЄ. Початково він

відбувався у формі створення регіональних асоціацій, встановлення зв'язків з іншими фондовими ринками ЄС, лібералізації потоку інституціональних інвестицій, створенні об'єднаного індексу фондових бірж Центральної Європи, відомого як індекс CESI, зростанні іноземної присутності на фондових ринках цих країн¹²⁸. Сучасна тенденція набула форми міжнародної консолідації і базується на злиттях і поглинаннях фондових бірж. Щонайдалі процес фінансової консолідації просунувся у країнах Балтії – спочатку через злиття, яке відбулося між трьома балтійськими біржами (Естонія, Латвія, Литва), пізніше – через їх поглинання фондовою біржею Гельсінкі (HEX) і наступну інтеграцію в ринок OMX, який включає біржі Копенгагена, Гельсінкі, Стокгольма, Таллінна, Риги, Вільнюса. Сьогодні ця фондова платформа об'єднує також фондові біржі Санкт-Петербурга і Вірменії. Аналогічний процес консолідації відбувається на основі Віденської фондової біржі, яка поглинула Будапештську, Люблянську і Празьку фондові біржі і продовжує експансію на транзитивні ринки¹²⁹. Означена тенденція співпадає з розвитком зрілих ринків, де консолідація фондових систем здійснюється як в межах окремих держав, так і на глобальному рівні¹³⁰. Проте якісні характеристики біржової консолідації в ЦСЄ дещо відмінні: вони передбачають збереження існуючої структури ринку, включаючи діючі ринкові моделі і системи регулювання (група Віденської біржі).

Стратегія розвитку, об'єктивно необхідна для ринків малих країн, інтегрованих в ЄС, є мало придатною, а іноді й неприйнятною

¹²⁸ Індекс CESI розраховується фондовою біржею Будапешта з липня 1996 р. і охоплює найбільш ліквідні цінні папери бірж Братислави, Будапешта, Праги і Варшави.

¹²⁹ У 2007 р. Wiener Boerse уклала угоду про співробітництво з ПФТС і запровадила індекс Ukrainian Traded Index (UTX), що розраховується на основі котирувань десяти найбільш ліквідних українських акцій.

¹³⁰ Злиття бельгійської, голландської, французької і португальської фондових бірж привело до створення EURONEXT, а більш вільна асоціація чотирьох із п'яти скандинавських фондових бірж (за винятком фінської HEX, яка обрала розширення шляхом безпосереднього придбання менших балтійських бірж), привела до NOREX. Купівля американською біржею NYSE торговельного майданчика Euronext створила першу трансатлантичну біржу. Другий інтерконтинентальний фондовий ринок виник у результаті придбання NASDAQ найбільшого скандинавського оператора OMX Group.

для решти перехідних економік, особливо, великих країн СНД. За незначним винятком, економіки СНД не беруть участі в тенденції глобальної консолідації і змушені дотримуватися переважно "домашньої" стратегії розвитку. Потенційна стратегія їх розвитку визначається такими чинниками. По-перше, за своїми сутнісними характеристиками фондові ринки відповідних економік істотно поступаються ринкам розвинених країн. Сучасний стан їх національних ринків – це безпосередній результат незавершеності процесу внутрішньої консолідації. Наприклад, у Росії 1994 р. існувало 63 фондові майданчики, у 2007 р. залишилося 6 організаторів торгівлі. Причому 97 % обсягу торгів цінними паперами зосереджено на двох з них – Московській міжбанківській валютній біржі (ММВБ) і фондовій біржі "Російська торговельна система" (РТС). В Україні діє 7 фондових бірж і 2 торговельно-інформаційні системи¹³¹. Головний фондовий майданчик – фондова біржа ПФТС, де зосереджено в середньому 90 % торгівлі котируваними і позалістинговими акціями. Незважаючи на закриття частини менших фондів бірж (як це спостерігалось у країнах ЦСЄ на початку 90-х рр.), характерна риса найбільших фондових ринків СНД – співіснування домінуючих національних фондових бірж і широких неорганізованих ринків. Тому актуальним для них залишається подальший рух у напрямі внутрішньої консолідації, який є одним із способів як підвищення ефективності і конкурентоспроможності національних ринків, так і визначення їх економічного потенціалу. По-друге, міжнародні ринки капіталу не здатні виконувати всі функції транзитивних фондових ринків. Міжнародні фондові біржі зацікавлені в торгівлі акціями обмеженої кількості провідних компаній. Невеликі й середні за розміром компанії і фінансові посередники з невеликою капіталізацією не здатні долучитися до зовнішніх ринків через міжнародний лістинг. Вони невідомі, отже, неконкурентоспроможні для інвесторів провідних фондових бірж. Такі компанії більш конкурентні у власних країнах, де їх частка на ринку значна. Це визначає необхідність функціонування внутрі-

¹³¹ Київська міжнародна фондова біржа, Придніпровська фондова біржа, Українська міжбанківська валютна біржа, Українська міжнародна фондова біржа, Українська фондова біржа, Фондова біржа "ІННЕКС", дочірнє підприємство "Фондова біржа ПФТС" і ТІС – дочірнє підприємство Асоціації "Південноукраїнська торговельно-інформаційна система" – "Південь-Сервер" і ТОВ "Торговельно-інформаційна система "Перспектива".

шніх ефективних біржових механізмів, які забезпечують наявність відповідної ліквідності за справедливими цінами. Якщо внутрішні фондові ринки не зможуть відігравати адекватну роль, це позбавить більшість місцевих компаній небанківських джерел капіталу. З огляду на це для відповідних фондових ринків пріоритетним залишається розвиток на внутрішній основі і спрямованість на обслуговування національної економіки. По-третє, внаслідок конкурентного тиску з боку зрілих ринків (у тому числі через "еміграцію" акцій великих компаній) ефективний розвиток транзитивних фондових ринків даного типу вимагає регіональної кооперації та інтеграції, щоб створити власну конкурентоспроможну ринкову нішу. Форми такої інтеграції можуть бути різні – від формального альянсу між фондовими системами новостворених ринків до корпоративного союзу. Перспективний напрямок розвитку – створення на основі консолідації кількох національних бірж єдиної регіональної торговельної системи (регіональної біржі або електронної системи), що домінує на фінансових ринках економічно пов'язаних країн. Єдина торговельна система дозволить створити центр консолідації ліквідності, здатний конкурувати з міжнародними біржами, зокрема, якщо національні біржі об'єднають паралельні лістинги, інфраструктуру і сумісну технологічну платформу. Сфокусована на цінних паперах (акції, облігації, ф'ючерси, опціони) перехідного регіону така система здатна стати домінуючим гравцем на кількох національних ринках водночас, зосереджуючи найбільшу кількість лістингів. Завдяки найбільшій концентрації регіональних лістингів, індекс такої біржі може стати головним барометром стану регіональної економіки. Українські біржі на даний час не можуть розглядатися як претенденти на статус регіональної біржі, насамперед через надмірно низьку ліквідність і технологічні та інфраструктурні недоліки. Ключовими факторами створення регіональної біржової системи є грошові ресурси та інфраструктура. Тому потенційними регіональними біржами є сучасні лідери – Варшавська фондова біржа і російські РТС і ММВБ.¹³² З огляду на це для України більш перспективна концепція – об'єднання національних фондових бірж у формі електронної технічної коаліційної угоди.

У цілому, враховуючи, що навіть за найбільш оптимістичними прогнозами, більшість транзитивних фондових ринків залишаться

¹³² Проникнення російських торговельних систем в українській фондовий ринок активізувалося у 2008 р.

невеликими проти зрілих ринків, можна припустити, що у перспективі лише обмежена кількість перехідних економік, серед яких, зокрема, Росія, Польща та Україна, де потенційно представлена значна кількість інвесторів, має конкурентні переваги у спроможності створення ефективного національного ринку цінних паперів, який виступатиме альтернативою банківському фінансуванню. Для менших країн потенційно вигідним і навіть необхідним постає розширення доступу до іноземних фінансових послуг.

Підсумовуючи розглянуті вище напрями і характеристики впливу фінансової відкритості на фінансовий розвиток трансформаційних економік, слід відмітити їх неоднозначність. Аналіз вказує на суперечність між позитивними аспектами впливу фінансової відкритості, як механізму, що стимулює розвиток фінансових систем і забезпечує залучення довготермінових інвестиційних ресурсів, і негативними результатами її впливу на таку значущу частину національної економіки, як фондовий ринок. Внаслідок нарощування фінансової відкритості перехідних економік сформувалося три основні тенденції.

По-перше, в результаті фінансової відкритості відбувається структурне поглиблення сфери фінансових послуг і посилюється дієвість національних фінансових систем як засобу розподілу фінансових ресурсів і послуг в економіці. Дослідження показує, що розвиненіші транзитивні фінансові системи більш інтегровані в міжнародні фінанси. Головний канал позитивної дії фінансової відкритості – входження досвідчених іноземних банків, яке стимулює фінансове поглиблення. Можна стверджувати, що це основний механізм, який допомагає перехідним економікам будувати сучасну фінансову систему, що відповідає потребам економічного розвитку.

По-друге, вигоди від зростання фінансової відкритості трансформаційних економік отримують також розвинені країни. Останні фактично розподіляють послуги, що надаються їх фінансовими системами, серед країн перехідного регіону. У результаті фінансової відкритості відбувається "витіснення" транзитивних фінансових систем фінансовими системами розвинених країн. Це безпосередньо стосується фондового сегменту. Закордонний лістинг акцій фірм із перехідних економік збільшує капіталізацію й оборот закордонних фондових ринків, а не власних [314]. Розширюючи фінансові системи розвинених країн, фінансова відкритість потенційно навіть зменшує доступність фінансування для компаній пе-

рехідного регіону: обмежуючи розвиток транзитивних фондових ринків, вона змушує їх конкурувати із зарубіжними фірмами за фінансові ресурси на міжнародних ринках. Проте, внаслідок цього потенційний вигравш економіки від зростання фінансової відкритості не стає фіктивним. Негативні зміни, що відбуваються на фондових ринках значною мірою компенсуються збільшенням ефективності транзитивних фінансових систем, пов'язаною з розширенням їх діяльності і збільшенням доступності фінансових ресурсів та послуг внаслідок вищої фінансової відкритості.

По-третє, в умовах фінансової відкритості традиційні показники фінансового розвитку і способи оцінювання обсягу доступних внутрішнім економічним агентам фінансових ресурсів і послуг втрачають свою ефективність. У ширшому плані це означає:

1) при високому рівні фінансової відкритості аналіз міри розміру внутрішньої фінансової системи не завжди може виявити дійсне збільшення пропозиції фінансів. Внаслідок вільного доступу до міжнародних фінансових ринків показники внутрішнього кредиту і капіталізації фондового ринку щодо ВВП перестають відповідати дійсному обсягу пропозиції фінансових ресурсів і послуг, які отримують суб'єкти перехідних економік (через транскордонне кредитування і міграцію акцій);

2) для високо фінансово інтегрованих ринків, розмір фінансової системи даної країни як міра ступеня її фінансового розвитку, необхідного для економічного розвитку, втрачає значення, а розмір і сегментованість внутрішніх фінансових ринків у тенденції стають менш важливими;

3) для економік з різним ступенем фінансової відкритості відмінності в розмірі внутрішніх фінансових систем не можуть використовуватися для ідентифікації відмінностей у реальних масштабах пропозиції фінансових ресурсів і послуг, доступних внутрішнім економічним агентам. Оскільки країни регіону мають різний ступінь фінансової відкритості та інтегрованості в міжнародні фінанси, не можна очікувати, що всі перехідні економіки, за інших рівних умов, матимуть однаково високі показники фінансового розвитку.

3.4. ЗАГАЛЬНОСИСТЕМНІ РИЗИКИ ФІНАНСОВОЇ ВІДКРИТОСТІ ТРАНСФОРМАЦІЙНИХ ЕКОНОМІК

3.4.1. СПІВВІДНОШЕННЯ ВИГОД І ВИТРАТ ФІНАНСОВОЇ ВІДКРИТОСТІ

За характером дії ефекти фінансової відкритості можуть бути поділені так: 1) загальні, властиві будь-якій економіці, і специфічні, пов'язані з трансформаційним процесом; 2) мікроекономічні, які реалізуються на рівні окремих суб'єктів, і макроекономічні, що проявляються на рівні економіки в цілому; 3) ефекти, що стосуються власне фінансової системи, і наслідки для її окремих сегментів; 4) позитивні і негативні. Розвиток фінансової системи безпосередньо інтегрований в економічний розвиток. Тому поряд з впливом фінансової відкритості на національну фінансову систему особливого значення набувають її загальносистемні ефекти. Фінансове поглиблення, забезпечуване припливом іноземного капіталу, втрачає сенс, якщо воно викликає значні негативні загальноекономічні ефекти.

Головна перевага фінансової відкритості – ефективніший розподіл світових фінансових ресурсів через розширення інвестиційних можливостей світової економіки. Як аргументують О. Обстфельд, А. Чері, Р. Генрі [299; 537], міжнародні ринки капіталу передають світові заощадження у сфері їх найбільш продуктивного використання, незалежно від розташування останніх по країнах. Згідно зі стандартною неокласичною моделлю зростання, фінансова відкритість полегшує потік капіталу до країн з дефіцитом капіталу, позитивно впливаючи на випуск в економіці і добробут населення. Основний чинник впливу – вирівнювання граничного продукту капіталу. Якщо при однакових темпах зростання і рівнях інфляції в одній країні спостерігається дефіцит капіталу при його високій граничній продуктивності, а в іншій існує надлишок капіталу, проте ціна його і гранична продуктивність низькі, то в умовах фінансової автаркії їхні інвестиційні можливості обмежені: дефіцитом капіталу і високою відсотковою ставкою в

першій країні і низькою доходністю інвестування – у другій. При вільному переміщенні потоків капіталу між ними гранична продуктивність капіталу вирівнюється і добробут в обох країнах зростає: у першій – за рахунок зростання випуску внаслідок збільшення обсягу інвестицій, у другій – завдяки зростанню доходності інвестування. Це показує, що вигоди від фінансової відкритості містять вигоди для країн-постачальників фінансових ресурсів і вигоди для країн-реципієнтів. Це свідчить також про те, що фінансова відкритість дозволяє відокремити внутрішнє інвестування від рівня національних заощаджень, розширюючи джерела інвестиційного фінансування в економіці за рахунок зовнішніх фінансів.

Поряд з прямим впливом на рівень внутрішнього інвестування і випуск фінансова відкритість має й інші позитивні ефекти [522; 537; 666]. Серед них: зменшення витрат на залучення фінансування при дефіциті внутрішніх фінансових ресурсів, отже, скорочення впливу фінансових обмежень на економічне зростання; доступ до світового резерву фінансових інструментів, що дозволяє ефективніше розподіляти фінансові ризики через міжнародну диверсифікацію національних портфелів; підтримка системи багатосторонньої торгівлі між країнами шляхом її фінансування і доступу до механізмів мінімізації ризиків, пов'язаних з зовнішньою торгівлею; можливість вирівнювати споживання під час внутрішніх економічних шоків і в часі тощо. Так, за відсутності синхронізації фаз бізнес-циклу в національних економіках, міжнародні потоки капіталу можуть певною мірою нейтралізувати змінюваність національного доходу країни і в такий спосіб забезпечити стабільніший рівень національного споживання. Ці ефекти фінансової відкритості не діють в економіках, яким притаманні деформації, що порушують конкурентну рівновагу. Як показують емпіричні дослідження, вигоди від відкритості рахунку капіталу у формі прискорення зростання і зниження волатильності розвитку найбільш очевидні для розвинених країн [74, с. 51; 559]. Для ринків, що формуються, доступ до глобальних фінансів має циклічний характер, у результаті чого зростає амплітуда коливань у внутрішній макроекономіці цих країн.

Економіки, де відбувається трансформації економічної системи, не здатні використовувати переваги фінансової відкритості повною мірою. Їх реалізація вимагає визначених кількісних і які-

сних характеристик розвитку як фінансової системи, так і економіки в цілому, адекватних макроекономічних та інституціональних передумов. Традиційні з погляду теорії міжнародної економіки переваги фінансової відкритості в економіках перехідного типу модифікуються, породжують нові ефекти під впливом специфічних факторів. Перша група таких ефектів пов'язана з дисфункціонуванням кредитних ринків. Трансформаційний спад виробництва був посилений через нерозвиненість і недосконалість внутрішніх кредитних ринків, навіть якщо не брати до уваги рівень накопичення капіталу в перехідних економіках. Скорочення реальних грошових залишків фірм (через стрибок рівня цін на ранніх фазах лібералізації), не пом'якшене адекватною пропозицією банківського кредитування, призвело до появи фінансових (ліквідних) обмежень [320, р. 645–653]. Фінансові обмеження підвищують чутливість корпоративних інвестицій до поточних економічних умов: обсяг інвестування визначається лише на підставі поточних доходів, а не очікуваної прибутковості від інвестування. В умовах навіть короткотермінового спаду зниження поточних прибутків обмежує обсяг фінансових ресурсів, які фірма може використати для придбання нових капітальних благ. Скорочення інвестиційних видатків, у свою чергу, сприяє подальшому падінню виробництва. Виходячи з цього, можна стверджувати, що доступ до зовнішніх фінансів, який дозволяє підприємствам частково долати проблеми фінансових обмежень, стимулює вихід продукції на мікрорівні, і таким чином лімітує обсяг спаду виробництва в економіці.

Інший наслідок дисфункціонування кредитних ринків пов'язаний з відбором інвестиційних проектів. Як показують К. Клетцер і Дж. Рольдос, диспропорції у початковому розподілі багатства в перехідних економіках були посилені внаслідок неповної інформації щодо прибутковості інвестиційних проектів [470]. Такі проблеми кредитування, як несприятливий відбір і моральний ризик, зростають при нестійкій динаміці реальної відсоткової ставки і диференційованих бюджетних обмеженнях для підприємств реального сектора (м'яких – для державних і, переважно, жорстких – для приватних), при втручанні держави у формування цін і розподіл ресурсів та викривленні цінових сигналів, невідповідності між ринковим середовищем і поведінкою підприємств тощо. За таких

умов кредитори страхуються від невизначеності через скорочення пропозиції кредитів і завищення середньої відсоткової ставки, спричиняючи витіснення високорентабельних інвестицій в економіку низькорентабельними. Протидією цій тенденції виступає пряме іноземне інвестування. ПІІ в реальний сектор сприяють доступу на експортні ринки розвинених країн і через це знижують невпевність стосовно інвестиційних проектів. Вони стимулюють зростання внутрішніх інвестицій, оскільки виробничі зв'язки потребують створення виробничих потужностей у секторах проміжного виробництва приймаючої країни. ПІІ у фінансовий сектор розширюють відбір найбільш прибуткових інвестиційних проектів завдяки порівняльним перевагам іноземного банківського капіталу за технологічними і кваліфікаційними параметрами.

Друга група ефектів пов'язана з фундаментальною переорієнтацією зовнішньоекономічних зв'язків трансформаційних економік – переходом до нової моделі зовнішньої торгівлі, що визначається новими спонукальними мотивами і новою структурою порівняльних переваг. Цей перехід супроводжувався, з одного боку, розпадом традиційних торговельних зв'язків і відповідним скороченням експорту між постсоціалістичними країнами, з іншого – переорієнтацією їхніх економік на нові конкурентні умови у сфері експорту і погіршенням умов торгівлі (внаслідок переходу до світових цін). Послідовний рух до торгівлі з розвиненими країнами змусив перехідні економіки змінити товарну спеціалізацію. Зростаюча залежність від зовнішньої торгівлі на тлі погіршення умов торгівлі акцентувала проблему нестачі резервів конвертованої валюти. Але якщо на початку 90-х рр. у ряді країн ЦСЄ (Чехія, Словаччина, Болгарія, Словенія) валютні резерви були на низькому рівні, то в країнах СНД, за винятком Росії, їх не було зовсім. Розпад Радянського Союзу означав і розпад єдиної банківської і грошової системи. Нові валюти країн СНД не були вільно конвертованими і не могли використовуватися для розрахунків у зовнішній торгівлі, від'ємний платіжний баланс не давав можливості накопичувати міжнародні резерви. У результаті перехідні економіки зіткнулися не лише з необхідністю зовнішньоторговельних коригувань, але й із проблемою фінансування зовнішньоторговельного дисбалансу і формування необхідних валютних резервів. Проблематичність розв'язання такої ситуації полягає у способі до-

сягнення поставлених цілей. Поряд зі скороченням рівня внутрішнього споживання, необхідним за таких умов стає залучення зовнішнього фінансування. Приплив міжнародного капіталу надав економікам перехідного регіону можливість компенсувати нестачу вільно конвертованої валюти і частково обмежив скорочення внутрішнього споживання. Зменшуючи фінансові обмеження, зовнішні фінанси дозволили врегульовувати поточні платежі і дали час для заходів, спрямованих на коригування дисбалансів.

Завдяки означеним ефектам фінансова відкритість певною мірою допомогла трансформаційним економікам подолати внутрішньоекономічні кризові явища і відкрила нові можливості для економічного розвитку. Проте, зміна моделі участі у світових фінансах несе також зростаючі ризики. Як правило, негативні ефекти фінансової відкритості пов'язують зі зростанням фінансової нестабільності. Виходячи з негативного досвіду локальних і світових фінансових криз останніх двох десятиліть, коли функціонування банківських систем у багатьох країнах було порушене, а економіки, що мали стійке зростання, раптово опинилися у рецесії, критики фінансової відкритості стверджують, що причиною нестійкості сучасних фінансових систем і розвитку криз, зокрема, є фінансова глобалізація. На їхню думку, має змінитися сама концепція глобалізації. Контроль над рухом короткотермінового капіталу або встановлення певних лімітів на його приплив до ринків, що формуються, дозволять стримати циклічність фінансового розвитку [141, с. 77–83, 105–107, 223–226, 231; 477, р. 74–80]. Деяким економістам це дає підставу для висновків, що твердження про позитивний вплив вільного руху капіталу базуються на нереалістичних припущеннях і є ідеологічно упередженими, їм не вистачає наукового аналізу і прагматизму [128].

У загальносистемному плані головна причина ризиків фінансової відкритості – різнотипність (різноструктурність і різноякісність) транзитивних фінансових систем, з одного боку, і фінансових систем розвинених країн та світової фінансової системи в цілому, з іншого. Згідно з теорією складних систем, навіть при інтеграції фінансових систем, кожна з яких перебуває в оптимальному стані стійкої динамічної збалансованості, виникає нестійка фінансова система, яка відрізняється високим ступенем ентропії [47, с. 120]. Це пояснюється тим, що результат інтеграції –

система з новою якістю, яка не є сумою об'єднаних національних систем. Міжнародна фінансова інтеграція викликає різке (принаймні одномоментне) зростання нестабільності нової системи, незалежно від того, яким був стан вихідних систем. Ризики фінансової відкритості зростають через відсутність адекватного міжнародного механізму регулювання глобальних фінансових потоків і нестійкість світової фінансової системи. У глобальній економіці будь-яка локальна системна фінансова криза миттєво стає світовою, поширюючи дестабілізацію на міжнародні і національні фінансові ринки. Це посилюється розмежуванням реального і фінансового секторів світової економіки і домінуючою структурою світових потоків капіталу.

Однак цей аспект ризиків не єдиний. Інший стосується характеру функціонування національної економіки. Для перехідних економік ступінь реалізації ризиків фінансової відкритості посилюється, а їх характер модифікується внаслідок незбалансованості внутрішньої економічної політики, деформованої структури економіки, недостатньо контрольованого внутрішнього фінансового середовища, нерозвиненості ринкових інститутів тощо. Як наслідок, навіть ті з них, які належать до економік з потужним і стійким потенціалом зростання, наражаються на несприятливі зовнішні шоки. У результаті фінансова відкритість заважає реалізації можливостей внутрішнього економічного розвитку, а втрати від відкритості починають перевищувати її вигоди.

За аналогією з теорією митного союзу Дж. Вайнера, можна виділити два типи загальносистемних негативних ефектів, або ризиків фінансової відкритості, – статичні і динамічні (рис. 3.22). Їх загальносистемний характер вказує, що ці ефекти стосуються не лише фінансового, а й економічного розвитку. Статичні ефекти є короткотерміновими економічними наслідками, які виникають у результаті відкриття економіки і зникають у міру створення стійкої розвиненої економічної системи. Внаслідок короткотерміновості їх можна назвати ризиками адаптаційного періоду. Динамічні ефекти мають довготерміновий характер. Це негативні економічні наслідки фінансової відкритості, які мають постійний характер і повною мірою виявляються на більш пізніх стадіях розвитку.



Рис. 3.22. Негативні ефекти фінансової відкритості перехідних економік

3.4.2. СТАТИЧНІ НЕГАТИВНІ ЕФЕКТИ ФІНАНСОВОЇ ВІДКРИТОСТІ

Розвиток постлібералізаційних криз. На відміну від розвинених країн, на ринках, що формуються, лібералізація руху капіталу у короткотерміновому періоді має тенденцію запускати фінансові цикли, які закінчуються кризами [322, р. 305–373; 456; 458, р. 27, 37]. Типова риса всіх новостворених ринкових економік, які зазнали криз у 90-х рр. (Мексика 1994 і 1995 рр., країни Південно-Східної Азії 1997 р., Україна і Росія 1998 р., Еквадор і Бразилія 1999 р.) – початкове різке зростання припливу міжнародного капіталу, а потім різкий його відтік. Теоретично, ця закономірність відбиває перехідне короткотермінове покращення кон'юнктури на фінансових ринках внаслідок фінансової відкритості, яка вразлива до циклу підйом-спад. Практично, постлібералізаційна дестабілізація в економіках перехідного типу спричинена двома комплексними причинами.

Перша полягає в тому, що стандарти ОЕСР щодо лібералізації потоків капіталу, які охоплюють майже всі види руху капіталу, включаючи короткотермінові угоди, зависокі для ринків, що формуються. Економіка здатна ефективно поглинати міжнародні потоки капіталу лише коли в країні функціонує розвинена фінансова система, діють інститути, що підтримують ринок (чит-

кі права власності, інформаційні системи, адекватні правові інститути), а також накопичений досвід роботи з ними. Невиконання цих вимог, у тому числі недосконале регулювання руху капіталу й неадекватне пруденційне регулювання фінансового сектора, стає причиною розвитку постлібералізаційних криз. Особливо це стосується форсованої лібералізації руху капіталу на ранній стадії розвитку. У трансформаційних економіках інституціональні реформи, як правило, починалися після часткової лібералізованості потоків капіталу. Навіть сьогодні у багатьох країнах, що розвиваються, інституціональні основи ринкової економіки розвиненіші, ніж у більшості перехідних економік з аналогічним рівнем доходу. Відсутність необхідних інститутів, отже, невизначеність результатів інвестування, зумовлює низьку довіру міжнародних інвесторів. Тому криза виникає відразу, як тільки довіра міжнародних інвесторів до цих економік знижується внаслідок непередбачуваних шоків.

Інша важлива причина – нескоординованість зовнішньої лібералізації з внутрішньою і незбалансованість макроекономічної політики, яка виявляється у протиріччях між різними її напрямками. Основним є конфлікт між внутрішніми макроекономічними цілями і політикою стабілізації валютного курсу. У трансформаційних економіках залучення іноземних інвестицій покладене в основу стратегії економічного розвитку, а валютна політика використовується як один з основних інструментів підвищення інвестиційної привабливості економіки. Стабільний валютний курс розглядається як гарантія високої рентабельності міжнародного інвестування. Разом з тим, майже всі вони пройшли період розвитку і подолання високої інфляції за рахунок жорсткої монетарної і бюджетної політики. Інфляція, швидко знижена стримувальною макроекономічною політикою, обмежує можливості маніпулювання обсягами пропозиції грошей, у тому числі і з метою підтримки стабільного курсу. Бюджетний дефіцит, особливо при емісійному фінансуванні, може лише обмежений час поєднуватися з утриманням обмінного курсу на стабільному рівні. На практиці, таке сполучення цілей макроекономічної політики, як фінансування бюджетного дефіциту і дефіцитного поточного рахунку, стримування інфляції і стабілізація валютного курсу, – одночасно складно, а іноді й неможливо, реалізувати.

Механізм постлібералізаційної кризи у трансформаційних економіках коректно узгоджується з теоретичним аналізом валютних криз [476], але має певну специфіку. У спрощеному вигляді логіка розвитку постлібералізаційної кризи може бути зведена до таких етапів.

Етап I. Відкриття економіки, поступовий, але значний приплив міжнародного капіталу на внутрішній фінансовий ринок. Країна не має необхідних бар'єрів, які запобігають надлишковому припливу зовнішнього капіталу. Центральний банк накопичує валютні резерви. Водночас приплив іноземного капіталу веде до зміни структури платіжного балансу і швидкого зростання грошової маси і цін в економіці.

Центральний банк намагається обмежити зростання пропозиції грошей, застосовуючи стримувальну політику. Альтернативний варіант обмеження інфляційного впливу припливу капіталу – емісія державних боргових зобов'язань – пов'язаний із витратами. При низькорозвинених ринках капіталу випуск державних облігацій для поглинання надлишкової грошової маси обходиться дорого: виплати по облігаціях істотно перевищують надходження по валютних резервах. Низький рівень монетизації економіки не дозволяє повною мірою використовувати можливість стерилізації надлишкового припливу капіталу без появи інфляційного тиску. Обмежувальна монетарна політика в поєднанні зі стерилізацією грошової маси веде до зростання відсоткового диференціалу, що, у свою чергу, викликає додатковий приплив іноземного капіталу і таким чином веде до нового збільшення резервів і необхідності нової стерилізації.

Орієнтація на стабільність валютного курсу в поєднанні з розвитком інфляційних процесів викликає поступове зростання реального обмінного курсу: зростає імпорт з одночасним погіршенням конкурентоспроможності експорту. Країна починає витрачати накопичені валютні резерви на покриття від'ємного сальдо балансу поточних операцій. У поєднанні з накопиченням зовнішньої заборгованості це веде до збільшення тиску на національну валюту. Звернімо увагу, що за інших рівних обставин, динаміка економічної ситуації характеризується загальним погіршенням: зростання інфляції, поява або зростання дефіциту поточного рахунку платіжного балансу (через погіршення умов торгівлі), скорочення виробництва (через зменшення експорту), зростання вартості кредитування (через монетарні обмеження).

Етап II. У певний момент часу економіка, яка поступово втрачає валютні резерви, переходить до кризової стадії. Ця стадія охоплює спекулятивну атаку на національну валюту, її девальвацію, відтік капіталу, розвиток системної фінансової нестабільності і, зрештою, загальної макроекономічної кризи.

Розвиток другої стадії розпочинається з того, що міжнародні інвестори, очікуючи знецінення національної валюти і втрати доходності (внаслідок постійного і передбачуваного погіршення макроекономічних показників), починають змінювати структуру інвестиційних портфелів, заміщуючи фінансові активи, деноміновані в даній валюті, іноземними. Аналогічна реакція притаманна й резидентним учасникам ринку, які намагаються позбавитися від активів у національній валюті до моменту її девальвації. Відбувається поступове зменшення валютних резервів країни, яке супроводжується початком відтоку капіталу. Щоб за таких умов утримати стабільний валютний курс і відвернути розпочатий відтік капіталу, країна використовує стандартні економічні інструменти захисту національної валюти – валютні інтервенції і підвищення короткотермінових ставок. Зростання відсоткових ставок на тлі високого їх рівня зменшує грошові надходження до держбюджету, скорочує рівень внутрішнього кредитування, негативно впливаючи на виробництво.

Наразі офіційні резерви досягають якогось критичного рівня, коли відбувається спекулятивна атака на національну валюту. Оскільки потенційна величина резервів, що використовуватиметься державою для підтримки курсу, не відома, прискореними темпами зростає попит міжнародних інвесторів на іноземну валюту. Спекулятивна атака з боку міжнародних інвесторів доповнюється спекулятивною атакою з боку резидентів, які прагнуть конвертувати заощадження в національній валюті в іноземну з метою збереження їх реальної вартості. Недовіра до національної валюти (внаслідок очікування знецінення національних грошей) може спровокувати вилучення вкладниками депозитів з банків. Як наслідок, спекулятивна атака поглинає остачу валютних резервів і, супроводжувана стрімким відтоком капіталу з країни, викликає відмову від підтримки стабільного обмінного курсу національної валюти (валютна криза) і масований відтік депозитних коштів з банківської системи (банківська криза).

Внаслідок спекулятивної атаки зміна макроекономічної політики (девальвація національної валюти) може відбутися раніше, ніж того вимагають загальні тенденції динаміки макроекономічних показників країни (і до вичерпування міжнародних резервів центрального банку). У результаті чистий приплив іноземного капіталу різко скорочується, іноді до від'ємних значень, обмінний курс національної валюти падає, економіка зазнає значного дефіциту фінансових ресурсів при одночасному зростанні попиту на них, ділова активність скорочується, випуск падає (економічна криза). Це спричиняє подальшу дестабілізацію національної економіки.

Перший супутній наслідок валютної кризи – перевищення дефіциту автономних операцій над обсягом валютних резервів (криза платіжного балансу). Дефіцит фінансування платіжного балансу викликає збільшення товарних кредитів; зростання неплатежів і чистої зовнішньої кредиторської заборгованості підприємств; прискорене зростання зовнішнього боргу і сум його обслуговування; скорочення імпорتنих поставок через відмову постачальників; передачу реальних і фінансових активів нерезидентам у рахунок погашення заборгованості тощо. Інший наслідок девальвації національної валюти – стрімкий розвиток інфляції. Внаслідок кризи рівень внутрішніх цін починає визначатися не рівнем пропозиції грошей, а характером інвестиційних уподобань і переваг ліквідності резидентів. Причина цього – різке зниження реальної вартості активів, деномінованих у національній валюті і відповідне скорочення їх запасу в портфелях резидентів; скорочення попиту на реальні грошові залишки. Водночас девальвація викликає різке зниження інвалютної вартості національних активів і збільшення боргового навантаження, оскільки обсяг зовнішнього боргу країни, виражений у національній валюті, теж зростає. На мікроекономічному рівні це спричиняє неплатоспроможність підприємств, їхні банкрутства, на макроекономічному – зростання бюджетного дефіциту, зовнішній і внутрішній дефолти (боргова криза).

Девальвація національної валюти і зростання внутрішніх відсоткових ставок, скорочення виробництва і обсягів кредитування економіки, зростання дефіциту державного бюджету і дефіцит фінансування платіжного балансу, державні і приватні дефолти – типові ознаки постлібералізаційної кризи. У такій ситуації дефіцит фінансових ресурсів може бути покритий лише за рахунок неринкових позик – прямих кредитів від міжнародних

фінансових організацій або виключного фінансування платіжного балансу у вигляді анулювання або реструктуризації зовнішнього боргу, прострочення платежів за боргами тощо. Країна переходить до третього етапу.

Етап III. Це етап післякризового функціонування ринків. Його характерні ознаки – досить помірні потоки капіталу, головним чином у вигляді екстреної допомоги міжнародних фінансових організацій при одночасному скороченні обсягів зовнішніх операцій приватного капіталу.

У міру затухання післякризових процесів тенденція змінюється на протилежну – міжнародний капітал починає повертатися, валютні резерви поступово відновлюються. Можливі дві альтернативи. Країна або повертається до вихідного стану, починаючи інтенсивно залучати міжнародне фінансування (поступовий перехід до етапу I), або змінює валютну політику і регулювання руху капіталу. У першому випадку відновлення тенденції залучення зовнішнього капіталу може бути тимчасовим, і відтік капіталу може повторитися. У цьому полягає найбільша небезпека постлібералізаційних криз. За нерозвинутого інституціонального середовища і незбалансованої макроекономічної політики, чергування спекулятивних атак на національну валюту з наступним відтоком і поверненням іноземного капіталу, може перетворитися на перманентне явище. У такому разі механізм постлібералізаційної кризи стає основою циклічного розвитку національної економіки.

Поглинання зовнішнього капіталу неінвестиційною діяльністю. Характерна особливість фінансової відкритості перехідних економік – поглинання припливу зовнішнього капіталу діяльністю, яка безпосередньо не пов'язана з інвестиційним виробничим процесом. Початковим ефектом руху до фінансової відкритості, спричиненим усуненням валютних обмежень за поточними операціями в середині 90-х рр., стало валютне заміщення. У його основі – конкуренція національної та іноземної валют на внутрішньому ринку на тлі макроекономічної нестабільності. Високий рівень валютного заміщення привів до того, що трансформаційні економіки сконцентрували близько 40 % із 370 млрд готівкової доларової маси, яка перебуває в обігу поза межами США [102].

Другий неінвестиційний ефект визначається спрямуванням значної частки залученого іноземного капіталу на формування

офіційних валютних резервів. Їхня кумулятивна вартість протягом 1993–2007 рр. зросла у 23 рази – з 34 до 796 млрд дол. США. Мета такого накопичення – "самострахування" проти фінансової нестабільності: підтримка конкурентоспроможного валютного курсу і необхідність покривати короткотермінову зовнішню заборгованість із валютних резервів, як захист від спекулятивних атак і раптові інверсії потоків міжнародного капіталу. Об'єктивна основа – відсутність механізмів, здатних забезпечувати перетворення залучених фінансових ресурсів в інвестиційні фонди реального сектора. Найвищий за обсягами рівень міжнародних резервів накопичили Польща, Чехія, Румунія, Україна і, особливо, Росія. У деяких економіках перехідного регіону накопичення валютних резервів перевищило потребу в "самострахуванні". Про це свідчить їх надмірний розмір у місяцях імпорту (дод. 24). Тенденція накопичувати надмірні валютні резерви, як пересторога проти відтоку міжнародного капіталу, посилилася після криз 90-х і є характерною для всіх ринків, що формуються [516, р. 62].

Значне накопичення резервів ставить питання про баланс затрат і вигод подібного "самострахування". Навіть не враховуючи того, що ресурси, які витрачаються центральним банком на їх формування, могли б використовуватися альтернативно для фінансування внутрішніх інвестицій і принести більший доход при інвестуванні на внутрішньому фінансовому ринку, акумуляція та утримання валютних резервів пов'язані з витратами подвійного характеру. По-перше, накопичення валютних резервів вимагає їх стерилізації, що спричиняє збитки внаслідок відмінностей між доходністю національних цінних паперів і доходами на іноземні фінансові активи. По-друге, накопичення резервів за рахунок припливу зовнішнього капіталу відображає передачу капіталу країнам, які є емітентами міжнародних резервних валют по ціні, що еквівалентна різниці між ціною зовнішнього запозичення і доходами від накопичених іноземних активів¹³³. Додаткове накопичення валютних резервів фактично стає збитковим, особливо

¹³³ Якщо центральний банк з метою накопичення резервів випускає довготермінові облігації на міжнародних фінансових ринках, то витрати формування резервів дорівнюватимуть різниці між довготерміновими відсотковими ставками по таких облігаціях і короткотерміновими відсотковими ставками по іноземних активах, у яких сформовані резерви.

через те, що вони інвестуються у низькодоходні активи і переважно у валюті, що знецінюється, – доларах США.

Нова протидіюча тенденція в динаміці міжнародних резервів перехідних економік – створення фондів суверенного багатства (ФСБ), які представляють суспільний сектор. Їх поява стимульована швидким накопиченням резервів у країнах з профіцитом поточного рахунку, який сформувався за рахунок експорту нафти¹³⁴. Акумулюючи офіційні валютні запаси, ФСБ допускають вищий ступінь ризику і мають вищу очікувану доходність, ніж традиційні міжнародні резерви. Авуари подібних фондів виконують потрібну роль: виступають джерелом інвестування в закордонні фінансові інструменти і забезпечують внесок у фінансування глобальних дисбалансів; забезпечують стримування суспільних витрат (що зменшує фіскальний дефіцит або дозволяє зводити бюджет із профіцитом); використовуються на повернення зовнішніх боргів. У перехідних економіках інвестиційна функція ФСБ реалізується дуже обмежено. Перший такий фонд для інвестиційних цілей з'явився лише 2008 р.¹³⁵ Використання валютних надходжень на створення ФСБ дозволить здійснювати активнішу політику щодо управління офіційними валютними резервами.

Відтік національного капіталу. Важливий короткотерміновий аспект ризиків фінансової відкритості трансформаційних економік – відтік внутрішніх заощаджень, у тому числі несанкціонований відтік (втеча) капіталу за кордон. Роздержавлення і приватизація державних активів збільшують ліквідність національного капіталу. При нерозвиненій фінансовій системі і неадекватному регулюванні процесу фінансової відкритості це створює сприятливі умови для вилучення фінансових ресурсів з країни. Таке вилучення не обов'язково означає відсутність можливостей прибуткового внутрішнього інвестування. Теоретично, фінансова

¹³⁴ Такі фонди мають Азербайджан (Державний нафтовий фонд створений у 1999 р., вартість активів в управлінні якого 2007 р. становила 3,3 млрд дол. США), Казахстан (Національний фонд створений у 2000 р., під управлінням якого 23 млрд дол. США), Росія (Нафтовий і газовий фонд утворений у 2004 р., розмір активів якого 157 млрд дол.) [689, р. 216].

¹³⁵ Це урядова інвестиційна компанія, призначена керувати ресурсами в розмірі 32 млрд дол. США, що належать Нафтовому стабілізаційному фонду Росії [689, р. 72].

відкритість індукує відтік капіталу при істотних структурних деформаціях. Згідно з дослідженнями Х. Едісона, Р. Левіна, Л. Річчі і Т. Слока [356, р. 3], капітал рухається з країн з дефіцитом капіталу, але нерозвиненою фінансовою системою та обмеженим інституціональним середовищем, до країн, які теж потребують капіталу, але мають розвиненіші інститути. На практиці існують різні стимули до утримування активів за кордоном – політична та економічна нестабільність, непередбачуваність змін у бізнесовому середовищі, спірний або протизаконний спосіб отримання активів (корупція, організована злочинність) тощо. Основними мотивами вивозу капіталу з перехідних економік є: оптимізація оподаткування і зниження інвестиційних ризиків при інвестуванні ресурсів (виведення коштів за кордон з наступним їх реінвестуванням у національну економіку під виглядом іноземних інвестицій); накопичення тіньових заощаджень, які формуються за рахунок експропріації доходу та активів держави, міноритарних акціонерів і населення; обслуговування компаніями зовнішньоторговельних операцій.

Відтік національного капіталу набуває легальних і нелегальних форм. При обмеженнях на інвестування за кордон способи втечі капіталу мають, як правило, протизаконний характер. Методи і канали відтоку капіталу різні – експорт капіталу шляхом операцій, які за своєю формою належать до зовнішньоторговельних (наприклад, заниження експортних і завищення імпорتنних контрактних цін, зовнішньоторговельні розрахунки, неповернення експортної виручки), створення офшорних компаній і спільних підприємств за кордоном або створення внутрішніх фіктивних фірм за участю іноземців, цінові механізми портфельного інвестування¹³⁶, фінансові махінації тощо. Найпоширеніші способи втечі капіталу з перехідних економік – схема трансфертного ціноутворення, відома як "толлінг" (продаж внутрішніми компаніями товарів своїм офшорним компаніям за цінами, що нижчі за ринкові), і фіктивні консультативні послуги з боку закордонних компаній. Слід погодитися з

¹³⁶ Типовий механізм в Україні – процес зворотного викупу вітчизняних корпоративних цінних паперів у нерезидентів, особливо, якщо нерезиденти – це українські підприємці, зареєстровані в офшорних зонах. Випуск вітчизняних акцій за цінами, які значно перевищують котирування цих паперів на внутрішньому ринку, вказує на ціновий механізм втечі капіталу через купівлю-продаж фінансових активів.

думкою Г. Колодко, що така масштабна втеча капіталу була б неможливою без активної участі приватних іноземних партнерів і підтримки з боку закордонних офіційних структур [69, с. 302].

Точно визначити обсяги національного капіталу, виведеного з перехідного регіону, складно. Хоч відтік капіталу з країни є одним з важливих індикаторів, які розраховуються на основі даних платіжного балансу, цифри, що називаються, зазвичай мають оціночний характер¹³⁷. Це пояснюється не лише похибками при розрахунках, які виникають на практиці, а й досить значними обсягами втечі капіталу через протизаконні схеми. "Незвичайний" відтік капіталу з країн ЦСЄ оцінюється приблизно в 4,5 % ВВП на рік, з максимальним значенням у 8 % ВВП в Естонії і Латвії [481, р. 5]. В Україні, за оцінками, сукупний відтік капіталу за 90-ті рр. досяг близько 20 млрд дол. США [138, с. 194] і продовжує зростати¹³⁸. Найбільших масштабів цей процес досяг у Росії, яка характеризується сталим відтоком капіталу впродовж усього перехідного періоду¹³⁹.

Капітал, що залишав перехідний регіон у 90-х рр., складався переважно з протизаконних "брудних" грошей, використання яких у внутрішньоекономічному обігу потребувало попередньої легалізації [69, с. 301–302]. Відповідно, частина капіталу, який

¹³⁷ Існує дві основні характеристики відтоку капіталу, які розраховуються за даними платіжного балансу. Згідно з методологією МВФ, чистий відтік капіталу – це сальдо по рахунку руху капіталу для банків і нефінансових підприємств, а також чисті помилки і пропуски. Втеча капіталу, згідно з найбільш розповсюдженим підходом, містить торговельні кредити і аванси, своєчасно не повернену експортну виручку і чисті помилки і пропуски.

¹³⁸ Початок XXI ст. супроводжувався зростанням відтоку капіталу з України. Згідно з інформацією ДПА України, лише з початку 2007 р. вона виявила 98 конвертаційних центрів, через які проведено незаконних операцій на суму 5,4 млрд грн. і схеми незаконного виведення валюти за кордон на суму 4,5 млрд грн. [5].

¹³⁹ Лише через своєчасно не отриману експортну виручку і відсутність надходжень товарів і послуг у рахунок коштів, переведених за імпортними контрактами, відтік російського капіталу за кордон склав 15 млрд дол. США у 2002 р. і 17 млрд дол. США у 2003 р. При цьому позитивна тенденція 2000–2003 рр., коли відтік капіталу почав поступово скорочуватися, була перервана у 2004 р., коли відтік капіталу прискорився, а втеча капіталу сягнула максимального значення з 1999 р. – 11,2 млрд дол. США лише за ІІІ квартал 2004 р. [45, с. 38–40; 99, с. 4].

покинув трансформаційні економіки, пізніше почала повертатися у вигляді прямих і портфельних іноземних інвестицій. Такі офшорні юрисдикції, як Кіпр, Нідерланди або Британські Віргінські Острови, за обсягами ПІІ до України поступаються лише Сполученим Штатам і Великій Британії, а в сумі, як правило, перевищують інвестиції кожної з цих країн, починаючи з 2000 р. Провідні позиції офшорних ресурсів у структурі ПІІ засвідчують "український" характер іноземних інвестицій у вітчизняну економіку¹⁴⁰. Аналогічним чином, висока частка інвестицій, що імпортуються до Росії з Кіпру, дає підставу припустити, що основна їх частина належить російським підприємствам [33, с. 139; 556; 665, р. 67]. Тому можна стверджувати: офіційні дані щодо обсягів іноземних інвестицій до перехідних економік дещо перебільшені, оскільки в їх основі, вивезені місцевими агентами в офшори, гроші, які потім повернулись у вигляді іноземних інвестицій, щоб скористатися пільгами і привілеями, які надаються іноземним компаніям. Виник механізм рециркуляції капіталу, завдяки якому активи змінюють власників, "брудний" капітал початкового накопичення перетворюється на "чисті" іноземні інвестиції, зміцнюючи фінансові і ринкові позиції власників капіталу і посередників механізмів втечі.

Відтік національного капіталу, не враховуючи макроекономічних ефектів, має два протилежні наслідки. З одного боку, такий перерозподіл капіталу виступає каталізатором прискорення концентрації активів і накопичення приватного капіталу в трансформаційних економіках, зміцнює їхні зв'язки з міжнародними фінансовими ринками. Відображаючи нарощування іноземних активів, які належать суб'єктам перехідних економік, він може розглядатися як позитивне явище, яке свідчить про зростання впливу цих економік у світових фінансах. З іншого боку, такий перерозподіл капіталу стримує формування ефективних національних фінансових систем, уповільнює інституціональні і поведінкові зміни, розвиток ринкової культури, і є значною втратою ресурсів, які потенційно можуть бути спрямовані на фінансування розвитку.

¹⁴⁰ Чимало так званих стратегічних інвесторів деяких обласних енергокомпаній України є офшорними компаніями, щодо яких неможливо визначити, хто їх насправді контролює [76, с. 38].

3.4.3. ДИНАМІЧНІ НЕГАТИВНІ ЕФЕКТИ ФІНАНСОВОЇ ВІДКРИТОСТІ

Структура фінансової відкритості і сталість фінансування розвитку. Ступінь мінливості міжнародних потоків капіталу залежить від структури фінансового потоку. Ліквідність іноземних портфельних інвестицій і банківських позик перевищує ліквідність ПІІ, які більшою мірою прив'язані до основних фондів. За вільного руху капіталу фінансові інвестиції можуть бути легко і швидко вилучені з країни. Природа короткотермінових потоків капіталу і роль відсоткових ставок та обмінних курсів як головних трансмісійних каналів – важливе джерело волатильності споживання і випуску.

Найпоширеніша економічна причина коливань міжнародних потоків капіталу до перехідних економік – поєднання високої доходності інвестування і комбінації з розбалансованої системи відсоткових ставок, відносних цін і високих інвестиційних ризиків. За асиметричності інформації між іноземними і внутрішніми інвесторами зміни руху капіталу визначаються не динамікою довготермінової кредитоспроможності конкретної країни, а змінами в поведінці і довірі міжнародних інвесторів.

Фактори ризику фінансування, зумовлені коливаннями припливу і відтоку міжнародного капіталу, можна поділити на дві частини: вплив на стабільність фінансування платіжного балансу; вплив на стабільність фінансування реальної економіки. Мінливі потоки приватного капіталу незначною мірою можуть забезпечувати фінансування поточного рахунку, водночас провокуючи значні структурні дисбаланси платіжного балансу в цілому і викликаючи порушення платіжної рівноваги. Це змушує країну постійно проводити політику коригування нерівноваги платіжного балансу, вимагати від неї відволікання внутрішніх фінансових ресурсів на фінансування платіжних дисбалансів. Спекулятивний характер фінансових інвестицій, нестабільність їх обсягів і напрямів руху, роблять їх ненадійним джерелом фінансування реального сектора. Це зумовлено формуванням двох типів дефіциту капіталу в перехідних економіках: первинного і вторинного. Первинний дефіцит – нестача капіталу для запланованих інвестицій внаслідок відносно низького рівня внутрішніх заощаджень і відсутності дієвого механізму їх трансформації в інвестиції. Вторин-

ний дефіцит утворюється внаслідок відтоку капіталу, що інвестований у країну з-за кордону. Останній завдає економіці більших збитків, ніж перший. Первинний дефіцит лише означає, що виробничі потужності не можуть бути збільшені, вторинний дефіцит веде до збільшення недовикористання існуючих потужностей, скорочення економічної активності і падіння національного доходу [69, с. 297–298]. Наявність двох типів дефіциту капіталу може бути поясненням відсутності сталої залежності між потоком зовнішнього капіталу та економічним зростанням на ринках, що формуються. Незважаючи на те, що в цілому фінансова відкритість пов'язана з економічними досягненнями країни (вищий рівень ВВП на душу населення і розвиненіші інститути), наявні дані не підтверджують тезу, що відкритість економіки до міжнародного руху капіталу стимулює економічне зростання. Згідно з емпіричними дослідженнями, між ними інколи спостерігається статистично незначуща або навіть обернена залежність. Дані щодо 90 країн, що розвиваються, вказують на тісну кореляцію між мінливістю потоків капіталу й мінливістю зростання [26, с. 188].

Надreakція на шоки особливо характерна для короткотермінових банківських і портфельних інвестицій у боргові фінансові інструменти. Вони починають вилучатися за найменших ознак проблем, навіть якщо динаміка розвитку макропоказників не підтверджує наявності економічних дисбалансів. Внаслідок диференційованих наслідків двох типів дефіциту капіталу фінансова відкритість, забезпечувана припливом портфельних і банківських інвестицій, – неефективний і нестабільний спосіб фінансування процесу формування капіталу. По-перше, обсяг залученого приватного короткотермінового фінансового капіталу фактично визначає рівень залежності національної економіки від поведінки міжнародних інвесторів. Коли обсяги міжнародних фінансових потоків порівнянні з розмірами економіки, ризик потенційних погіршень внутрішньої економічної кон'юнктури через інверсію іноземного капіталу непропорційно зростає. По-друге, різкий відтік капіталу з країни потребує з неї додаткової надбавки за ризик – своєрідної надбавки за відсутність співробітництва з міжнародними фінансовими ринками. Результатом зростання премії за ризик стає збільшення вартості залучення зовнішнього фінансування.

Обмеження на вибір макроекономічної політики. Фінансова відкритість накладає жорсткі обмеження на формування та ефективність національної макроекономічної політики. Системні протиріччя такого роду узагальнені в концепції "неможливої трійці" (impossible trinity), схематично показаній на рис. 3.23. Дана концепція [390; 529] постулює: жодна економіка не може одночасно інтегруватися у світовий фінансовий ринок, здійснювати суверенну ГВП і забезпечувати стабільність обмінного курсу національної валюти. Серед цих альтернатив країна може обрати будь-які дві, але не всі три одразу. Що стосується перехідних економік, то в міру лібералізації і скасування обмежень на рух капіталу, вони фактично опиняються перед вибором між двома альтернативними напрямками політики: або незалежна монетарна політика з режимом плаваючого курсу національної валюти, або відсутність монетарної незалежності при утримуванні стабільного або фіксованого обмінного курсу, особливо його граничних форм. На практиці домінують два валютні режими: кероване плавання і фіксація валютного курсу.

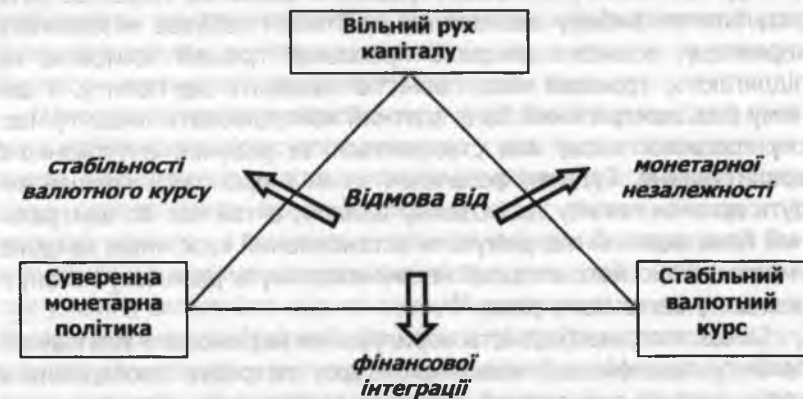


Рис. 3.23. Трикутник "неможливості" поєднання цілей економічної політики

Для трансформаційних економік, які належать до так званих малих відкритих економік, обмеженість макроекономічної політики за різних альтернатив добре ілюструється відомою моделлю

Мандела – Флемінга (IS-LM-BP). Не вдаючись до теоретичного аналізу цієї моделі, оскільки він широко представлений у літературі, звернімо увагу на основні проблеми, які виникають при впровадженні макроекономічної політики в перехідному регіоні.

Спрямованість на поєднання стабільного (або фіксованого) валютного курсу і фінансової відкритості ставить будь-яку країну в категорію економік, які не здатні використовувати монетарну політику для регулювання рівня внутрішньої економічної активності. Причина проста – за вільного руху капіталу і орієнтації на стабільний курс ГКП ослаблюється механізм протидіючого переливу капіталу: з метою захисту курсу національної валюти центральний банк змушений постійно проводити валютні інтервенції; грошова база і пропозиція грошей в економіці змінюються залежно від коливань валютного курсу. Оскільки основний чинник курсових коливань – сальдо торговельного балансу і мінливість потоків капіталу, то при утриманні цільового валютного курсу виникає механізм автоматичного пристосування пропозиції грошей до стану нерівноваги платіжного балансу (на валютному ринку). За таких умов обсяг грошей в економіці перестає бути результатом вибору економічної політики і набуває екзогенного характеру: зовнішні джерела пропозиції грошей контролю не підлягають; грошова маса повністю залежить від попиту. У даному разі центральний банк здатний контролювати лише ту частку грошової маси, яка створюється за рахунок внутрішнього кредитування. Будь-які незалежні зміни в пропозиції грошей ведуть до змін попиту на іноземну валюту, в той час як центральний банк здатний підтримувати встановлений курс лише за однієї умови – якщо його операції не змінюватимуть рівновагу на внутрішньому валютному ринку¹⁴¹.

Більш того, необхідність коригування нерівноваги платіжного балансу при фіксації валютного курсу потребує проведення в країні заданої економічної політики. Найбільша небезпека вини-

¹⁴¹ Згідно з існуючими дослідженнями, витрати, пов'язані з накладенням обмежень на використання інструментів політики для країн, що розвиваються, і для перехідних економік, відносно нижчі, ніж для розвинених економік. Це пояснюється тим, що країни з ринками, що формуються, для підтримки вартості валюти намагаються підвищувати відсоткові ставки, натомість грошова маса як стабілізаційний механізм використовується рідше [286, р. 379–408].

кає у випадку конфлікту цілей: коли дефіцит платіжного балансу поєднується з безробіттям (що спостерігається в більшості перехідних економік) або коли активний платіжний баланс формується в країні з високим рівнем інфляції (як у Росії). Якщо, приміром, платіжний баланс дефіцитний, то незалежно від внутрішньої економічної ситуації необхідно знижувати рівень внутрішніх цін (з метою збільшення експорту), підвищувати відсоткові ставки (для сприяння припливу іноземного капіталу) тощо. Це означає, що при дефіциті платіжного балансу за умов зафіксованого валютного курсу центральний банк не здатний регулювати пропозицію грошей в економіці відповідно до таких пріоритетних цілей, як економічне зростання і забезпечення зайнятості. У таку саму залежність потрапляє і фіскальна політика. Якщо валютний курс фіксується, коригування платіжного балансу вимагатиме проведення заданої політики: стримувальної – у випадку дефіцитного балансу, стимулювальної – при активному балансі. Країна, що має дефіцит платіжного балансу змушена зменшувати державні видатки і підвищувати податки. Усе це доводить: коли в умовах фінансової відкритості з вільним рухом капіталу країна обирає за мету курсову стабільність, вона відмовляється від незалежної національної економічної політики: політика визначається лише станом платіжного балансу – потрапляє "під диктат" платіжного балансу.

Наведені механізми обмеження внутрішньої економічної політики найбільшою мірою спрацьовують у разі чистого фіксованого курсу. Коли впроваджуються граничні форми фіксації (валютна рада, одностороння жорстка фіксація курсу до певної валюти), ключові номінальні змінні в економіці фактично починають визначатися іноземним центральним банком, оскільки ГКП потрапляє у пряму залежність від монетарної політики тієї країни, валюта якої обрана за "якірну". За м'якої фіксації валютного курсу (валютний коридор у вигляді встановлення максимальних обмежень коливань обмінного курсу) країна дещо зменшує свою залежність від платіжного балансу і отримує більше можливостей для здійснення незалежної економічної політики. Однак проблема суверенності політики залишається. Втрата національного суверенітету в політиці може розцінюватися як недолік сам по собі. Проте з економічної точки зору це означає, що країна втрачає можливість застосовувати інструменти внутрішньої економічної політики для досягнення загальноекономічних цілей повної за-

йнятості чи цінової стабільності або можливість їх досягнення значно ускладнюється.

З цього погляду альтернативна орієнтація на незалежну монетарну політику з режимом плаваючого курсу національної валюти має більше переваг. За вільного руху капіталу гнучкий обмінний курс дозволяє здійснювати економічну політику відповідно до внутрішньоекономічних пріоритетів. Теоретично, країна не потребує коригування платіжного балансу, який вирівнюється через механізм обмінного курсу, а її внутрішня економічна політика має вищу ефективність. Такий підхід обраний у розвинених країнах, де еволюція фінансових систем привела до розуміння того, що цінова стабільність – ключовий фактор ефективної діяльності реальної економіки, а для досягнення цієї стабільності потрібен незалежний центральний банк, здатний проводити незалежну монетарну політику [529, р. 1217]. Наразі в межах "неможливої трійці" в розвинених країнах пріоритет надано суверенній ГКП і вільній мобільності капіталу, а орієнтація на валютну стабільність поступилася місцем режиму гнучкого обмінного курсу.

Але навіть за відмови від стабільності валютного курсу можливості застосування монетарних і фіскальних інструментів скорочуються. По-перше, фінансова відкритість модифікує характер формування національних довготермінових відсоткових ставок. З 90-х рр. ХХ ст. спостерігається переривання взаємозв'язку короткотермінових і довготермінових ставок на внутрішньому фінансовому ринку внаслідок вирівнювання доходності на ринках довготермінових активів різних країн. Зміна взаємозв'язку відсоткових ставок у національних економіках істотно обмежує можливості монетарного коригування економічної кон'юнктури.

По-друге, посилюється нестабільність валютного курсу внаслідок його динамічного пристосування до заходів макроекономічної політики. Найчастіше це пов'язане з так званим ефектом "перелітання", коли у відповідь на зміни політики, валютний курс у короткотерміновому періоді змінюється більше, ніж у довготерміновому – "перелітає" свій рівноважний рівень. Рівень короткотермінових курсових коливань визначається чутливістю реакції сукупного попиту на зміни реального обмінного курсу. За слабкої еластичності грошова експансія може спричинити падіння валютного курсу в пропорції більшій, ніж та, у якій зросла пропозиція грошей. Зміни в очікуваннях щодо майбутнього рівня валютного

курсу стають додатковим чинником дестабілізації. Очікування майбутнього збільшення пропозиції грошей змушує інвесторів продавати вітчизняні активи і купувати іноземні. Як наслідок, очікування майбутнього знецінення валюти веде до зміни курсу ще до того, як збільшиться пропозиція грошей. Тому фактичне збільшення пропозиції грошей викличе подальше падіння курсу національної валюти. Короткотермінова нерівновага валютного курсу, у свою чергу, створює основу для спекуляції валютою і стимулює подальше посилення курсової нестабільності. Особливістю наведеної ситуації є, з одного боку, зростання валютних ризиків експортерів, імпортерів, інвесторів тощо. Укладання термінових валютних угод дозволяє уникнути курсових ризиків, проте можливості управління ризиками в перехідних економіках обмежуються нерозвиненістю ринків термінових контрактів. З іншого боку, мінливість валютного курсу і, як наслідок, відсоткових ставок, визначає нестабільність розвитку економіки в цілому.

По-третє, незалежно від обраних напрямів політики, фінансова відкритість зменшує здатність національних урядів проводити незалежну макроекономічну політику через ризик виходу капіталу з ринку. Лібералізований рух капіталу дозволяє міжнародним інвесторам і резидентам широко використовувати регуляторний диференціал. Капітал прямує до економік з вигіднішими умовами фінансової і виробничої діяльності. При високій мобільності капіталу знижується ефективність фіскальних методів регулювання, оскільки можливість швидко і практично безконтрольно переміщати через кордон значні обсяги фінансових ресурсів дозволяє на легальних підставах уникати національного регулювання. Тому, приміром, підвищення податкових ставок викличе скоріше за все відплив капіталу з країни, а не збільшення надходжень до бюджету, на яке можна було б розраховувати за інших обставин.

Взаємозалежність фінансових систем і вразливість до зовнішніх шоків. Збільшення інтеграційної фінансової відкритості посилює взаємозалежність національних фінансових систем. Через паралельність руху процесів фінансової відкритості і глобалізації характер розвитку більшості перехідних економік став визначатися чинниками, які держава може контролювати лише частково, а ситуація на транзитивних ринках капіталу все більшою мірою залежить від глобальних фінансових ринків. Чим

інтегрованіша країна в міжнародні фінанси, тим більшою мірою її розвиток підпадає під загальносвітову тенденцію розвитку.

Одна з особливостей міжнародної фінансової інтеграції – асиметричність впливу: негативні шоки мають сильніший вплив, ніж позитивні, а великі шоки мають більші ефекти, ніж малі. Згідно з даними М. Фрецшера, у середньому вплив негативних шоків на 25 % більший, ніж позитивних, а вплив великих шоків приблизно на 10 % сильніший за вплив малих [393, р. 13, 16]. Асиметрія проявляється частково як результат взаємодії ефектів ліверіджу і зворотної волатильності, між якими встановлюється зворотний зв'язок: вплив позитивних шоків на ціни активів, досягнутий через посилення ліверіджу фірм (ефект ліверіджу) частково компенсується зростанням волатильності (ефект зворотної волатильності), тоді як обидва ефекти взаємно посилюються при негативних шоках. Причина більшого трансмісійного ефекту масштабних шоків – вони зазвичай неочікувані і містять нову інформацію, яку необхідно врахувати в цінах активів. Асиметричність впливу означає, що значна фінансова відкритість в умовах глобалізації збільшує вразливість перехідних економік до негативних зовнішніх шоків, посилюючи ймовірність фінансових криз, а стійке зростання міжнародних фінансових ринків може незначно впливати на покращення кон'юнктури транзитивних фінансових систем. Отже, з відкриттям своєї економіки до міжнародних потоків капіталу країни перехідного регіону стали більш залежними від кризового розвитку світових фінансів і впливу таких зовнішніх факторів, як нестабільність розвитку світової економіки, коливання темпів зростання основних торговельних партнерів, мінливість валютних курсів і відсоткових ставок на міжнародних фінансових ринках, зміна обсягів фінансових потоків, непослідовне ставлення міжнародних фінансових інвесторів тощо.

Нарощування фінансової відкритості перехідних економік не обмежується посиленням їх залежності від характеру подій на міжнародних фінансових ринках. Один з результатів відкритості – зростання взаємопов'язаності трансформаційних економік, у тому числі їхніх фінансових систем. Причини цього – інституціональна близькість і структурна схожість фінансових систем, подібність проблем, що стоять перед цими економіками, однакові шоки, яких вони зазнають, географічна близькість і внутрішньо-регіональні економічні зв'язки, зокрема, взаємне проникнення

банків. Тісні взаємозв'язки в межах регіону посилюють ризик того, що проблеми у фінансових системах одних країн негативно впливатимуть на доступність кредитних ресурсів та економічний розвиток в інших. Внаслідок дії механізму асиметричного впливу, кризи, що розгортаються на транзитивних ринках, демонструють істотний негативний вплив як на економічний розвиток країн перехідного регіону, так і на глобальну економіку, особливо, коли вони відбуваються в період нестабільності у світовій економіці. Підтвердженням такої взаємозалежності є регіональні ефекти фінансової кризи 1997 р., розповсюдження якої на Росію суттєво негативно вплинуло на інші трансформаційні економіки [658, р. 13]. Основним передатним механізмом негативних ефектів став платіжний баланс¹⁴². Наслідком російського дефолту стали порушення в зовнішній торгівлі з Росією, оскільки попит скоротився, а торговельні фінансово-платіжні механізми розладналися. Внаслідок кризи скоротилося і подорожчало іноземне фінансування. Відбувся значний відтік портфельних інвестицій, особливо з Росії та України. Криза виявила вразливі місця у фінансовому секторі більшості країн, навіть тих, які в докризовий період здійснили структурну перебудову економіки. Оскільки криза мала негативний вплив на експортерів і промисловців всього перехідного регіону, то місцеві банки зіткнулися з виснаженням своїх портфельів. У банках, де на балансах утримувалася висока частка російських активів, мав місце прямиий негативний вплив на банківські портфелі: їх ринкова вартість різко зменшилася (Білорусь, Литва). Банки, які утримували великі суми непроіндексованого державного боргу, понесли втрати в капіталі, оскільки через від-

¹⁴² За 1998–1999 рр. чистий приплив приватного боргового фінансування в регіон скоротився на 50 % – до 5,8 млрд дол. США. У країнах ЦСЄБ це скорочення частково компенсувалося збільшенням чистого державного кредитування і ростом ПІІ. Введення Росією контролю для запобігання відтоку капіталу різко зменшило фінансові надходження з Росії, а їхня реальна вартість зменшилася через девальвацію рубля. Найбільшою мірою постраждали країни-сусіди Росії. У 1997–1999 рр. надходження з Росії за кордон скоротилися з 771 до 493 млн дол. США, а російські ПІІ за кордоном зменшилися з 2,6 млрд дол. у 1997 р. до 1 млрд у 1998 р. Упродовж дев'яти місяців після початку кризи експорт у Росію з країн СНД (Вірменія, Азербайджан, Казахстан, Таджикистан, Україна) скоротився майже на 70 %.

тік іноземного капіталу зросли ринкові відсоткові ставки (Україна). Банки зіткнулися також з труднощами при валютних операціях внаслідок знецінення національної валюти. Гострота кризових явищ у тій чи іншій країні залежала від ступеня її економічної взаємозалежності з Росією і, певною мірою, від політичної реакції на кризу. У цілому дестабілізація фінансової сфери трансформувалася у спад економічної активності і зростання безробіття в багатьох економіках СНД. Негативного впливу російського дефолту зазнали також ринки, що формуються (Бразилія, Мексика, Гонконг тощо), і ризиковані сегменти зрілих ринків. Посилилась волатильність на глобальних ринках цінних паперів [353, р. 6–10]. Переоцінка кредитних і суверенних ризиків привела до значного зростання кредитних спредів по корпоративних і державних облігаціях та високої премії за ризик навіть для безризикових цінних паперів як у розвинених економіках, так і на ринках, що формуються.

Формування моделі "залежного капіталізму". Ризик залежного розвитку виступає чи не найважливішим негативним ефектом фінансової відкритості. Фінансова відкритість означає: оскільки трансформаційні економіки зазнають нестачі фінансових ресурсів, то значна частина їх внутрішніх реальних і фінансових активів поступово переходить у власність іноземного капіталу. На відміну від інших країн, перехідні економіки, як правило, не мають істотних зовнішніх інвестицій або істотної власності за кордоном. Порушення рівноваги між зовнішніми активами і зобов'язаннями об'єктивно веде до того, що будь-яка з цих економік потенційно може стати суб'єктом "залежного капіталізму" [69, с. 295–302]. Виникає ризик перетворення перехідних економік на інструмент збалансування економічного розвитку і підвищення доходу високорозвинених країн. Існує кілька механізмів такого розвитку.

Перше – потреба фінансування довготермінових капіталовкладень за рахунок залучення зовнішніх ресурсів надає серйозну конкурентну перевагу в переговорних позиціях іноземному капіталу і гарантує йому досягнення поставленої мети. В основі цього – асиметрія в партнерстві між іноземними постачальниками капіталу, з одного боку, та економічними суб'єктами перехідних економік, які прагнуть задовольнити потребу в необхідних фінансових ресурсах, з іншого. Така асиметрія визначає базову "структуру панування", коли нерівність між партнерами заздалегідь вста-

новлена в контрактах, правилах і процедурах, що визначають позиційні переваги постачальників капіталу, – баланс у системі керівництва підприємством, права щодо стратегічного контролю і прийняття рішень тощо [64].

Друге – поширеною тенденцією є продаж нерезидентам внутрішніх активів перехідних економік (зумовлений приватизацією і потребою мікроекономічної перебудови). За таких умов іноземні інвестори отримують можливість контролю над системно важливими підприємствами або певними галузями економіки. Контроль над виробництвом, завдяки використанню монопольної влади, дає можливість іноземному капіталу усувати внутрішню конкуренцію своїм товарам, що виробляються в інших країнах, і визначає структурну залежність перехідних економік від розвинених країн.

Третє – фінансова відкритість сприяє перерозподілу глобального багатства і доходу. Причина одна – міжнародне інвестування в економіку перехідних країн своєю основною метою має отримання прибутків. Проблема ускладнюється стимулювальною політикою щодо залучення іноземного капіталу. У підсумку транзитивні фінансові системи в умовах фінансової відкритості стають не базою накопичення і формування внутрішнього капіталу, а механізмом вилучення міжнародними інвесторами виробленого національного доходу. Основний показник, який відображає цю тенденцію, – чисті трансфери фінансових ресурсів. Це – чистий приплив капіталу за винятком чистих відсоткових платежів і виплат інвестиційного доходу за кордон. Для економік на ранніх і середніх стадіях розвитку у середньотерміновому періоді нормальним є чистий приплив фінансових ресурсів, який доповнює валові національні заощадження, дозволяючи розширювати фінансування інвестицій. Чистий відтік ресурсів виникає лише в окремі роки, наприклад, через кризу платіжного балансу. Натомість результатом збільшення фінансової відкритості трансформаційних економік стали чисті трансфери фінансових ресурсів до розвинених країн. Неповна інформація свідчить, що щорічно, починаючи з 1999 р., перехідні економіки як ціле не одержують, а постачають фінансові ресурси за кордон. Їх розмір стабільно зростає – від 23 млрд дол. США у 1999 р. до 171 млрд дол. США у 2008 р. (дод. 25). Ця тенденція по суті є одним із проявів глобальних дисбалансів, у результаті яких збільшується нерівність доходів між розвиненими економіками і ринками, що формують-

ся. З економічного погляду зростаючий чистий обсяг трансфертних платежів пояснюється комбінацією відносно низьких чистих фінансових потоків і накопичення значних валютних резервів. Створення офіційних резервів – ключовий механізм, через який відбувається відтік фінансових ресурсів із перехідного регіону: вони складають переважну частку зовнішніх активів. Інший механізм – виплата відсоткових платежів та інвестиційного доходу. Від'ємне сальдо чистих доходів за платіжним балансом¹⁴³ у деяких країнах (Росія, Україна, Азербайджан, Узбекистан) перевищує чистий приплив приватного іноземного капіталу, у деяких (Угорщина, Таджикистан) наближається до нього.

Четверте – фінансова відкритість посилює еластичність трансформаційних економік до політики розвинених країн. Це дозволяє останнім використовувати такі економіки як регулятор власного бізнес-циклу. Політика розвинених країн, що впроваджується з урахуванням цієї перспективи, по суті перетворює перехідні економіки на інструмент, який захищає розвинені ринкові системи від різких коливань ділового циклу [69, с. 300]. За таких умов перехідні економіки отримують вторинне службове призначення в структурних взаємозв'язках світового господарства, а функціонування їх фінансових систем набуває акомодативного характеру.

П'яте – формуванню моделі "залежного капіталізму" в трансформаційних економіках певною мірою сприяє політика міжнародних фінансових організацій. Їх діяльність спрямована на підтримку світової фінансової стабільності і ліквідності, тому, виходячи з відносної цінності конкретних економік у міжнародному плані, вони об'єктивно більшою мірою беруть до уваги інтереси великих розвинених економік, ніж перехідних країн.

Для постсоціалістичних економік небезпека формування "залежного капіталізму" більш важлива, ніж проблема уникнення спекулятивної атаки на національну валюту або відтік капіталу. Фактично вже зараз існують підтвердження на користь формування саме такої моделі взаємовідносин між розвиненими країнами і трансформаційними економіками.

¹⁴³ Стаття "Доходи" платіжного балансу практично в усіх перехідних економіках (за незначним винятком) має від'ємне сальдо, яке формується переважно за рахунок обслуговування зовнішньої заборгованості [699].

3.4.4. МЕХАНІЗМИ РЕГУЛЮВАННЯ РИЗИКІВ ФІНАНСОВОЇ ВІДКРИТОСТІ

Наявність ризиків фінансової відкритості доводить, що як модель взаємодії перехідних країн зі світовою економікою фінансова відкритість не може вважатися однозначно позитивним явищем. У період трансформації повна лібералізація світогосподарських зв'язків уповільнює становлення національної економіки, перешкоджає формуванню економічного потенціалу країни та елімінує можливість її входження до світового економічного простору на паритетних засадах [142, с. 19]. У цьому контексті існує об'єктивна потреба переглянути політику лібералізації руху капіталу і розробити прийнятні механізми врівноваження вигод від збільшення фінансової відкритості і пов'язаних з нею ризиків. Це передбачає створення гнучкої національної системи регулювання міжнародних фінансових потоків. Слід врахувати, що більшість перехідних економік, за винятком Росії, є досить невеликими економіками, щоб дозволити собі діяти, не отримуючи вигод від доступу до світових фінансів. Процес фінансової глобалізації настільки інтенсивно просувається вперед, що в разі неприєднання до його (що перетворилися на світові) стандартів, важко досягти цілей сталого економічного розвитку. Однак якщо не застосовувати заходів, спрямованих на запобігання ризикам фінансової відкритості, ймовірність і масштаб їх негативних наслідків може зрости.

Головна дилема виникає між стабільністю розвитку і неефективністю обмежень. Обережний підхід до лібералізації показав свої переваги. Світовий досвід підтверджує доцільність обмеження вільного руху капіталу, щоб усунути негативний вплив дестабілізуючих потоків міжнародного капіталу на стан внутрішньої фінансової системи і реальної економіки. Водночас економічна практика спростовує постулат, що стале економічне зростання та ефективність економічної політики в країні можна забезпечити за допомогою тривалого і жорсткого капітального контролю. Контроль за рухом капіталу порушує міжнародну спеціалізацію і торгівлю відповідно до принципу порівняльних переваг, викривлює ціни і оцінку витрат, створюючи тим самим перешкоди на шляху вільної торгівлі та інвестицій. У середньо- і довготерміновому періодах національні економічні політики різних країн конкурують між собою, і міжнародні фінансові потоки рухаються, як правило, успішно оми-

наючи обмеження на рух капіталу. Тому обмежувальні заходи – лише один і, ймовірно, тимчасовий елемент комплексу економічних механізмів, призначених посилити фінансову безпеку країни.

При великій різноманітності існуючих підходів до відбору контролюючих інструментів або їх сполучень та очевидній неоднозначності результатів їхнього впливу на рух капіталу, можна виокремити кілька основних структурних інструментів, які можуть використовуватися перехідними економіками для управління і скорочення ризиків, зумовлених фінансовою відкритістю.

Першочерговий інструмент мінімізації ризиків – контроль короткотермінових потоків. Потреба в такому контролі зростає через слабкість місцевих фінансових ринків, структурні проблеми платіжних балансів, нестійку макроекономічну стабільність, необхідність збереження незалежності національної макроекономічної політики тощо. Слід визначити два аспекти такого контролю – за припливом і за відтоком капіталу. Дієвість контролю потоків капіталу визначається здатністю останніх до швидкої перебудови. Контроль за відтоком капіталу неефективний, оскільки існують різні методи, які дозволяють його уникати. Наприклад, продаж ТНК товарів головним компаніям в інших країнах за трансфертними цінами, обмін іноземними інвесторами своїх коштів на іноземні активи вітчизняних резидентів. Тому основна увага має бути надана контролю за припливом капіталу. Найпростіший аргумент – недоцільно дозволяти легкий приплив короткотермінових інвестицій, оскільки в майбутньому складно запобігти їх відтоку.

У цьому сенсі важливим елементом є політика контролю над попитом на короткотермінові іноземні позики. Коли попит надходить від державних структур (з метою фінансування поточного бюджетного дефіциту), то можливість стримування короткотермінових іноземних потоків прямо залежить від урядової політики. У широкому макроекономічному контексті це означає, що уряд має забезпечувати економічну прийнятність, стійкість та обґрунтованість рівня і темпів зростання державного боргу і бути здатним його обслуговувати за найрізноманітніших обставин. У вузькому конкретному контексті це потребує системи заходів щодо управління державним боргом, насамперед, визначення цільових орієнтирів тривалості і структури термінів його погашення, на основі яких визначається структура портфеля боргових зобов'язань держави. Найважливішими складовими визначення межі і

структури державного боргу виступають податкові, фінансові і резервні обмеження. Наявність податкових обмежень означає, що заданий рівень середньої податкової ставки визначає максимально можливий розмір накопичення державного боргу за даної ставки відсотка і величини амортизації боргу. За інших рівних умов, будь-яке збільшення державного боргу і витрат на його обслуговування спричиняє зростання податкового навантаження на економіку, отже, борг накладає обмеження на податкову політику. Наявність фінансових обмежень означає, що здатність держави накопичувати борг залежить від рівня розвиненості національної фінансової системи. Низький рівень монетизації супроводжується дефіцитом фінансових ресурсів в економіці, що в тенденції веде до зростання валютного курсу національних грошей, що, у свою чергу, спричиняє падіння чистого експорту і збільшення розміру зовнішнього боргу держави, і в перспективі, – податкових надходжень до бюджету. Через недостатність обсягу податкових надходжень, зростає напруженість у бюджетно-податковій сфері, а держава наражається на небезпеку дефолту. Наявність резервних обмежень на державний борг відображає здатність держави отримувати іноземну валюту, необхідну для обслуговування зовнішнього боргу.

Історія багатьох країн свідчить, що неефективна структура державного боргу з погляду термінів погашення – важливий чинник виникнення і поширення фінансових криз. Коли уряд прагне до потенційної економії витрат при залученні великих за обсягом короткотермінових позик, це наражає державний бюджет на ризик змін умов на міжнародних фінансових ринках, у тому числі й змін кредитоспроможності країни, якщо виникає потреба у пролонгації боргу, а міжнародні інвестори не бажають рефінансувати заборгованість. Збільшуючи ступінь вразливості країни, уряд, як наслідок, створює джерело фінансової нестабільності в національній економіці.

У трансформаційних економіках важлива складова попиту на короткотермінові іноземні позики – приватний попит банків і компаній. Надмірне збільшення зовнішньої приватної заборгованості може викликати валютну і банківську кризу в країні навіть у разі, коли ніяких проблем із обслуговуванням державного зовнішнього боргу не існує. Кризовий розвиток України 2008–2009 рр. є класичним проявом цього ефекту.

Стимування приватного попиту вимагає жорсткого підходу у формі прямого впливу на приплив короткотермінового капіталу. Методи відповідного контролю можуть бути різні. Загальний вплив капітального контролю залежить від його структури та ефективності інструментів. Перехідні економіки здебільшого вдаються до прямої заборони і дозвільних процедур щодо залучення короткотермінових зовнішніх фінансових ресурсів (Угорщина, Словенія). Альтернативне рішення – запровадження податкових або ринкових заходів, наприклад, постійне або тимчасове завищення норми обов'язкового резервування для іноземних депозитів, завищена норма достатності капіталу для іноземних позик тощо. Оподаткування торгівлі іноземною валютою або короткотермінових міжбанківських кредитів (податок Тобіна) дозволяє через збільшення витрат на відкриття валютної позиції збільшити витрати на спекулятивну діяльність взагалі і таким чином скоротити пропозицію короткотермінового капіталу. Однак якщо податок Тобіна належить до дискусюваних методів контролю, то ринкові методи активно застосовувались на ринках, що формуються. Серед них – умовні ліквідні пільги і вимоги наявності компенсованого резерву щодо банків (Аргентина, Мексика), вимоги некомпенсованого резерву щодо короткотермінового припливу капіталу (Чилі), ліміти на діяльність, пов'язану зі свопами і зовнішніми позиками, та валютну позицію банків (Індонезія, Малайзія). Практика показує високу результативність таких методів. Обмежуючи деякі види припливу іноземного капіталу, вони зменшують вразливість національної економіки до відтоку капіталу, розширюють можливості проведення монетарної політики, сприяють удосконаленню структури потоків капіталу і, відповідно, структури національного боргу.

Чилійська схема стимування короткотермінового припливу капіталу вважається однією з найефективніших [289; 450; 582]. Її сутність – обов'язкове резервування всього припливу короткотермінових іноземних фінансових ресурсів до країни, які не ведуть до збільшення суми фізичного капіталу. Терміном на один рік частина будь-якого припливу таких коштів (іноземні кредити, інвестиції в акції, цінні папери з фіксованою доходністю) депонується на безвідсотковому рахунку. Норма резервування може змінюватися з метою регулювання припливу капіталу. Збільшуючи трансакційні

витрати, резервування скорочує вигоди від відсоткового диференціала. Перевагою такого методу контролю є те, що на відміну від контролю за окремими конкретними видами капіталу, якого іноземні інвестори можуть легко уникати, змінюючи категорію капіталу, дана схема створює істотні контрстимули для будь-яких інвестицій короткотермінового характеру¹⁴⁴. Країна зменшує свою залежність від змін поведінки іноземних інвесторів з короткотерміновим горизонтом інвестування, не впроваджуючи прямої заборони на короткотермінові іноземні інвестиції.

Другий необхідний інструмент зменшення ризиків фінансової відкритості пов'язаний з регулюванням обсягу кредитів і депозитів в іноземній валюті у національних фінансових системах. У перехідних економіках на такі депозити припадає значна частка залучених банками коштів, а враховуючи високий рівень готівкової доларизації, можна очікувати їх подальшого зростання. Не вдаючись до аналізу проблеми валютного заміщення, акцентуємо увагу лише на її взаємозв'язку з накопиченням ризиків.

За сегментованої системи банківських резервів розширення депозитів в іноземній валюті веде до підвищення зобов'язань по позикових портфелях банків. Накопичення великого обсягу короткотермінових іноземних зобов'язань стосовно короткотермінових активів або нехеджованих позицій в іноземній валюті збільшує валютні ризики, на які наражаються банки. Інша складова ризику пов'язана з тим, що загальна сума активів і пасивів, деномінованих у іноземній валюті може набагато перевищувати запас іноземної валюти в системі комерційних банків. При масовому вилученні валютних депозитів із банківської системи, прикладом, внаслідок банківської паніки чи збільшення оподаткування доходності депозитів, банки можуть стати неплатоспроможними. Ліквідація валютних депозитів впливає на валютний курс і, від-

¹⁴⁴ Подібну, але менш ефективну систему намагалися запровадити в Україні. З 11 вересня 2005 р. запроваджено резервування короткотермінових позик, залучених від нерезидентів в іноземній валюті. Резиденти і комерційні банки зобов'язані резервувати в НБУ 20 % загальної суми позик, залучених на термін, що не перевищує 180 календарних днів. Після закінчення термінів резервування фонди повертаються резидентіві. Ці резервні вимоги не поширюються на позики "овернайт" та "овердрафт", отримані на термін, який не перевищує один операційний день.

повідно, платоспроможність вітчизняних фірм, які залучають банківське фінансування в іноземній валюті. Виникає ризик системної фінансової кризи. З огляду на це, навряд чи доцільними є такі заходи з лібералізації внутрішніх валютних операцій, як право вільно здійснювати розрахунки в іноземній валюті між резидентами (Угорщина, 2001 р.) або перехід до вільного кредитування в іноземній валюті (Україна, 2003 р.). Наслідок такої лібералізації – збільшення валютних ризиків у національних фінансових системах.

Теоретично, ризик може бути знижений через нарощування центральним банком обсягу валютних резервів. Необхідний рівень офіційних резервів у цьому разі визначатиметься масштабами зовнішньої торгівлі країни та обсягами іноземного капіталу, що інвестований у національну економіку. Але існує принаймні дві проблеми, пов'язані з формуванням таких резервів у трансформаційних економіках. По-перше, рівень валютних резервів країни залежить від стану її платіжного балансу. Джерело чистих надходжень валюти – перевищення товарного експорту над імпортом, однак за незначним винятком, накопичення резервів в цих економіках відбувається на тлі майже постійного дефіциту поточного рахунку. По-друге, альтернативне торговельному балансу джерело накопичення валютних резервів (міжнародні позики), як відомо, пов'язане з витратами, покриття яких вимагає ефективного портфельного менеджменту. Ефективний спосіб уникнути означених проблем – скорочення позицій в іноземній валюті, а саме: відмова від валютного кредитування; регулювання обсягу валютних депозитів у комерційних банках шляхом їх оподаткування або встановлення вищих норм достатності власного капіталу банків, що утримують такі депозити. Обмеження на кредитування і депонування резидентів у іноземній валюті дозволяють збільшити стабільність фінансової системи і скоротити спекулятивні атаки.

Третій базовий інструмент регулювання ризиків фінансової відкритості – режим валютного курсу. На сьогодні не існує однозначних теоретичних або емпіричних підтверджень переваг будь-якого валютного режиму [230; 282; 286; 468; 508; 509]. Згідно з теорією, вибір режиму обумовлений природою шоків. При монетарних і кон'юнктурних шоках доцільнішим є режим плаваючого валютного курсу. Режим фіксованого валютного курсу отримує перевагу при нестабільній внутрішній монетарній полі-

тиці. Ознака перехідних економік – недостатня довіра з боку інвесторів, обмеженість фінансових ресурсів, негативний вплив волатильності обмінного курсу на торгівлю і високий ступінь доларизації зобов'язань. Це видозмінює характеристики оптимального режиму валютного курсу проти розвинених країн [44, с. 57].

Вибір режиму валютного курсу має розглядатися разом із загальним режимом капітальних рахунків платіжного балансу і з урахуванням економічних умов конкретної країни. Оскільки вони розрізняються між країнами, то режим валютного курсу також не має бути однаковим. При виборі політики перехідні економіки мають врахувати, що різні режими валютного курсу: 1) мають різні стимули як для потенційних позичальників зовнішніх фінансових ресурсів, так і для іноземних інвесторів, 2) по-різному забезпечують умови автономності національної макроекономічної політики, 3) мають різні механізми негативного впливу на реальну економіку в разі реалізації шоків. Фіксований валютний курс є непрямою гарантією позичальникам і міжнародним інвесторам стосовно того, що вони не будуть наражатися на ризик курсової зміни. Країна, що має достатні резерви і фіксований обмінний курс, тим самим "дає" сигнал – іноземні інвестори можуть конвертувати свої активи в іноземну валюту за офіційним курсом. Це скорочує ризик одночасного вивозу іноземного капіталу. Поєднання режиму фіксованого курсу з системою страхування депозитів звільняє іноземних інвесторів не лише від валютних, а й від більшої частини кредитних ризиків. Такі гарантії сприяють припливу капіталу, тим самим потенційно посилюючи залежність країни від короткотермінових фінансових потоків¹⁴⁵. До того ж фіксований валютний курс, нагадаємо, накладає обмеження на економічну політику, особливо монетарну, обмежуючи її функції передусім підтриманням курсу національної валюти на оголошеному рівні. На практиці це означає, що країна стає заручницею поведінки міжнародних фінансових потоків. З огляду на це,

¹⁴⁵ Якщо в інвесторів виникає сумнів щодо ефективності таких гарантій (приміром, у разі істотного скорочення рівня валютних резервів), можливий різкий відтік капіталу з країни, який матиме дестабілізаційний вплив на її економіку. Якщо країна не має достатніх валютних резервів

більш доцільним вибором є режим плаваючого валютного курсу. Він не захищає інвесторів від падіння обмінного курсу і спонукає їх брати до уваги валютний ризик. Гнучкий валютний курс має переваги з погляду можливостей реалізації внутрішньої економічної політики. Він діє як своєрідний "автоматичний" стабілізатор, який полегшує пристосування економіки до впливу зовнішніх шоків (наприклад, інфляції або дефляції за кордоном, падіння попиту на експорт країни) і дозволяє використовувати інструментарій монетарної політики для досягнення макроекономічних цілей. Але варто врахувати, що за гнучкого валютного курсу посилюється ймовірність фінансових криз. Як свідчить досвід багатьох країн (Мексика 1995 р., Таїланд 1997 р., Індонезія 1998 р., Україна 2008–2009 рр.), стабільність функціонування банківської системи порушується, коли через девальвацію національної валюти корпоративні позичальники втрачають платоспроможність внаслідок істотного зростання їхніх відкритих валютних позицій. Очевидно, що перехідні економіки мають чітко враховувати обрані пріоритети і конкретні умови здійснення валютної політики. Між двома протилежними крайніми варіантами вільних гнучких і жорстко фіксованих валютних курсів існує цілий ряд проміжних режимів, які можуть відповідати конкретним умовам окремих країн.

Четвертим важливим інструментом, що потенційно зменшує ризики фінансової відкритості виступає незастосування заохочувальних заходів щодо іноземних інвесторів. Характерна риса перехідних економік – послідовне проведення стимулювальної щодо іноземного капіталу політики із застосуванням фіскальних інструментів. Особливо це стосується ПІІ: податкові канікули, дотації на капітал, субсидії на імпортовані фактори виробництва тощо. Така політика іноді виступає як складова стратегії приватизації (Угорщина), іноді – як компенсація недостатньої привабливості інвестиційного середовища (Україна)¹⁴⁶. Проте слід зве-

для покриття відтоку капіталу, то при цьому виникає й небезпека для утримання існуючого валютного режиму.

¹⁴⁶ В Україні з прийняттям у 2000 р. Закону України "Про усунення дискримінації в оподаткуванні суб'єктів підприємницької діяльності, створених з використанням майна та коштів вітчизняного походження" було скасовано деякі (але не всі) пільги іноземним інвесторам і останнім надано майже рівний із внутрішніми інвесторами режим інвестування.

рнути увагу на кілька обставин. По-перше, стимулювання припливу іноземного капіталу створює небезпеку формування вже згадуваної моделі "залежного капіталізму". По-друге, відмова від податкових та інших подібних стимулів, як показує практика, не викликає зменшення припливу міжнародних інвестицій. Незважаючи на скасування податкових канікул у середині 90-х рр., Угорщина та Естонія і наприкінці 90-х залишилися лідерами-реципієнтами ПІІ (за показником рівня запасу ПІІ у відсотках ВВП)¹⁴⁷. По-третє, залучення іноземного капіталу, у тому числі й ПІІ, не завжди веде до покращення функціонування національної економіки. Згідно з дослідженнями Світового банку, за останні 15 років ХХ ст. від 25 до 45 % проектів з іноземного інвестування у 30 країнах мали негативний чистий вплив на національний добробут [95, с. 75]. Негативні результати пояснюються тим, що стимулювання ПІІ часто супроводжується заходами політики, які викликають економічні диспропорції. До останніх належать, наприклад, мито на імпорт, який конкурує з товарами, що виробляються іноземними інвесторами; фінансові стимули у вигляді субсидій і податкових пільг іноземним інвесторам; "конкуренція стимулів" між місцевими органами влади, які з метою заохочення іноземних інвестицій у свій регіон упроваджують власні пільги або субсидії для інвесторів. Хоч такі заходи стимулюють приплив іноземного капіталу, але для національної економіки збитки від їх застосування часто перевищують вигоди від залучення іноземних інвестицій¹⁴⁸. Субсидії і гарантії іноземним інвесторам ведуть до надмірного інвестування в певний фізичний і фінансовий капітал при нестачі інвестицій у інші сфери [26, с. 179–180]. Виходячи з цього, пільги і спеціальні пропозиції іноземним інвесторам не можуть розглядатися як раціональний шлях залучення іноземного капіталу до перехідних економік. Зовнішні зобов'язання, які прирікають націона-

¹⁴⁷ Пізніше в Угорщині через зниження ефективності програм приватизації і очікуване падіння обсягів іноземних інвестицій для останніх були запроваджені нові податкові пільги та інші стимули.

¹⁴⁸ У Киргизії, наприклад, звільнення від сплати податків спільних із іноземцями підприємств, коштувало бюджету еквівалента в 5–7 % ВВП, на той час як збір валових доходів від податків залишався на рівні, меншому ніж 16 % ВВП [658, р. 68].

льних виробників на нерівну конкуренцію, а державний бюджет на скорочення доходів, економічно недоцільні.

В умовах збільшення взаємозалежності національних економік *п'ятим важливим інструментом* скорочення ризиків фінансової відкритості постає міжнародне співробітництво між трансформаційними економіками. Ефекти російської кризи 1998 р., які розповсюдилися на значну кількість перехідних економік, слугують аргументом на користь створення регіональної системи заходів, спрямованих проти негативного впливу фінансових систем і макроекономічної політики сусідніх держав, котрий підвищує ймовірність фінансової кризи.

Можна визначити цілий ряд потенційних інструментів міжнародного співробітництва в межах перехідного регіону – координація макроекономічної політики, координація ключових аспектів фінансової і нормативної політики (зокрема, банківських нормативів і забезпечення дотримання банківських правил), система договорів щодо спільної політики врегулювання фінансових криз і подолання їхніх наслідків тощо. Головним серед них ми вважаємо створення регіональної системи запобігання фінансовим кризам і боротьби з ними. Така система може включати: механізм спостереження за макроекономічною практикою, координацію нормативно-правової бази у фінансовій сфері, створення системи раннього попередження фінансових криз, створення спільного регіонального резервного фонду для протидії спекулятивним атакам на національні валюти країн-членів (приміром, через використання угод про міжбанківський своп) тощо. Використання ресурсів такого фонду для зміцнення національних валютних резервів при зростанні фінансової нестабільності зменшуватиме, принаймні частково, ймовірність девальвації національних валют і в такій спосіб запобігатиме розвитку фінансових криз.

Регіональне співробітництво між трансформаційними економіками у фінансовій сфері потребує як достатніх фінансових ресурсів (яких замало), так і готовності самих країн до співробітництва. Системною перешкодою такого співробітництва є різка диференціація країн перехідного регіону за своїми геополітичними пріоритетами, зокрема, входження частини з них до ЄС. Імовірнішим виглядає створення аналогічних субрегіональних

систем: окремо серед країн СНД, окремо серед перехідних країн-членів ЄС і країн ПСЄ.

Аналіз фінансової відкритості трансформаційних економік, суперечливість її наслідків для економічного розвитку, дозволяють зробити такі висновки.

Перше – з огляду на ризики фінансової відкритості, існує об'єктивна необхідність усунути надмірну залежність перехідних економік від потоків приватного іноземного капіталу навіть у разі, якщо буде створено відповідні механізми їх регулювання. Ключовим елементом зменшення такої залежності є зміна стратегії фінансування економічного розвитку. Для країн, де норма внутрішніх заощаджень наближається або перевищує 30 % ВВП (Естонія, Чехія, Азербайджан, Казахстан, Росія), надмірна орієнтація на іноземне фінансування виглядає зайвою з погляду забезпечення розвитку економіки. Високий рівень заощаджень дозволяє таким економікам покривати потребу в інвестиційному капіталі за рахунок внутрішніх джерел. Для економік з високим або вищим за середній рівнем доходу, але порівняно нижчою нормою внутрішніх заощаджень (Словаччина, Словенія, Угорщина, Хорватія, Польща, Румунія), доцільною є стратегія, орієнтована на збільшення внутрішніх заощаджень і розвиток інфраструктури, що забезпечує залучення заощаджень домогосподарств в інвестиційну сферу і впровадження політики, спрямованої на стимулювання вищої схильності до інвестування у підприємців. Але й для країн з нижчим за середній (Білорусь, Болгарія, Вірменія, Грузія, Македонія, Молдова, Україна) або з низьким рівнем доходу (Киргизія, Таджикистан, Узбекистан) потоки іноземних фінансових інвестицій не є ефективним інструментом швидшого накопичення капіталу. Реальна альтернатива – впровадження форм і методів економічної політики, яка підвищує рівень доходів, збільшуючи обсяг внутрішніх заощаджень, що є у розпорядженні країни і тим самим забезпечує звуження розриву між національними заощадженнями та інвестиціями. Попит таких країн на зовнішні фінансові ресурси доцільно забезпечувати за рахунок залучення ПІІ, фінансування від міжнародних фінансових організацій і двосторонніх офіційних потоків. Такого роду корекція вимагає часу, адже, по-перше, характер і структуру внутрішніх накопичень та інвестицій складно

поміняти; по-друге, корекція зовнішніх активів і пасивів потребує тривалого зсуву в динаміці і структурі заощаджень та інвестицій в економіці. У цьому плані наближення рівнів внутрішніх відсоткових ставок до світових виступає як один із тривіальних способів ефективно лімітувати і загальні обсяги потоків короткотермінового капіталу, і ступінь їх ризикованості.

Друге – інтеграція у світові фінанси може відігравати позитивну роль у фінансуванні національних інвестицій лише при докладному політичному плануванні і усуненні інституціональних обмежень, насамперед, недосконалого правового та інформаційного забезпечення фінансової діяльності і некоректної поведінки економічних суб'єктів. Ефективність використання іноземного капіталу як додаткового фактора економічного зростання не потребує повної лібералізації руху капіталу. Фінансова відкритість вимагає тривалого часу і повинна здійснюватися в міру появи внутрішніх передумов. Вона має бути лише результатом структурної перебудови економіки, тобто процесом з певною етапністю і темпами, що пов'язані зі специфічними особливостями національної економіки (її масштабами, ступенем монополізації виробництва і збуту тощо) та її фінансової системи. Характер і тривалість контролю за рухом капіталу та етапи його скасування мають визначатися на основі перспективи формування розвиненої внутрішньої фінансової системи і нарощування її розмірів до рівня, який дозволить без надмірного ризику і дискримінації внутрішніх економічних агентів відкрити економіку для вільної конкуренції з участю міжнародних інвесторів. За своїм характером контроль руху капіталу дозволяє змінити структуру залученого капіталу, підтримувати невеликий відсотковий диференціал, перешкоджати масованому проникненню іноземних установ на внутрішній ринок. Однак обмеження не можуть компенсувати неспроможну економічну політику, а їхня ефективність знижується в часі в міру того, як приватний сектор удосконалює способи уникнення капітального контролю.

Третє – фінансова відкритість передбачає пріоритетне врахування національних економічних інтересів. Формування відкритої економіки прямо ставить питання про співвідношення між ступенем фінансової відкритості і захистом фінансового суверенітету та економічних інтересів фірм і домогосподарств. Економічна

безпека за умов відкритості вимагає, щоб участь країни у світогосподарських зв'язках створювала більш сприятливі умови для розвитку національного виробництва і дозволяла максимізувати додану вартість, у тому числі створювану у фінансовому секторі; не підвищувала імпорт зовнішніх шоків і вплив несприятливого розвитку світової кон'юнктури на функціонування національної економіки; не обмежувала можливість формування відносно самостійного центру прийняття рішень у фінансовій сфері та реальній економіці. Тому рівень фінансової відкритості (або рівень обмежень) має забезпечувати переміщення через кордон такого обсягу капіталу і в таких формах, які б не вели до різких коливань у фінансовій системі і домінування іноземного капіталу в економіці. У цьому сенсі формування фінансово відкритої економіки потребує активної ролі держави, яка ефективно реалізує шляхом комбінації різних механізмів (адміністративних і ринкових) фінансову політику. Перехідні економіки диференційовані за характером правових інститутів, банківським регулюванням, практикою корпоративного контролю, макроекономічними умовами, ступенем розвитку національних фінансових систем і рівнем проникнення іноземного капіталу. Тому навряд чи можна говорити про єдиний підхід щодо політики вдосконалення структури фінансової відкритості. Проте спільною залишається необхідність координації та погодження політики регулювання фінансової системи з національною стратегією лібералізації рахунків капіталу і скасування контролю фінансового капіталу над економікою.

Четверте – фінансова відкритість перехідних економік має визначатися їх конкурентними позиціями на міжнародних товарних ринках і роллю в міжнародних організаціях. Аналіз моделей становлення економік країн, що розвиваються, показує: успішними стали ті економіки, що обирали стратегічний і диференційований підхід до відкритості [590, р. 42]. Такий підхід потребує формування своєрідної моделі структурної відкритості, де регульована фінансова відкритість (на основі національної системи регулювання міжнародних фінансових потоків) поєднується зі створенням особливих умов функціонування національної фінансової системи (ймовірно через ререгулювання) з метою забезпечення її стійкості і конкурентоспроможності. За логікою формування такої моделі фінансової відкритості вимагає

розглядати національну фінансову систему з позицій економічного націоналізму, як системне утворення, котре може бути трактоване як особлива, національна цілісність, а тому – як окремий, національний за сутністю, економічний суб'єкт, що діє у глобальному просторі [142, с. 16], від рівня розвитку і конкурентоспроможності якого залежить ступінь його інтегрованості у світові фінанси. Уникнення обмежень, що накладаються міжнародними ринками і міжнародними угодами, актуалізує зміну ролі перехідних країн у міжнародних фінансових організаціях і зміну взаємовідносин між ними. З одного боку, трансформаційним економікам вигідно використовувати міжнародні фінансові інститути для залучення не надто дорогого капіталу довготермінового характеру, особливо враховуючи, що підтримка цих організацій – індикатор для спрямування приватного міжнародного капіталу. З іншого боку, їм потрібне власне представництво у міжнародних фінансових організаціях, яке б відстоювало їх інтереси і дозволяло активно захищати національні економіки від експлуатації глобальними фінансовими гравцями.

РОЗДІЛ 4

МАКРО- І МІКРОАСПЕКТИ СТАБІЛЬНОСТІ ФІНАНСОВИХ СИСТЕМ

4.1. ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ СТІЙКОСТІ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ

У процесі фінансового розвитку виявляє себе подвійна стійкість: 1) стійкість даного стану фінансової системи, яка проявляється у стабільності її функціонування; б) стійкість якісних перетворень організації фінансової системи у процесі її переходу до вищого рівня, яка визначає спрямованість фінансового розвитку. Це дозволяє виокремити два типи стійкості: функціональну стійкість фінансової системи і стійкість, що породжує розвиток. Саме перший аспект стійкості виступає предметом при дослідженні стабільності фінансової системи. На відміну від монетарної або макроекономічної стабільності аналіз стійкості фінансової системи перебуває на початковій стадії. Не існує не лише загальнови znаної аналітичної моделі для оцінки і вимірювання стабільності фінансової системи та формулювання відповідної політики такої, як для економічної системи, а й єдиного розуміння того, що представляє собою *фінансова стабільність* [172, с. 1; 445, р. 16; 540; 599, р. 3]. Відсутність інтегральної теорії фінансової стабільності зумовлює відсутність надійних механізмів забезпечення стійкості фінансової системи.

4.1.1. СТІЙКІСТЬ І СТАБІЛЬНІСТЬ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ

Поняття стійкості фінансової системи. Поняття стійкості є універсальним. Якісна визначеність будь-якої системи має сенс лише остільки, оскільки відбуваються зовнішні взаємодії її з іншими системами. У дослідженні фінансових систем проблема стійкості набула поширення після низки фінансових криз 90-х рр. XX ст., у той час як сама по собі, стійкість або нестійкість фінансових систем виступає складовою їх розвитку і функціонування впродовж історичного часу їх існування.

Попри те, що стійкість фінансової системи – одна з найбільш важливих характеристик її стану і поведінки за якісних і кількісних змін, чіткого, задовільного та універсально прийнятого визначення цього поняття немає. Нерозвиненість аналітичної основи відображає різноманітність вживаних у літературі термінів: стійкість і нестійкість фінансової системи, фінансова стабільність і нестабільність, фінансова крихкість і фінансова пружність, вразливість фінансової системи, системний ризик тощо. У книзі П. Самюельсона "Основи економічного аналізу" звертається увага на дві обставини, які можуть пояснити складність визначення стійкості фінансової системи [127, с. 21, 337–338]. По-перше, визначення стійкості неможливо вивести без неявного введення динамічного розуміння щодо поведінки системи поза межами стаціонарної рівноваги. Для кожної динамічної системи припускаються і різні умови стійкості. По-друге, аналіз концепції стійкості з відповідним дослідженням кількісної поведінки узагальнених динамічних трендів поєднаний з деякими з найбільш складних проблем вищої математики. Оскільки в дослідженнях увага акцентується на різних аспектах динамічної поведінки систем, поняття стійкості і нестійкості, визначаються по-різному.

Найбільш універсальний підхід до аналізу стійкості запропонований А. Ляпуновим [82], який розглядає стійкість як стійкість руху. Згідно з ним, той або інший процес є стійким, якщо вплив (дестабілізуючий чинник), який не перевищує певної межі, приводить до того, що тільки-но цей вплив припиняється, відповідний процес знову набуває тих самих параметрів, якими він характеризувався до початку впливу. Саме стійкість по Ляпунову є вихідною для дослідження стійкості економічних систем і засто-

совується при визначенні стійкості окремих складових фінансової системи (наприклад, фінансова стійкість банків, страхових компаній [158, с. 64; 173, с. 75]).

Часто при визначенні стійкості увага акцентується на стійкості системи до зовнішніх шоків [158, с. 64; 29, с. 18–19]. Однак основою стійкості щодо зовнішніх впливів є внутрішні властивості самого системного об'єкту. Стійкість – це зовнішній прояв внутрішньої структури системи [130, с. 1]. Тому помилково було б при визначенні стійкості не враховувати внутрішні флуктуації системи, які можуть не лише породжуватися зовнішнім впливом (вимушені коливання), а й мати ендогенний самопідтримуючий характер (автоколивання). Значні внутрішні збурення здатні спричинити нестійкість системи і порушити її функціонування.

Враховуючи сказане, можна дати таке визначення стійкості фінансової системи. У загальному розумінні *фінансова система є стійкою щодо зовнішніх і внутрішніх шоків, якщо вона здатна їм опиратися і протидіяти породжуваним ними тенденціям, які прагнуть змінити систему даних економічних та організаційних відносин.* Це визначення передбачає, що стійкість фінансової системи: 1) характеризує її здатність чинити опір зовнішньому впливу і внутрішнім шокам; 2) відображає активність системи щодо збереження її якісної визначеності. Якісна визначеність фінансової системи визначається відносною усталеністю її складу, зв'язків, виконуваних функцій і поведінки. Активність фінансової системи означає, що при дії будь-якого внутрішнього чи зовнішнього шоку, який прагне змінити систему, у ній виникають сили і починають функціонувати внутрішні механізми саморегулювання, що намагаються повернути її до стійкого стану.

В економічній теорії стійкість традиційно розглядається як одне з понять економічної рівноваги. Під стійкістю розуміється необхідна умова, за якої економічна система має повертатися до стану рівноваги після будь-якого *малого* потрясіння [15, с. 379; 127, с. 337]. Відповідно до цього розвиток економічної системи трактується як зміщення точки рівноваги, викликане змінами тих або інших параметрів, яке веде до зміни одного стійкого стану іншим з коротким перехідним періодом між ними. Стан нестійкості, навіть коли він існує, вважається перехідним, непостійним станом, отже, теоретично, не може спостерігатися так часто як стан стійкості [54, с. 1–2].

Складність і проблематичність визначення стійкості фінансової системи на основі стійкості її рівноважного стану пов'язані з кількома причинами. В економічній науці саме поняття рівноваги не має ні єдиного, ні навіть домінуючого визначення. Це пояснюється тим, що поняття рівноваги визначається і досліджується в системі різних економічних моделей. Під *рівновагою* розуміють такі стани: 1) *інерційність* системи, тимчасове досягнення спокою, коли ендегенні змінні (при стабільних екзогенних змінних) не змінюються протягом певного часу [150, с. 24]; 2) *стаціонарність* економічного процесу, коли жодні сили не зумовлюють його зміни [42, с. 74]; 3) *оптимальність* певного економічного процесу, наприклад, максимізація рівня корисності при даному бюджетному обмеженні [133, с. 139–164]; 4) *відповідність* фактичних економічних параметрів запланованим. Так, у кейнсіанській моделі макроекономічної рівноваги ВНП перебуває на рівноважному рівні, коли заплановані видатки дорівнюють фактичним витратам [42, с. 77–78; 93, с. 288–302]; 5) *узгодженість* економічних процесів, наприклад, збігання планів учасників ринкових угод; 6) *урівноваження сил*, наприклад, збалансованість, вирівнювання ринку, коли зрівноважуються попит і пропозиція (ринкова рівновага); 7) *еквівалентність* умов рівноваги умовам *максимізації* (мінімізації) деякої величини [54, с. 78].

Але навіть не враховуючи означені розбіжності, слід зазначити багатоаспектний характер дослідження власне рівноваги. Рівновагу можна розглядати як статичну і динамічну. Можна говорити про рівновагу короткотермінову і довготермінову. Вирізняють також такі типи рівноваги: часткова (рівновага на окремому ринку), спільна (рівновага двох окремих ринків, приміром, товарів і грошей), загальна економічна рівновага (спільна рівновага сукупності всіх макроекономічних ринків, або макроекономічна рівновага), "подвійна рівновага" (загальна економічна рівновага на рівні повної зайнятості при нульовому сальдо платіжного балансу) тощо.

Різноманітність підходів до розуміння і дослідження рівноваги доповнюється відсутністю чіткого розмежування між рівновагою і нерівновагою. У підсумку в економічній теорії немає чітко встановленого значення одних і тих самих економічних процесів. Так, кейнсова рівновага при неповній зайнятості інтерпретується Р. Лукасом як нерівновага. Через різноманітність визначень рівноваги і підходів до її дослідження, дебати щодо рівноваги і

нерівноваги великою мірою безрезультативні, а відсутність чіткого їх позначення призводить до плутанини в різних значеннях цих термінів [663, р. 11].

Зрештою, нестабільність і нерівновага – нормальний і розповсюджений стан функціонування й розвитку будь-якої складної системи. Вихідною основою сучасних системних досліджень є теза, що врівноважені системи не здатні до розвитку і самоорганізації. Вони подавляють відхилення від свого стаціонарного стану, тоді як розвиток і самоорганізація передбачають якісну його зміну [50, с. 50]. Нерівновага трактується як перманентно існуюча, творча сила, яка сприяє росту економічної ефективності, технологічному та організаційному прогресу, інституціональним змінам тощо [84, с. 45–62; 98]. На цьому ґрунтується висновок, що аналіз стійкості динамічної системи на основі рівноважного підходу може виявитися помилковим або неточним, оскільки період нерівноважного розвитку економічних процесів може виявитися надто тривалим, щоб ним можна було знехтувати [54, с. 2].

Означені обмеження детермінують аналіз стійкості фінансової системи в сучасній літературі, де перевага надається більш прагматичній її інтерпретації. При цьому акценти в дослідженні стійкості фінансової системи дещо змінюються і замість терміну *стійкість фінансової системи* все частіше застосовується термін *фінансова стабільність*¹⁴⁹.

Фінансова стабільність. Базовою основою змістовного аспекту сучасних підходів до характеристики стабільності фінансової системи є два положення. *Перше* – відсутність аналітичної структури, моделей і широко прийнятого поняття рівноваги не дає можливості представити визначення фінансової стабільності споріднене з тим, яке зазвичай використовують економісти [599, р. 4]. *Друге* – за останні десятиліття забезпечення фінансової стабільності перетворилось на одну з найбільш важливих складових економічної політики¹⁵⁰, тому проблема визначення фінан-

¹⁴⁹ Стійкість фінансової системи і фінансова стабільність іноді використовуються як синоніми (див. [309, р. 4]).

¹⁵⁰ Це доводять періодичні звіти з фінансової стабільності, запроваджені як міжнародними фінансовими інститутами (МВФ, БМР, МБРР), так і зна-

сової стабільності набуває практичного характеру і пов'язана передусім з потребами розробки економічної політики. Державна політика, спрямована на гарантування фінансової стабільності, вимагає її визначення в термінах оцінки ризиків функціонування фінансової системи, визначення конкретних цільових показників, що відповідають стабільному стану фінансової системи [329, р. 7; 381, р. 15]. Трактують фінансову стабільність, вказує О. Іссінг, певною мірою визначає роль уповноваженого інституту, на який покладено функції щодо забезпечення стабільності фінансової системи, і зумовлює характер політики, спрямованої на її підтримку [445, р. 17]. Отже, концепція фінансової стабільності має бути визначена так, щоб регулятори могли відповідати за досягнення певного її рівня.

Це визначає подвійну спрямованість сучасних підходів до визначення фінансової стабільності: 1) запропонувати концептуальну основу дослідження фінансової стабільності, яка дозволяє аналізувати і оцінювати стабільність фінансової системи, розробляти аналітичну структуру для політики підтримки стабільності і розвивати відповідні аналітичні інструменти [599, р. 3–4]; 2) дати практично значиме визначення, яке забезпечує основу для прийняття політичних рішень і розв'язання конкретних проблем, дозволяє розвивати методи управління фінансовою стабільністю й може використовуватися для дослідження та аналізу політики забезпечення стабільності. Через прагматичну орієнтацію концепції фінансової стабільності існуючі пояснення, сутнісне розуміння і способи інтерпретації стабільності фінансової системи є різноманітними, причому далеко не всі вони є суперечливими. Скоріше відрізняються позиції, з точки зору яких представники різних підходів аналізують один і той самий предмет.

Значна кількість авторів визначає фінансову стабільність через її протилежність – відсутність фінансової нестабільності [309; 326; 330; 381; 523; 524; 617]. При цьому виокремлюються вузьке і широке трактування фінансової стабільності. При вузькому підході вона визначається як антитеза фінансових криз. Широке визначення акцентує увагу на потенційних загрозах фінансовій стабільності, коли система наражається на вплив істотних шоків, але

чною кількістю національних центральних банків, які фокусуються на ризиках та експозиціях фінансової системи.

не потрапляє у стан кризи. Вважається, що найбільш корисне поняття фінансової нестійкості містить ідею ринкової неспроможності або екстерналій, які можуть потенційно руйнувати реальну економічну активність [381, р. 7]. Фінансова нестабільність типово характеризується як стан зі значними і раптовими змінами цін на нерухомість і цінні папери, з порушеннями в пропозиції кредитів або в потоках капіталу, неадекватним функціонуванням фінансових інститутів і фінансових ринків, скороченням здатності фінансової системи розміщувати фонди до продуктивних інвестиційних можливостей, що в більшості випадків має негативні наслідки для випуску, зайнятості та інфляції. Відповідно до цього фінансова нестабільність визначається як ситуація, яка відповідає таким критеріям: певний важливий набір цін фінансових активів різко відхиляється від рівня, що визначається фундаментальними факторами; функціонування ринків і доступність кредитів, як на національному, так і на міжнародному рівні, істотно обмежені; сукупні витрати в економіці значно відхиляються від потенційного випуску економіки [381, р. 7]. Цей підхід є конструктивнішим для оцінювання фінансової нестабільності.

Методологічно більш виправданим є безпосереднє визначення фінансової стабільності, а не її відсутності. *Фінансова стабільність* розглядається як безперешкодне функціонування цілісної фінансової системи як за нормальних умов, так і під час стресу [540, р. 259]. За нормальних умов фінансова система трактується як стабільна в разі, якщо їй не притаманний будь-який вид незбалансованості. Вона здатна до ефективного розміщення ресурсів і абсорбції шоків, перешкоджає поширенню руйнівних ефектів на реальну економіку або на інші фінансові системи. При цьому відзначається, що фінансова стабільність не лише припускає достатньо успішне виконання основних фінансових функцій, але й адекватну роль грошей як засобу для угод, одиниці рахунку і засобу накопичення [189, р. 11–12]. Як підкреслює Г. Шиназі, фінансова система може вважатися стабільною, якщо вона: 1) полегшує ефективний розподіл економічних ресурсів як у просторі, так і в часі, а також інші фінансово-економічні процеси (наприклад, заощадження та інвестування коштів, кредитування і запозичення, утворення і розподіл ліквідності, формування цін активів і, в кінцевому рахунку, нагромадження багатства і зростання виробництва); 2) дозволяє оцінювати, котирувати і розподіляти

фінансові ризики і управляти ними; 3) зберігає здатність виконувати ці важливі функції навіть за зовнішніх потрясінь або посиленні диспропорцій [172, с. 2].

У періоди стресу фінансова стабільність визначається як здатність фінансових ринків (з погляду інфраструктури та організації) та їх учасників (посередників, інвесторів, фінансових постачальників) поглинати шоки і функціонувати без значних і тривалих руйнувань, коли вони зіштовхуються з непередбачуваним шоком будь-якої природи (борговий дефолт, цінова бульбашка, терористичні акти тощо). У такому підході до фінансової стабільності існує два виміри: *ex ante*, тобто перешкоджання виникненню дисбалансів у фінансовій системі, і *ex post*, тобто забезпечення здатності фінансової системи коригувати ці дисбаланси.

Більш вузький підхід акцентує увагу на пружності фінансової системи – її здатності протистояти шокам [329, р. 6–7]. Прихильники цього підходу вважають, що поняття "фінансова стабільність" надмірно широке, тоді як термін "стійкість" краще відображає елемент пружності, є вимірюваним і становить головний компонент загальної концепції фінансової стабільності. Стойкість конкретизується в термінах волатильності і невірноваженості фінансових змінних (відсоткові ставки, ціни активів тощо). Іноді використовують близьку концепцію вразливості фінансової системи. У будь-якому випадку мова йде про орієнтацію на конкретне оперативне визначення фінансової стабільності, призначене мінімізувати діапазон можливих показників, на основі яких контролюючий орган, відповідальний за стабільність фінансової системи, може визначати її стан. Перевага цього підходу в тому, що він дозволяє використовувати змінні, що можуть безпосередньо спостерігатися, і визначає фінансову стабільність таким чином, щоб на практиці її можливо було досягти.

Досить близька за змістом концепція, яка позиціонується як базова для вивчення фінансової нестабільності і визначення політики підтримки фінансової стабільності, – це концепція системного ризику. Ця концепція концентрується на фінансових проблемах, які виникають внаслідок взаємозв'язку між фінансовими інститутами і фінансовими ринками і які мають потенційно великий несприятливий вплив на реальну економіку [217; 332; 395; 436; 588; 626]. Вона інтегрує системні події через зараження в результаті банкрутств банків з переливами нестабільності на фі-

нансових ринках і ризики платіжної і розрахункової систем. В основі концепції системного ризику – різні форми зовнішніх ефектів та агреговані шоки, що одночасно впливають на множини інститутів та ринків і ведуть до розгортання фінансової нестабільності. За трактуванням О. Де Бандта і Ф. Хартмана, авторів найбільш повної структури економічного аналізу системного ризику, він пов'язаний з імовірністю того, що системна подія, яка вказує на погіршення ситуації в одному банківському інституті, ринку або системі, призведе до погіршення ситуації в інших, не пов'язаних з ними, банківських інститутах, ринках і системах [332, р. 8–9]. Однак, як і стосовно фінансової стабільності, наука не має чіткої і загальновизнаної концепції системного ризику¹⁵¹. Відсутність загальної парадигми системного ризику обмежує застосування цієї концепції як інструмента визначення політики підтримки фінансової стабільності. Тому іноді цей термін трактується як непотрібний, без якого взагалі можна обійтись без втрат для аналізу руйнування платіжної і розрахункової систем чи сутності фінансової кризи [609, р. 20].

У вітчизняній науковій літературі фінансова стабільність досить часто розглядається в термінах фінансової безпеки держави [11; 23; 51; 52; 175]. Під *фінансовою безпекою* розуміється такий стан фінансової, грошово-кредитної, валютної, банківської, бюджетної, податкової систем, який характеризується збалансованістю, стійкістю до внутрішніх і зовнішніх негативних впливів, здатністю забезпечити ефективне функціонування національної економічної системи та економічне зростання.

Узагальнюючи розглянуті трактування фінансової стабільності, можна зробити висновок, що загальними компонентами означеної концепції є: 1) здатність фінансової системи протистояти шокам, 2) безперешкодне функціонування ключових елементів, які складають фінансову систему [352, р. 38], 3) обмежений

¹⁵¹ Цю ситуацію дотепно узагальнили Г. Шелдон і М. Маурер: "Системний ризик для фінансових ринків те саме, що й чудовисько Лох-Несс для Шотландії (і не тільки для неї), – кожний знає про нього і знає про небезпеку. Кожний може точно описати загрозу. Нессі, як і системний ризик, всюдисущий, але ніхто не знає коли і де він може вдарити. Немає жодних доказів, що хтось дійсно зіштовхнувся з ним, але ніхто не має сумніву, що він існує..." [613, р. 685].

ризик істотних втрат реального випуску, зумовлених епізодами нестабільності фінансової системи [261]. Таке розуміння фінансової стабільності не суперечить наведеному раніше визначенню стійкості фінансової системи. Складність зумовлена тим, що невідомо, яке саме визначення фінансової стабільності має братися до уваги при аналізі стабільності фінансової системи.

Погоджуючись у цілому з наведеними підходами до розуміння фінансової стабільності, аналітичною основою її дослідження ми вважаємо концепцію стійкості фінансової системи. Аргументи, які спонукають до такого висновку, пов'язані як з існуючими обмеженнями в дослідженні фінансової стабільності, так і з перевагами, які надає застосування концепції економічної рівноваги. *Перше* – аналіз стійкості, побудований на принципі рівноваги, в теоретичному відношенні забезпечує відповідний аналітичний інструментарій для дослідження стійкості/стабільності фінансової системи. *Друге* – теоретично, рівноважний стан відображає ефективність загальної економічної взаємодії, це найкращий стан, до якого рухається система. Стабільна рівновага виступає "гравітаційним центром" системи, без якого неможливо визначити закономірності її майбутнього розвитку [150, с. 26]. У цьому розумінні рівновага отримує значно більше, ніж просто техніко-економічне, значення¹⁵². *Третє* – у багатьох випадках аналіз нерівноважної динаміки розвитку систем передбачає використання концепцій рівноваги [663, р. 32]. Таким чином, більш однозначні й обґрунтовані висновки можна зробити лише при введенні припущення про стійкість фінансової системи, як рівноважну стійкість. Такий підхід дозволяє й чіткіше визначити концептуальні межі фінансової стабільності.

4.1.2. РІВНОВАГА І СТІЙКІСТЬ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ

Типи рівноваги. Теоретично, стан рівноваги фінансової системи може бути стаціонарним і рухомим. Про стаціонарно рівноважний стан говорять, коли при зміні параметрів системи, що

¹⁵² Як вказував В. Ойкен, здатність до функціонування є питанням рівноваги [100, с. 239].

виникли під впливом шоків, вона повертається до попереднього стану. Стан рухомої рівноваги системи має місце в разі, коли зміни параметрів спричиняють подальші зміни в тому самому напрямі й посилюються з часом [50, с. 50]¹⁵³. Оскільки фінансова система є відкритою системою, екзогенні та ендогенні параметри якої змінюються в часі, більш коректним слід вважати підхід, який пояснює стійкість у рамках теорії динамічних систем і отожднює її зі стійкістю рухомої рівноваги. Згідно з ним, процес розвитку будь-якої системи може бути описаний векторним полем у фазовому просторі $(x, \frac{dx}{dt})$, кожна точка якого задає реал-

ьний або можливий стан еволюціонуючої системи. Точка, в якій стан системи не змінюється впродовж часу, є рівноважною. Стійкі стани рівноваги "притягують" до себе фазові криві, які створюються послідовними станами процесу [158, с. 64]. Отже, якщо фінансова система перебуває в стані стійкої рівноваги, то при шоках, що порушують рівновагу, вона повертається до рівноважного стану через певний проміжок часу. Це не означає, що фінансова система в точності повторює свою поведінку і повертається до свого початкового стану, але в загальному випадку це означає: при дії дестабілізуючих чинників її відхилення від стану рівноваги залишаються обмеженими і кожному шоку відповідає новий стан рівноваги, до якого рухається фінансова система.

В економічній літературі вирізняють два пов'язаних між собою аспекти рівноваги: динамічний і структурний [619; 663, р. 30; 664, р. 33–52]. *Динамічна рівновага* має відношення до сходження процесу до рівноваги. *Структурна рівновага* стосується стійкості якісної поведінки економічної системи. Залежно від наслідків впливу дестабілізуючих чинників (шоків) у фінансовій системі можливі три типи динамічної рівноваги – стабільна (стійка), невизначена і нестійка. При динамічній стабільній рівновазі (динамічна стабільність) урівноваження фінансової системи забезпечується внутрішніми силами. За невизначеної рівноваги такого роду сили відсутні, і за дестабілізуючого впливу первинна рівновага

¹⁵³ Прикладом останньої є рівноважне економічне зростання, коли обсяги сукупного попиту і сукупної пропозиції, що зростають від періоду до періоду, завжди дорівнюють один одному.

самостійно не відновлюється. Повернення системи до рівноважного стану вимагає зовнішнього втручання (економічної політики). Динамічна нестійка рівновага (динамічна нестабільність) виникає тоді, коли вплив шоків спричиняє прогресуюче віддалення фінансової системи від її початкового стану. За таких умов кожний наступний її стан, виражений у певних показниках, не можна вивести з попереднього, оскільки зміна відповідних параметрів є несумірною з впливом, який їх викликав. Важливий наслідок динамічної нестабільної рівноваги фінансової системи в тому, що за відсутності постійної активної економічної політики система рано чи пізно досягає стану, який характеризується фінансовою нестійкістю. Тому останній тип рівноваги (нестійка рівновага) фактично тотожний нерівноважному стану фінансової системи. Схематично означені типи рівноваги показані на рис. 4.1.



Рис. 4.1. Типи рівноваги

Формування різних типів рівноваги відображає дію механізму зворотного зв'язку. Встановлення стійкої рівноваги передбачає, що у фінансовій системі домінуючу роль мають негативні зв'язки. Вони послаблюють дію шоків за рахунок внутрішніх механізмів, які компенсують негативні впливи і сприяють поновленню рівноваги при її порушенні. Якщо механізм зворотного зв'язку погано сконструйований (коли існуючий у фінансовій системі обмежений набір механізмів не здатний повністю компенсувати дію шоків) або позитивний зворотний зв'язок домінує над негативним, то, за висловом Е. Хансена, система буде "рискати" в пошуках бажаного випуску або мети, але ніколи її не знайде [164, с. 244]. Фінансова система може наражатися на різноманітні внутрішні і зовнішні шоки, підпадати під різні типи коливань, характеристики яких постійно змінюються, які не зникають, але й не посилюються до такого ступеня, щоб розладнався увесь фінансовий меха-

нізм. Така ситуація свідчить про наявність у фінансовій системі невизначеної рівноваги. Коли вплив зовнішніх або внутрішніх шоків перевищує адаптивні можливості фінансової системи, вона стає нестійкою. Нестійкий стан характеризується принципом позитивної зворотної дії, за якого система нібито посилює зміни, які спричиняються зовнішнім шоком, оскільки її внутрішні сили спрямовані так само, як і зовнішній вплив. Позитивний зворотний зв'язок завжди погіршує стійкість системи. Якщо у фінансовій системі домінує такий зв'язок, вона перебуває в русі, переходячи з одного стану в інший. Нестійкість, згідно з таким підходом, означає, що при зовнішніх впливах система відразу переходить в інший стан і після їх припинення не повертається до попереднього стану.

Основою динамічної стабільної рівноваги фінансової системи виступає її структурна стабільність (структурна стабільна рівновага). Про систему говорять, що вона структурно стабільна, якщо для деякої малої зміни, викликані збуреннями у векторному полі, система визнається топологічно еквівалентною початковій системі [663, р. 62–63]. У складних системах структурна стабільність зустрічається рідко і тому вважається неправдоподібною, тоді як постійно відтворюваним станом є структурна нестабільність [663, р. 50]. Структурна нестійка рівновага (структурна нестабільність) передбачає, що під дією малого шоку система здатна змінювати якісні характеристики своєї структури або динамічної поведінки. Наразі стан системи після шоку якісно відрізняється від її стану до шоку. Структурна нестабільність – типовий стан фінансової системи. Коли посилюються на фінансову нестабільність, вказує А. Верчеллі, неявно мають на увазі деякі аналогії структурної нестабільності: для радикальної зміни поведінки системи достатньо малого збурення, викликаного інфляцією або девальвацією. Такі зміни можуть свідчити про *крихкість* фінансової системи, якщо розмір мінімального шоку, який робить економічну динаміку нестійкою, вимагає невідкладного і радикального політичного втручання, щоб сприяти поверненню економіки до стану стійкості, або про її *гнучкість*, якщо шок викликає зміни у функціональній структурі фінансової системи і компонентному складі її структурних змінних [619, р. 13; 663, р. 49, 88–89; 664, р. 33–52]. Важливим є те, що при структурній нестійкості навіть малі зміни функціональної форми будуть впливати на якісні властивості фінансової системи.

Механізм встановлення стійкої рівноваги базується на взаємодії динамічних і структурних характеристик фінансової системи. Процес сходження системи до рівноваги залежить від: 1) початкових умов (коли система відхиляється від стану рівноваги), 2) шляхів її пристосування (у тому числі й напрямів регулювання). Утримування сталої тенденції до нерівноваги стимулює структурні зрушення у фінансовій системі (у вигляді, приміром, запровадження нових фінансових інститутів або інструментів), орієнтовані на стабілізацію рівноважного значення її ключових параметрів. Типовий приклад – фінансові інновації в ситуації надлишкового попиту на гроші: визначаючи зростання кількості грошей і швидкості їх обігу, вони відновлюють рівновагу грошового ринку¹⁵⁴. Як наслідок, нерівноважна динаміка фінансової системи може еволюційно змінювати її структурні параметри (у нашому прикладі – ресурсне середовище і типи фінансових інструментів).

Структурні зміни можуть бути цілеспрямовано задіяні, щоб стабілізувати нестабільну рівновагу фінансової системи або "перевести" систему до нової рівноваги. У першому разі прикладом може бути випадок із коригуючими інтервенціями економічної політики, спрямованими на протидію зростанню монетарної нерівноваги і стабілізацію системи шляхом модифікації її окремих структурних рис [663, р. 32, 36]. Натомість трансформація фінансової структури через зміни функціональних характеристик сучасних "ринкових" і "банківських" фінансових систем може бути інтерпретована як структурний зсув, призначений "поліпшити" рівновагу фінансової системи.

Таким чином, стійкість фінансової системи, визначена через поняття стійкості її рівноважного стану, передбачає: *якщо у відповідь на екзогенний або ендогенний шок, що порушує рівновагу, фінансова система самостійно під впливом внутрішніх сил (у тому числі шляхом зміни фінансової структури) здатна відновити рівноважний стан, то її рівновага є стабільною (стійкою), що свідчить про стійкість фінансової системи*. "Тривалі порушення рівноваги, – писав В. Ойкен, – завжди дозволяють зробити висновок про те, що відмовляє вся система рівноваги" [100, с. 238–

¹⁵⁴ Зрештою весь процес фінансового розвитку як процес удосконалення кредитного і фінансового посередництва може інтерпретуватися з таких позицій.

239]. Система стає нестійкою – вразливою до екзогенних та ендогенних шоків. У такому разі поновлення стійкості передбачає усунення (за допомогою відповідних заходів економічної політики) причин, що викликали порушення врівноваженого функціонування фінансової системи. Це означає також, що визначення умов формування стійкої фінансової системи передбачає водночас визначення як умов, які здатні привести фінансово-економічний процес до рівноваги, так і характеристик самої рівноваги. При цьому не йдеться про *глобальну стійкість* фінансової системи, коли рівновага досягається при всіх можливих тенденціях і процесах фінансового розвитку незалежно від того, починаються вони поблизу стану рівноваги, чи ні [15, с. 379]. По-перше, економісти розглядають стійкість з точки зору того, що математики називають "асимптотичною стійкістю": будь-яка траєкторія, що починається достатньо близько від стану рівноваги, збігається з рівновагою через деякий час. У кожний даний момент в економічній/фінансовій системі існує тенденція до встановлення рівноваги, однак, дія динамічних факторів порушує цю тенденцію, отже, заважає дійсному встановленню рівноваги, або система досягає рівноваги з певним уповільненням. Тому М. Блауг замість терміну "стійкість" пропонує застосовувати термін "квазістійкість": остання притаманна будь-якій траєкторії, яка розпочинається поблизу стану рівноваги і залишається в межах, близьких до стану рівноваги, без обов'язкового його досягнення [15, с. 379]. Він пропонує і більш слабе визначення стійкості – *асимптотичну, або локальну стійкість*, коли при невеликих відхиленнях система наближається до стану рівноваги, не досягаючи його. По-друге, при визначенні стійкості йдеться лише про малі шоки – невеликі збурення обмеженого характеру¹⁵⁵. Якщо шоки зовнішнього середовища надто сильні, фазові криві системи можуть "притягти" інший стан рівноваги [158, с. 64] або спричинити нерівновагу. Оскільки в процесі розвитку фінансова система наражається і на малі, і на великі шоки, це означає: навіть якщо вона є стійкою в теорії, з цього не випливає, що водночас вона стійка в конкретній реальній ситуації.

¹⁵⁵ У цьому розумінні економісти пропонують розрізняти нестабільність у точному математичному значенні, коли шок є нескінченно малим, і нестабільність, коли шок є малим, але обмеженим [664, р. 33–52].

Стійкість фінансової системи і загальна економічна рівновага: проблеми взаємозв'язку. При визначенні стійкості на основі рівноваги перше питання, яке виникає, що слід розуміти під рівновагою, або рівноважним станом фінансової системи? Очевидно, що трактувати рівноважний стан фінансової системи виключно як часткову рівновагу, наприклад, як урівноваження попиту і пропозиції на ринку фінансових активів, або як рівновагу між пропозицією і попитом на позичкові кошти, або як портфельну рівновагу (оптимізацію портфелів фінансових активів), буде явним обмеженням. Якщо виходити з того, що нормальний стан функціонування фінансової системи завжди підпорядкований економічній системі, а дослідження будь-якої системи не може бути обмежене її рамками, виведене з неї самої, без зв'язку з системами вищого порядку, тоді визначення стійкості фінансової системи має сенс лише в межах і на основі загальної економічної рівноваги. У такому разі враховується не лише стійкість фінансової системи, а й те, яким чином вона виконує своє ключове призначення в економіці. Тоді *стійку рівновагу фінансової системи можна визначити як стан фінансової системи, за якого досягається збалансованість її функціонування і здатність протистояти зовнішнім і внутрішнім шокам за умов загальної економічної рівноваги.*

У процесі розвитку і економічна, і фінансова системи можуть досягати різних станів рівноваги. У термінах економічної ефективності, основні різновиди рівноваги, за якої формується стійкість фінансової системи, можна узагальнити так.

Оптимальна рівновага. Ефективність за Парето. Загальна економічна рівновага, за визначенням, означає балансування системи взаємопов'язаних ринків таким чином, що в економіці встановлюються рівноважні ціни; на всіх ринках водночас досягнута рівність між попитом і пропозицією; відбувається реалізація намічених планів усіма учасниками ринкового господарства, так що жоден з них не має стимулів до зміни існуючого стану [29, с. 17, 18]. Значимість стану загальної економічної рівноваги визначається такою його властивістю, як ефективність розподілу обмежених ресурсів в економіці, за якого забезпечується ефективність обсягу і структури виробництва (максимізація прибутку виробників), споживання (максимізація корисності споживачів) та обміну (ринкова рівновага, коли обмін не погіршує стану жодного

з його учасників) при даному рівні доходу і цін. Це означає, що рівноважний стан економіки є разом з тим її оптимальним (ефективним) станом. Ефективній макроекономічній рівновазі відповідає ефективна рівновага у фінансовій системі, коли реалізується тенденція до використання фінансових ресурсів у таких напрямках, від яких отримують вигаш усі учасники фінансово-економічної діяльності, відбувається ефективний розподіл ризиків та інформації, а ціни фінансових активів забезпечують оптимальний рівень заощаджень та інвестицій в економіці.

Критерій, який визначає, чи має місце в конкретній ситуації ефективне використання ресурсів, запропонований у концепції оптимальності за Парето. Парето-ефективність характеризує таке сполучення розподілу ресурсів, коли перехід до будь-якого іншого їх сполучення призведе до ущемлення економічних інтересів учасників ринкового процесу. Оптимальний розподіл можливий лише за певних умов – у економічній системі з приватною власністю і досконалою конкуренцією, децентралізовану координацію якої забезпечує ціновий механізм. Іншими словами, лише досконало конкурентні ринки гарантують, що економіка автоматично досягає точки рівноваги, в якій забезпечується ефективний розподіл ресурсів. Згідно з М. Алле, такий стан рівноваги економіки є водночас станом максимальної ефективності [2, с. 69]. Стан динамічної рівноваги, якому притаманна максимально можлива ефективність, ми визначаємо як стан максимальної стійкості системи у процесі її розвитку. Оскільки за умов максимальної ефективності і стійкості економічна/фінансова система певною мірою досягає межі можливого, цей стан можна визначити як стан теоретичної ефективної рівноваги.

Субоптимальна (неефективна) рівновага. Концепція економічної рівноваги, ефективної за Парето, яка відображає загальну рівновагу в гіпотетичній ситуації абсолютно вільної ринкової економіки, є теоретичною абстракцією. Вона не враховує, що в дійсності заходи державної політики покращують стан одних учасників економіки за рахунок погіршення стану інших, що поведінка економічних агентів визначається не лише ціновими, але й неціновими сигналами ринку, що стан і рівень конкуренції варіює в межах спектра ринкових структур тощо. Однак навіть якщо прийняти цю ідею за вихідну, залишаються важливі причини, які

елімінують здатність ринкової економіки автоматично досягати стану динамічної рівноваги з максимальною ефективністю. Теорія економіки суспільного сектора визначає п'ять джерел неспроможності ринку, які передбачають відхилення від економічно ефективних результатів. Це – недосконалість інформації та асиметричний розподіл її на ринках, що створює умови для ринкової влади; існування екстерналій, коли вигоди або витрати не відображаються в цінах; неповнота ринків (зокрема, ринків прийняття ризиків) в економіці; відсутність досконалої конкуренції, наприклад, унаслідок концентрації доходів і майна; наявність суспільних благ (таких як фундаментальні дослідження або оборонні послуги), для яких ринок не здатний забезпечити відповідну пропозицію. Найпростіший приклад – початкова стадія підвищення віддачі від масштабу виробництва, яка є в багатьох виробничих процесах і яка показує, що сучасна економіка не здатна будуватися на основі досконалої конкуренції, оскільки остання може суперечити досягненню ефективності виробництва. Наслідком цього стає якщо не монополізація, то принаймні ступінь концентрації настільки високий, що це не відповідає моделі досконалої конкуренції.

Повною мірою ринкова неспроможність стосується і фінансової системи. Економічні дослідження останніх років [381, р. 7; 600, р. 21–34] ідентифікували різноманітні види недосконалості ринку – негативні екстерналії у вигляді ефектів зараження, коли нестабільність в одній частині фінансової системи може дестабілізувати інші її компоненти і призвести до системної фінансової кризи; представницькі проблеми і двостороння асиметричність інформації між учасниками фінансової системи, що ведуть до помилкового ціноутворення на фінансові активи і недооцінки або переоцінки ризиків, пов'язаних з кредитуванням економіки; відсутність повного набору ринків, таких як ф'ючерсні і страхові, що обмежує інвестиційні можливості і в умовах невизначеності не дозволяє ринковим суб'єктам приймати і ефективно розподіляти ризики; недосконалість конкуренції, зумовлена як ефектами масштабу, так і державним регулюванням (табл. 4.1).

Таблиця 4.1. Характеристики неспроможності ринку у фінансовій системі (адаптовано за [600, р. 22; 623, р. 29–52])

Тип неспроможності ринку	Джерела неспроможності у фінансовій системі	Характер впливу на ефективність ринку	
		Позитивний	Негативний
Суспільний товар	Фінансова система забезпечує послуги одиниці розрахунків для фінансових балансів Фінансова система розширює універсальні вигоди прийнятності грошей в економічній діяльності Моніторинг виступає як суспільний товар	*	
Екстерналії	Довіра до фінансової системи покращує міжчасове і міжгалузеве розміщення ресурсів Фінансова система створює чисті вигоди Фінансова система сильна до зараження і системних ризиків Фінансова дезінтеграція руйнує економіку	*	* *
Асиметричність інформації	Асиметричний розподіл інформації веде до помилкового ціноутворення на активи, неефективного розміщення ресурсів і множинної рівноваги Асиметричність інформації між боржниками і кредиторами веде до несприятливого відбору, морального ризику і нормування кредитів Неінформованість інвесторів веде до неефективних інвестиційних рішень		* * *

Тип неспроможності ринку	Джерела неспроможності у фінансовій системі	Характер впливу на ефективність ринку
Неповні і недосконалі ринки	Незастрахованість ризиків ліквідності збільшує економічну невизначеність Нецінова дискримінація в наданні фінансових послуг скорочує можливості обміну Відсутність повного набору ринків не дозволяє повністю розподіляти ризики	* * *
Недосконалість конкуренції	Єдиний емітент грошової бази покращує послуги, що надаються грошами, і забезпечує економію на трансакційних залишках Монополія на виробництво грошей генерує доходи від сеньйоражу і стимулює до надмісної Економія масштабу і політика "надто великий, щоб збанкрутувати" ведуть до недостатньої або надмірної конкуренції як між існуючими фінансовими інститутами, так і з новими, які входять на ринок	* *

З означених неспроможностей ринку впливають економічно неоптимальні обсяги виробництва, неадекватна виробнича структура, неефективний розподіл економічних благ, внаслідок чого сукупні витрати і реальна активність в економіці наражаються на значні коливання. У фінансовій системі ціни активів можуть різко і на тривалий час відхилитися від фундаментальних основ, кредитні умови можуть бути в одні часи надто м'які, в інші – надто обмежувальні. У результаті неспроможність ринку породжує недовиробництво і недоспоживання певної економічно бажаної фінансової діяльності, а також перевиробництво і надспоживання небажаної фінансової діяльності [189, р. 10]. Накопичення і широке розповсюдження таких ефектів веде до порушення функціонування фінансової системи у формі фінансової паніки, напливу вимог до банків, бульбашок цін активів, надлишкового ліверіджу, неадекватного управління ризиками тощо.

Теоретично, втрати економічної ефективності за неспроможності ринку визначаються тим, що ринкова ціна відхиляється від граничних суспільних вигод товару і граничних суспільних витрат його виробництва. Проте неспроможність ринку може спостерігатися навіть тоді, коли ринкова ціна дорівнює як граничним приватним вигодам, так і граничним приватним витратам виробництва товару, тобто у ситуації, що відповідає економічній рівновазі. Таким чином, при неспроможності ринок втрачає можливості ефективного розміщення ресурсів, незважаючи на дію механізму цін і встановлення ринкової рівноваги. У сукупності це вказує на два важливі наслідки. *Перше* – навіть якщо припустити, що економіка функціонує відповідно до моделі конкурентної рівноваги, її результати можуть бути неефективними. В умовах неспроможності ринку економічна взаємодія веде до втрат оптимальності, і економічна рівновага перестає відповідати умовам максимальної ефективності. Стан рівноваги, яка встановлюється в економічній/фінансовій системі з неспроможністю ринку, характеризується тенденцією до формування субоптимальної рівноваги. Така рівновага не дозволяє досягти бажаного економічного ефекту відповідно до заданого критерію оптимальності, тобто є неефективною за Парето. *Друге* – неспроможність ринку об'єктивно вимагає державного втручання у ринковий механізм і веде до нього. Через систему законодавства та економічне регулювання держава намагається: 1) скоригувати результати ринку, які не-

бажані з погляду соціального добробуту (приміром, перерозподіляючи національний доход через податки і трансферти), 2) зменшити негативні ефекти неспроможності ринку, встановивши умови ефективнішого його функціонування (приміром, через антимонopolне законодавство, регулювання злиттів і поглинань, систему соціального страхування³⁰⁴, фінансове регулювання тощо). Можна сказати, що такими заходами держава певною мірою імітує конкурентний ринковий механізм і тим самим намагається досягти ефективності за Парето.

Квазірівновага. Якщо два попередні типи економічної рівноваги характеризуються сукупністю цін рівноваги, то в реальності механізм установаження рівноважних цін може не спрацьовувати. Неврівноважені ціни можуть встановитися, наприклад, через інформаційні проблеми, монополізацію виробництва, директивне ціноутворення тощо. Одна з основних причин невірноваженості цін – їх жорсткість у короткотерміновому періоді. У сучасній ринковій економіці ціни на блага і фактори виробництва не є досконала еластичними і не можуть змінюватися швидко. Наразі економічне саморегулювання відбувається не тільки через зміни цін, а й через адаптацію обсягів попиту і пропозиції до змін ринкової ситуації. У процесі пристосування до загальної рівноваги в економіці може сформуватися стан квазірівноваги і, відповідно, зрушення, які викликають неефективний розподіл ресурсів. Його характерні ознаки: 1) загальне вирівнювання попиту і пропозиції за невірноваженої структури цін; 2) на окремих ринках виникають стійкі стани з надлишковим попитом і пропозицією – дефіцит або надлишок, які змушують учасників ринку коригувати свої плани; 3) відбувається кількісна збалансованість ринків – рівність обсягів попиту і пропозиції при кількісних обмеженнях покупців і продавців. У результаті пристосування між економічними суб'єктами, яке набуває форми взаємних коригувань їх ефективних планів, формується так звана "рівновага раціонування" – рівновага при кількісних обмеженнях: визначення фактичного обсягу

³⁰⁴ Як показують Д. Крюгер і Ф. Кублер, за наявності неповних ринків система соціального страхування (як система накопичення капіталу) хоч і не гарантує максимальної ефективності, але може слугувати ефективним інструментом, що забезпечує часткове наближення до ефективності за Парето, отже, репрезентує реформу "Парето-поліпшення" [474].

виробництва базується на тому обсягу продукції, який може бути реалізований (попит раціонує пропозицію)³⁰⁵. У цій ситуації обсяг виробництва і рівень зайнятості нижчі, ніж були б за врівноваженої системи цін.

Дослідження неокейнсіанців [214; 215; 504] показали, що за відсутності рівноважної структури гнучких цін в економіці можуть виникати різні типи квазірівноважних станів – квазірівновага за умов безробіття, подавленої інфляції, ситуації недоспоживання. Який саме режим квазірівноважного стану встановлюватиметься в економіці визначається ступенем відхилення цін від рівноважного значення. Стан квазірівноваги може зберігатися надовго. Його сталість залежить від того, який саме механізм пристосування – ціновий чи кількісний діє в економіці. Стійкий квазірівноважний стан виникає при кількісному вирівнюванні між попитом і пропозицією в умовах нерівноважної системи цін (ціновий механізм не працює).

Інша обставина пов'язана зі складністю координації дій у відповідь на шоки, що порушують рівновагу. Оскільки загальна рівновага означає збалансування системи взаємопов'язаних ринків, то очевидно, що проблематика загальної рівноваги пов'язана з координацією економічних рішень і вибору ринкових суб'єктів. Важливим у формуванні рівноваги є скоординованість реакції учасників економічної діяльності на економічні шоки (випадкові екзогенні шоки і непередбачувані заходи політики), зокрема, узгодженість різноспрямованих очікувань. Якщо врахувати взаємну залежність фірм за умов недосконалої конкуренції (прибутковість діяльності фірми, її рішення щодо цін і обсягів випуску залежать від того, як діють інші фірми) з одночасною відсутністю достовірної інформації про рішення і дії інших учасників ринку (одні фірми напевне не знають, що робитимуть інші), стає зрозумілим, що за реалізації очікувань різної спрямованості (песимістичні/оптимістичні), економіка може досягати різного стану рівноваги. Оптимістичні оцінки ведуть до "хорошої" рівноваги (у розумінні, що обсяг випуску в економіці порівняно високий). Якщо фірми песимістично оцінюють наміри інших фірм, наслідком є "погана" рівновага (обсяги виробництва низькі) [42, с. 684]. Тому

³⁰⁵ Теоретично цей стан обґрунтовується в гіпотезі подвійного рішення Р. Клауера.

квазірівновага часто є результатом таких видів неспроможності ринку як неповна інформація або недосконала конкуренція.

Аналогічні стани квазірівноваги можливі й у фінансовій системі, оскільки "хороша" рівновага, яка переважає за нормальних часів, не є єдиною рівновагою. Квазірівновага у банківській системі формується при кількісному раціонуванні кредитів, при дотерміновому вилученні вкладів (рівновага напливу вимог) тощо. Потенційне виникнення кількох станів рівноваги у банківській системі, як засвідчують У. Даймонд і Ф. Дібвіг [346, р. 299–314], пов'язане з механізмом трансформації зобов'язань, на якому базується її функціонування і, відповідно, з довірою до банків. За підтримання довіри до банків існує рівновага з ефективним розподілом ризиків. Зсуви в очікуванні вкладників, викликані втраченою довірою до банків, ведуть до неефективної рівноваги напливу вимог. Якщо депозити незастраховані, виникає рівновага масованого вилучення депозитів з банківської системи: 1) вкладники намагаються якнайшвидше вилучити кошти з депозитів, оскільки активів банку може не вистачити для повернення всіх депозитів; 2) банки змушені продавати всі свої активи, навіть якщо не всі вкладники вилучають кошти з депозитів, оскільки терміновий продаж активів є збитковим.

З погляду стійкості важливими є "загальнорівноважні" ефекти квазірівноваги. Хоч на поверхні квазірівновага в економічній системі представляється як повна врівноваженість ринків, кількісна збалансованість (викликана кількісними обмеженнями) вказує на відсутність дійсної тенденції до загальної економічної рівноваги. Тому стан квазірівноваги часто ототожнюють зі станом нерівноваги³⁰⁶. Виходячи зі сказаного, необхідність зняти припущення про можливість досягнення економічною або фінансовою системою максимально ефективною стійкою рівноваги є очевидною. У результаті функціонування реальна економічна/фінансова система або не досягає рівноважних станів, або якщо досягає, вони не є оптимальними. Зауважимо, що наявність різних типів рівноваги визначається через економічну ефективність цін і результатів розміщення ресурсів, а не в термінах властивостей стабільності

³⁰⁶Відповідні теорії відомі під назвами "теорія раціонування", "макроекономіка нерівноважних ринків", "нова макроекономіка", "метод розрівноваженості ринків" тощо.

рівноваги. Тому неефективність рівноваги не пов'язана напряму з нестійкістю фінансової системи. Однак неефективність веде до незбалансованості, яка формує потенціал розвитку нестабільності. Таким чином, можна говорити про різні за ефективністю і характером урівноваженості стани рівноваги і, відповідно, стійкості економічної і фінансової систем: ефективно стійка рівновага – теоретичний рівноважний стан, оптимальний за Парето; субоптимальна рівновага – рівновага за умов ринкової неспроможності, яка визначається неефективним станом системи (неоптимальна за Парето); квазірівновага – кількісна збалансованість ринків, якій притаманні не лише відсутність оптимальності за Парето, а й невірноваженість цін в економіці (табл. 4.2).

Таблиця 4.2. Матриця заємозв'язку рівноваги фінансової та економічної систем

Фінансова система	Економічна система		
	Ефективна за Парето рівновага	Субоптимальна рівновага	Квазірівновага
Ефективна за Парето рівновага			
Субоптимальна рівновага			
Квазірівновага			

4.1.3. РІВНОВАГА, НЕРІВНОВАГА І СТІЙКІСТЬ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ

Розглянуті теоретичні стани рівноваги не відображають повною мірою закономірності фінансового та економічного розвитку. Реальна економіка проявляє складнішу динаміку – періодичні цикли, нерегулярні флуктуації, нелінійна поведінка тощо, що спричиняють її нерівноважний розвиток. Нерівновага – це стан відкритої системи, за якого відбувається зміна її макроскопічних параметрів, тобто складу, структури і поведінки [50, с. 51]. В основі нерівноважного розвитку – об'єктивна схильність індивідів до зміни споживаних благ, удосконалення технологій, зростання різноманітності і ступеня складності соціально-економічної системи [84, с. 47–48]. Нерівновага фінансової системи зумовлена

тим, що рух цін фінансових активів, прийняття інвестиційних рішень і, в кінцевому рахунку, розміщення фінансових ресурсів визначаються великою кількістю економічних і позаекономічних чинників (у тому числі психологією інвесторів), які тісно переплетені один з одним. Типовий прояв невірноваженості – макроекономічні коливання, які періодично породжують значне безробіття; бюджетні дисбаланси; нерівновага платіжного балансу; регіональні диспропорції; інфляція; цінові бульбашки на фінансових ринках; фінансові кризи тощо. Характерною ознакою нерівноважних станів є те, що навіть незначна подія може дати поштовх складним, іноді катастрофічним процесам. За таких умов навіть явище, яке само по собі не є причиною розвитку фінансової кризи, спрацьовує як пусковий механізм, імпульс, що розв'язує дію всього причинного комплексу – сукупності тих обставин, які призводять до кризи. Потенційна можливість розвитку кризи легко перетворюється на дійсність. Тому визначальною умовою оптимальної поведінки складних економічних систем визнається їх нерівноважна самоорганізація, функціональна стійкість у нерівноважних станах [86, с. 1].

Однією із загальних закономірностей економічного розвитку є те, що в реальності нерівноважні процеси і стани рівноваги існують одночасно і взаємодіють між собою [84, с. 49]. З одного боку, у ринковій економіці ключовою залишається роль цін, які виступають як центральний розподільчий механізм. Їх роль подвійна: алокативна (вказує на відносну рідкість товарів) і дистрибутивна (визначає, скільки різних товарів можуть купити різні економічні суб'єкти). Завдяки цьому ціни слугують основою для прийняття економічних рішень і керують реакцією ринкової системи на зміни в попиті та умовах формування витрат виробництва. У підсумку в ринковому господарстві ціни задають тенденцію спрямування ресурсів у сфері їх оптимального використання і встановлення загальної економічної рівноваги. З іншого боку, загальна економічна рівновага не є типовим станом ринкової економіки³⁰⁷. Незалежні плани суверенних суб'єктів лише випад-

³⁰⁷ Згідно з теорією перманентної нерівноваги, загальна рівновага, тобто стан, при якому всі величини одночасно у вигляді загального взаємозв'язку залежать одна від одної, взагалі не є осмисленим відображенням дійсності [9, с. 362].

ково можуть стати взаємно узгодженими. Обмежена мобільність факторів виробництва зумовлює повільну перебудову обсягів і структури пропозиції та вирівнювання доходу по секторах економіки. Існує негнучкість (жорсткість) цін і заробітної плати у короткотерміновому періоді. Невизначеність спектра майбутніх подій не дозволяє приймати економічним суб'єктам оптимальні рішення і веде до постійного перегляду економічних планів тощо.

Взаємодія рівноваги і нерівноваги означає, що аналіз стійкості тільки з погляду традиційного підходу (тобто рівноваги) має обмежену придатність, а власне рівноважна стійкість має трактуватися як частковий, а не загальний випадок розвитку стійкості фінансової системи. У більш загальному розумінні це свідчить про те, що динамічну стійкість фінансової системи необхідно розглядати як постійний процес типу "рівновага – нерівновага": постійне прагнення системи до рівноважного стану постійно "знімається" нерівноважними процесами. Взаємодія одночасно діючих тенденцій визначає раптові і непередбачувані зміни в характері функціонування фінансової системи, коли при зміні зовнішніх і внутрішніх умов вона може пройти через низку станів, які сполучаються з абсолютно різними типами поведінки. Так, внаслідок зовнішніх шоків, фінансова система може продемонструвати такі типи поведінки: раптовий стрибок, або катастрофа (фінансова криза); гістерезис – зворотний рух до певної точки, яка відрізняється від попередньої; розходження – мале відхилення при наближенні до точки повернення приводить систему до різних станів: можуть виникнути множинні стани рівноваги і раптові стрибки [54, с. 82–83]. У результаті складної поведінки фінансова система може сягати різних станів рівноваги і нерівноваги.

Множинність рівноваги, так само як і взаємодія рівноваги і нерівноваги дозволяють зробити висновок, що у фінансовій системі (як і в економічних системах взагалі) область стійкості може бути достатньо обширною, і у ній система може здійснювати складний рух, переходячи від одного стійкого стану до іншого. У результаті фінансова система здатна демонструвати різноманітні форми стійкості, коли стійким може бути не лише рівноважний стан, але й деякий стаціонарний нерівноважний стан, тобто, по суті, процес, що встановився. Наразі під фінансовою стійкістю слід розуміти не який-небудь певний сталий стан або відповідний напрямок динаміки, до якого фінансова система має повернути-

ся, відвернувши або переживши шок, а деякий діапазон або континуум станів стійкої рівноваги і нерівноваги, який змінюється в часі³⁰⁸. Цей континуум є різноякісним: він охоплює ефективну рівноважну стійкість і субоптимальну стійкість фінансової системи, стійкість за умов квазірівноваги і нерівноваги та стосується стійкості як фінансової системи в цілому, так і стійкості її основних компонентів – фінансових підсистем і учасників фінансової системи. Тому на кожний даний момент часу стійкість фінансової системи може розглядатися як сукупність стійких станів на різних рівнях – окремих, одиничних і часткових рівноваг [130, с. 2] або нерівноваг. Матриця континууму стійкості фінансової системи показує, за яких умов може бути досягнута стійкість фінансової системи, і визначає, за яких умов фінансова система не здатна бути стійкою (табл. 4.3).

Таблиця 4.3. Матриця континууму стійкості фінансової системи

Фінансова система	Тип динамічної рівноваги		
	Стабільна	Невизначена	Нестійка
Ефективна за Парето рівновага			
Субоптимальна рівновага			
Квазірівновага			
Нерівновага			

4.1.4. КЛЮЧОВІ ПРИНЦИПИ ВИЗНАЧЕННЯ СТІЙКОСТІ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ

Проведений аналіз дозволяє синтезувати та об'єднати в єдине ціле концепцію стійкості і концепцію стабільності фінансової системи. В основі такого поєднання – двосторонній взаємозв'язок між стійкістю і стабільністю. Стійкість фінансової системи за визначенням передбачає як урівноваженість функціонування фінансових інститутів, ринків і інфраструктури в часі, так і пружність усіх її компонентів. Урівноваженість фінансової системи визначається характеристиками динамічної стабільності. Пружність відображає здатність фінансової системи швидко відновлю-

³⁰⁸ Подібної, але не тотожної точки зору дотримується Г. Шиназі [172, с. 3].

ватися після шоків. Досягнення і врівноваженості, і пружності з необхідністю вимагає від фінансової системи структурної гнучкості, яка шляхом зміни якісної поведінки дозволяє системі адаптуватися до шоків. Однак структурна гнучкість це – властивість фінансової системи змінювати свою фінансову структуру внаслідок зміни середовища. Вона передбачає нестаціонарність якісної поведінки фінансової системи і є випадком структурної нестабільності [663, р. 82]. Це відображає складну багатомірну природу фінансової стійкості і дозволяє розглядати фінансову стабільність як один із елементів стійкості фінансової системи, а процес стабілізації як складову процесу набування стійкості фінансовою системою, її приведення до стійкого стану. Тому не можна погодитися з існуючим у літературі розумінням, що стійкість фінансової системи є головним компонентом фінансової стабільності³⁰⁹. Стабільність фінансової системи відбиває лише її функціональну стійкість у межах наявного рівня організації, і надалі ми будемо використовувати терміни *фінансова стабільність* і *функціональна стійкість фінансової системи*, як тотожні поняття.

Фінансова система є динамічною і еволюціонуючою відкритою системою, в якій постійно відбувається економічний "природний відбір", або "творче руйнування" за Шумпетером, коли ефективніші бізнес-моделі витісняють менш ефективні. За відсутності негативних екстерналій (насамперед, значних економічних втрат та ефектів фінансового зараження), такий нестабільний розвиток сприяє ефективнішому фінансовому посередництву і забезпечує фінансове поглиблення, яке допомагає підтримувати і посилювати стабільність, отже, може трактуватися як збільшення потенціалу стійкості фінансової системи. Тому необхідно розрізняти нестабільний розвиток, який відображає неспроможність ринку і веде до збільшення фінансових дисбалансів і нестійкості фінансової системи (а тому потребує державного втручання), від нестабільності розвитку, яка відбиває ринкові коливання і природну нестабільність, притаманну функціонуванню фінансових інститутів і ринків, і є частиною нормальної, неминучої і значною мірою позитивної турбулентності в динамічній системі, що еволюціонує [381, р. 8].

³⁰⁹ Подібний підхід представлений, зокрема, у [329, р. 6–7].

Враховуючи сказане, можна ідентифікувати основні характеристики функціональної стійкості фінансової системи, або фінансової стабільності³¹⁰.

1. Функціональна стійкість стосується всіх компонентів фінансової системи – фінансових посередників, фінансових ринків, фінансової інфраструктури, нефінансових учасників фінансової системи, і є результатом певної взаємодії між ними. Виходячи з цілісності фінансової системи про її функціональну стійкість можна говорити лише тоді, коли така стійкість притаманна системі в цілому, а не її окремим складовим. Внаслідок їх тісного взаємозв'язку, нестійкість будь-якого з системних компонентів може підірвати загальну фінансову стабільність. Це означає, що функціональна стійкість фінансової системи узгоджена з множинними комбінаціями її конституюючих компонентів, отже, є системним поняттям, а розв'язання проблеми досягнення фінансової стабільності вимагає системного підходу. З цієї точки зору, стійкість фінансової системи як цілісності не може бути досягнута при різноспрямованих тенденціях розвитку її компонентів – якщо такий її сегмент, як банківська система, характеризується стійкістю, на той час як ринку цінних паперів притаманний високий ступінь вразливості, або фінансовий стан суб'єктів господарювання незадовільний.

2. Функціональна стійкість за визначенням означає, що фінансова система виконує свої базові функції без проявів дезінтеграції. Однак оскільки стійкість – континуум станів фінансової системи з різним рівнем ефективності, вона не передбачає, що кожний компонент фінансової системи завжди функціонує з максимальною ефективністю. Із цим пов'язана основна проблема формування механізму стійкості фінансової системи. Досягнення функціональної стійкості фінансової системи за її квазірівноважного стану елімінує створення динамічної ефективної системи, здатної функціонувати в умовах довготермінової рівноваги, оскільки потрапивши в "неоптимальний" стан, фінансова система самостійно не здатна вийти з нього. За таких умов вона здатна стабільно функціонувати, але не здатна повноцінно та ефективно виконувати свої базові функції. У результаті постає проблема не функціональної стійкості, а ефективності фінансової системи.

³¹⁰ Такий підхід не суперечить сучасній теорії і практиці дослідження фінансової стабільності (див. [189, р. 1–12]).

Як справедливо зазначає В.-Б. Занг, якщо не гарантована ефективність, стійкість надовго втрачає всякий сенс [54, с. 300]. Єдиним кардинальним способом переходу до ефективного її функціонування є криза. Остання виступає як механізм пристосування організації фінансової системи до потреб функціонування економіки. Поступовий м'який шлях – політика спрямованої реструктуризації фінансового сектора, яка доповнюється державною політикою у сфері розподілу фінансових ресурсів. У будь-якому випадку для переходу фінансової системи до стану ефективної стійкої рівноваги може знадобитися значний час, а сам перехід може супроводжуватися появою шоків, здатних (внаслідок взаємозалежності секторів і галузей економіки) дестабілізувати функціонування економічної системи в цілому.

3. Підтримка функціональної стійкості фінансової системи з необхідністю передбачає її структурну гнучкість. Структурна гнучкість забезпечує еластичність поведінки фінансової системи до випадкових впливів або зміни незалежних екзогенних параметрів (функціональна гнучкість) і розширює спектр можливостей розвитку фінансової системи в майбутньому (міжчасова гнучкість³¹¹). Структурні зміни, які відбуваються у фінансовій системі в процесі розвитку (еволюційно або внаслідок зовнішнього втручання), можна розглядати як її "мутаційну" здатність зберігати або посилювати власні бажані характеристики, які наражаються на небезпеку внаслідок її внутрішньої нестабільності.

4. Розвиток фінансової стабільності безпосередньо залежить від економічного, технологічного, політичного і суспільного розвитку, а стійкість фінансової системи детермінується ступенем розвитку якісної специфіки не лише самої фінансової системи, а й економічної системи в цілому. Тому окрім формування стійкої субоптимальної рівноваги або квазірівноваги фінансової системи проблемою є різноманітність рівноваги і нерівноваги економічної системи в цілому. У зв'язку з цим виникає питання, чи може бути стійкою фінансова система за умов загальної нестійкості економічної системи та чи можна забезпечити стійкість фінансової системи у стані її оптимальної рівноваги, якщо економіка перебуває у стані квазірівноваги? Якщо виходити з головного економічного

³¹¹ Міжчасова гнучкість – розширення набору виборів, що відкриваються в майбутньому після визначеного вибору сьогодні [663, р. 89].

принципу, втіленого у законі Вальраса, який визначає: у народному господарстві, що складається із n взаємопов'язаних ринків, на n -му ринку завжди буде рівновага, якщо вона досягнута на решті $n-1$ ринків, то слід визнати справедливим і таке твердження: якщо на всіх ринках, окрім одного, існує квазірівновага, то й останній ринок перебуває у стані квазірівноваги. Фактично це означає, що якість стійкості фінансової системи є похідною від якості стійкості економічної системи країни, а характер її рівноваги визначається станом рівноваги економіки.

Безпосередній прояв цієї властивості – взаємозв'язок між функціональною стійкістю фінансової системи і макроекономічною стабільністю. Вони є комплементарними процесами: фінансова стабільність передбачає макроекономічну стабільність і, навпаки, для підтримки макроекономічної стабільності фінансова система має відповідно виконувати свої функції. Фінансова система не здатна функціонувати стабільно за нестабільних і високих цін. Однак стабільність цін – хоч і необхідна, але не достатня умова фінансової стабільності. Фінансова нестабільність може розвиватися за низького рівня інфляції, коли макроекономічні дисбаланси набувають іншого характеру. У свою чергу, стійкість та ефективність фінансової системи є необхідною вимогою для належного проведення макроекономічної, в першу чергу, монетарної політики. Структурна слабкість фінансових систем порушує механізм монетарної трансмісії, оскільки впливає на реакцію банків на зміни у ГКП.

5. Стійкість фінансової системи залежить від характеру і розміру шоку та здатності до перебудови – реакції фінансової системи на екзогенні зміни параметрів (приміром, зміни податкових ставок, зміни відносних цін, урядового дефолту). Стійка фінансова система не є системою, вільною від ризиків та ізольованою від шоків, яка незмінно перебуває у стані рівноважного зростання. Це система з розвиненими внутрішніми механізмами самокоригування, яка має інструменти для ефективного управління ризиками, еластична до фінансового зараження, здатна швидко відновлюватися після шоків. Тому функціональна стійкість передбачає не стільки відсутність фінансової нестабільності, скільки здатність фінансової системи обмежувати й усувати прояви нестійкості до того, як вона становитиме загрозу стабільності її функціонування. У стійкій фінансовій системі це відбувається частково через

механізми самокорекції (ринкове саморегулювання), які забезпечують пружність її компонентів і перешкоджають накопиченню фінансових дисбалансів та їх перетворенню в широкі системні ризики [189, р. 12; 599, р. 6–7], частково через механізми державного управління (керуюча підсистема).

6. У своєму розвитку фінансова система (як і економічні системи взагалі) може проходити через ієрархію нестійкостей, у яких розвиваються все більш складні структури [54, с. 311]. Це припускає наявність *континууму станів фінансової нестабільності*. Поняття фінансової нестабільності охоплює як ризики, на які наражаються окремі фінансові інститути або ринки, так і системну фінансову кризу і, відповідно, може проявлятися у формі нестійкості фінансових інститутів і ринків, а також у вигляді системної нестійкості. Кризові обставини на рівні окремого фінансового інституту виникають у разі, коли його боржники нездатні погасити борги з власного доходу чи активами, що здобуваються на ринку. Якщо нездатність боржників погашати борги тимчасова, то фінансовий посередник зіштовхується з проблемою ліквідності, яка збільшує його вразливість, але може бути усунена подальшими запозиченнями або регулюванням часового графіка обслуговування боргу. Якщо очікуваний майбутній дохід боржників недостатній, щоб погасити відсоткові платежі та основну суму боргу, то виникає проблема неплатоспроможності. У цьому випадку реальна вартість вимог фінансового посередника на неплатоспроможних боржників знецінює балансову вартість його активів. Фінансовий посередник потрапляє в ситуацію локальної фінансової кризи. Широко розповсюджена фінансова криза, яка охоплює різні категорії фінансових посередників, постає як системна фінансова криза.

Як бачимо, не всяка фінансова нестабільність набуває форми фінансової кризи. Тому представлене в літературі (наприклад, [329, р. 6–7]) розуміння фінансової стабільності як ситуації без банківських криз і зі стабільними цінами активів є концептуально неточним. Відсутність кризи не свідчить про стабільність фінансової системи. За своєю суттю це – різні процеси і стани фінансової системи. Можна виокремити кілька потенційних різновидів нестабільності фінансової системи:

Коливання (турбулентність) у збалансованій фінансовій системі – порушення на окремих фінансових ринках або в окремих

фінансових інститутах, які не мають системної природи і очікувані збитки від яких мають обмежений характер. Це – банкрутство одиничних фінансових інститутів, тимчасова корекція цін на ринках порізаних фінансових активів тощо. Як правило, такі процеси відображають посилення конкуренції, запровадження нових технологій, зміну характеру регулювання або швидке інкорпорування нової інформації. За своїм характером цей тип нестабільності є нормальною і необхідною складовою механізму функціонування і розвитку фінансової системи.

Фінансові дисбаланси втілюють набування фінансовою системою вразливості. Найчастіше вони проявляються у вигляді перевиробництва або недовиробництва фінансових продуктів і послуг в окремих ринкових сегментах, завищеній оцінці балансів учасників фінансової системи, значному зростанні волатильності на окремих фінансових ринках (цінові бульбашки). При цьому типowo виникає *локальна нестабільність*, яка може охоплювати кілька відносно важливих фінансових інститутів, діяльність яких пов'язана з імовірністю фінансового зараження інших інститутів і ринків. За такої ситуації формуються "скриті" експозиції до ризиків, наприклад, на основі потенційного зараження "інститут–інститут" або кореляції експозицій через структуру портфелів. Однак в цілому фінансова система не має помітної експозиції до ризиків, тобто структура і якість активів, ліквідність, розриви дюрації, відкриті позиції її учасників є прийнятними.

Накопичення дисбалансів внаслідок переливів у окремому сегменті фінансової системи може призвести до значного коригування ринків або навіть кризи цього сегменту (приміром, фондової кризи). При реалізації фінансового зараження зростає вірогідність переходу до наступного, вищого стану нестабільності – системної фінансової нестабільності.

Системна фінансова нестабільність (крихкість) характеризується тим, що фінансові дисбаланси поширюються на значну кількість і різні типи фінансових інститутів та на різні, зазвичай не пов'язані між собою, фінансові ринки. Типовий приклад – загальний дефіцит фінансових ресурсів в економіці, коли потреба в управлінні ліквідністю фінансових інститутів і нефінансових економічних агентів посилює взаємозалежність таких ринків як міжбанківський, форвардний, кредитний, ринок акцій. У цьому разі фінансова сис-

тема не перебуває в стані кризи, але стає *крихкою*, вразливою до шоків, виникають значні експозиції до ризиків. За системної крихкості очікування інвесторів і споживачів надзвичайно нестабільні, а економічна активність стримується через зростання невизначеності. Цей стан відзначається низькою довірою до обґрунтованості чинних цін і відсоткових ставок як основи економічних розрахунків. Системна крихкість має тенденцію проявлятися спочатку на ринках цінних паперів, оскільки тут очікування та активність найбільш тісно пов'язані. Поширюючись на всю фінансову систему, отже, і реальну економіку, системна крихкість зменшує ефективність фіскальних і монетарних інструментів, посилює помилковість регулювання [530, р. 9–10]. У результаті системної нестабільності функціонування фінансової системи може супроводжуватися більш або менш значними економічними витратами, приміром, знеціненням ринкових активів і балансів економічних агентів.

Найчастіше системна нестабільність виникає внаслідок того, що група фінансових інститутів або фінансова система в цілому підпадає під вплив загальних шоків. Вона може бути результатом відновлення порушеної рівноваги відносних цін в економіці після, наприклад, різкої зміни валютного курсу або шоку пропозиції. Періоди подібної нестабільності можуть бути спричинені ефектом доміно, викликаного крахом фінансового інституту, діяльність якого має системний характер, або масованим відтоком іноземного портфельного капіталу.

Системна фінансова криза – екстремальний прояв нестійкості фінансової системи. З системного погляду під кризою розуміють такий стан системи, коли вона, перебуваючи поблизу або безпосередньо в точці біфуркації, втрачає стійкість, і її стан здатний якісним чином змінитися. З погляду загальної економічної рівноваги криза є порушенням попередньої рівноваги і водночас переходом до нової рівноваги. Системна фінансова криза може бути визначена як нелінійна дезінтеграція³¹² фінансової системи, котра характеризується значним або повним виснаженням банківського капіталу і, як правило, поєднується з руйнуванням платіжного і розрахункового механізмів, руйнуванням передатного ме-

³¹² Нелінійний характер процесів розвитку фінансової кризи підкреслюють також інші дослідники [424, р. 22; 524, р. 55–96].

ханізму монетарної політики, знеціненням національної валюти, падінням цін на фінансові активи, втратою прийнятності банківських депозитів як грошей і, як наслідок, розривом каналів фінансового посередництва. За своїм характером фінансові кризи є реакцією на істотні шоки в ситуації, коли фінансова система має видимі і великі експозиції до ризику. Особливість системних фінансових криз – поява значних негативних реальних ефектів, таких як істотне скорочення сукупного виробництва і зайнятості, зростання бюджетних витрат тощо.

Системна фінансова криза не обов'язково має інтерпретуватися як ознака краху фінансової системи. У ході еволюції будь-яка соціальна система неодноразово проходить динамічний цикл стабільність – криза – нова стабільність. Криза тут виступає способом руху системи від попереднього стану, через дезінтеграцію і конфлікт, до нового стану. У такому разі криза свідчить про вичерпання можливостей саморозвитку системи в даній її якості [151, с. 19]. Отже, системна фінансова криза може виступати як своєрідний перехід до фінансового поглиблення. Цим пояснюється істотність впливу криз на історичний розвиток фінансових систем. У цьому сенсі, навіть фінансові кризи 90-х рр. розглядаються як одноразова чистка, що заклала основи для кращої фінансової системи [57, с. 10; 196, р. 42]. Це можна сказати й про глобальну фінансову кризу 2008–2009 рр.

Наявність ієрархії нестабільності показує, що фінансова нестійкість виникає і може розвиватися в межах діапазону стабільності фінансової системи, коли остання продовжує більш-менш ефективно виконувати свої функції та абсорбує шоки, а потім або розсіюватися, або акумулюватися поза межами діапазону фінансової стабільності [189, р. 14], призводячи до формування різних типів фінансової нестабільності, у тому числі й фінансових криз.

4.2. ЕКОНОМІЧНА ПРИРОДА СУЧАСНОЇ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ ТА ГЛОБАЛЬНИХ ФІНАНСОВИХ КРИЗ

Характеристики функціональної стійкості сучасних фінансових систем визначаються такими особливостями фінансового розвитку впродовж останніх десятиліть:

- швидке фінансове поглиблення, за якого фінансова система зростає вищими темпами, ніж реальна економіка;
- трансформація фінансової структури, яка супроводжується модифікацією видів фінансової діяльності, інтеграцією сегментів фінансової системи, фінансовою консолідацією тощо;
- ускладнення фінансової системи з погляду якості фінансових продуктів (розвиток сек'юритизації і деривативів), зміни структури фінансових активів (збільшення частки негрошових фінансових активів і ліверіджу грошової бази), мобільності ризиків;
- зміна фінансового режиму – перехід від обмеженої конкуренції і фінансового стримування до лібералізації фінансових систем;
- фінансова глобалізація і транскордонна інтеграція, які посилюють взаємозалежність національних фінансових систем.

Визначальний "здобуток" цих тенденцій – посилення відірваності фінансових ринків від реальної економіки³¹³, зростання схильності до ризику, зміна характеру і переміщення системних ризиків із банківського сектора до сфери небанківських фінансових інститутів і ринків цінних паперів, що закладає у функціонування фінансової системи додаткові елементи невизначеності. Збільшення її вразливості проявилось у значному зростанні кількості і глибини фінансових криз. З кінця 70-х рр. XX ст. відбулося 117 системних банківських криз у 93 країнах світу і 51 випадок менших (несистемних) криз у 45 країнах [291, р. 1]. Банківські кризи часто супроводжувалися валютними. Масштаби таких криз були настіль-

³¹³ Показник фінансової інтенсивності Голдсмита, тобто співвідношення між фінансовим і реальним багатством, в останні два десятиліття подвоївся в США, Великій Британії і Франції (де він досяг значення між 2,1 і 2,9 %) і збільшився майже так само в Італії та Німеччині (де він складає 1,3–1,4 %) [619, р. 3].

ки значними, що у багатьох випадках призвели до краху банківської системи і падіння економічної активності.

4.2.1. АНАЛІТИЧНІ ПІДХОДИ ДО ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

Через зміну характеристик фінансового розвитку теоретичні підходи до формування фінансової нестабільності, які базуються на концепціях традиційного макроекономічного аналізу кейнсіанського або монетаристського типу, виявилися нездатними пояснити феномен сучасної нестабільності. Кейнсіанський підхід є циклічним по суті і пов'язує розвиток системної фінансової нестабільності з падінням сукупного попиту. Зосереджуючись на аналізі динаміки компонентів сукупного попиту, такий підхід неспроможний пояснити шоки, які мають потенційно дестабілізуючий характер, але не спричинені циклічністю економіки. Незважаючи на те, що рух бізнес-циклу – важливий чинник формування нестабільності у фінансовій системі, не кожна фаза спаду веде до системної нестабільності. Навпаки, розповсюдження системного фінансового ризику може викликати циклічний спад в економіці. Монетаристський підхід, який трактує дестабілізацію фінансової сфери як монетарний феномен, надмірно звужує можливі чинники фінансової нестабільності. Центральним елементом механізму розвитку фінансових криз вважається невідповідне скорочення пропозиції грошей в економіці, яке відображається в кумулятивному падінні грошового мультиплікатора [396, р. 308–311, 358]. Згідно з даним підходом, нестача ліквідності в економіці викликає банкрутство банків і стає причиною фінансового краху. Внаслідок такого розуміння, будь-який прояв нестабільності, зумовлений внутрішніми чинниками фінансового розвитку, просто несумісний з монетарним підходом.

Нові теоретичні підходи пов'язують формування фінансової нестабільності зі специфікою функціонування фінансової системи. В їх основі – проблеми асиметричності інформації, фінансових інновацій, поведінки економічних агентів тощо. Порівняльна характеристика цих підходів узагальнена у табл. 4.4.

Модель асиметричної інформації. Запропонував і розвинув підхід на основі асиметричної інформації Фр. Мишкін [92, с. 232–233; 522, р. 3–7; 523; 524; 525]. Основна заслуга даного підходу – зосередження уваги на факторах, які є специфічними для фінансової системи і відокремлюють фінансові інститути від економічних суб'єктів реального сектора. Згідно з ним, основна причина фінансової нестабільності – інформаційна асиметрія між кредиторами і боржниками, яка набуває двох форм: зворотної селекції і морального ризику. Асиметричність інформації заважає ефективному функціонуванню фінансових ринків і викривлює інформацію про якість боржників, доступну фінансовим інститутам; її можливий наслідок – руйнування фінансового посередництва. Коли проблеми несприятливого відбору і морального ризику постають настільки гостро, що фінансові ринки не здатні ефективно спрямовувати кошти від заощадників до тих, хто має продуктивні інвестиційні можливості, виникає ситуація, яку Фр. Мишкін визначає як фінансову кризу – розвал фінансового ринку [522, р. 2].

У підході асиметричної інформації визначається п'ять факторів економічного середовища, які звужують сферу діяльності фінансових посередників і генерують нестабільність. *Перший* – зростання невизначеності. Він пов'язаний із характером банківської діяльності, в основі якої – кваліфіковане управління кредитними ризиками. Зростання невизначеності (внаслідок банкрутства великих корпорацій або фінансових інститутів, економічного спаду, фондової кризи) ускладнює оцінку якості боржників, зменшуючи здатність банків розв'язувати проблему несприятливого відбору. Через це банки стають більш схильними до обмеження кредитування. *Другий* фактор – зростання реальних відсоткових ставок. Він діє на двох рівнях. З одного боку, вищі відсоткові ставки можуть бути породжені лише позичальниками з достатньо прибутковими інвестиційними проектами. Цей ступінь реальної прибутковості зумовлює зростання профілю ризику. З іншого боку, найбільш надійні боржники стають жертвами цінової дискримінації, якщо банки (внаслідок їх нездатності оцінити профілі індивідуального ризику) починають нав'язувати уніфіковані умови кредитування всім позичальникам. Зростання реальної відсоткової ставки змушує найбільш платоспроможних позичальників покидати ринок, тоді як фірми зі значним ризиком неплатежу продовжу-

ють позичати кошти. Кількість високоризикованих інвестиційних проектів зростає. Внаслідок збільшення несприятливого відбору банки обмежують обсяги кредитування. *Третій* фактор – зростання волатильності цін активів. Він діє через ерозію вартості застави. Існування кредитної застави зменшує проблеми несприятливого відбору і морального ризику, оскільки зменшує стимули до ризикованої діяльності з боку боржників і виступає захистом банків проти ризиків неплатежу по кредиту. Падіння (або висока волатильність) цін активів спричиняє втрату вартості застави. Зменшення захисту позикодавців стимулює скорочення обсягів кредитування в економіці. Непередбачене падіння рівня цін – це *четвертий* фактор. Він діє через погіршення балансів корпорацій нефінансового сектора. Непередбачене падіння рівня цін збільшує реальну вартість зобов'язань корпорацій-боржників і зменшує їх власний капітал у реальному вираженні. Це позначається на балансах банків через безпосереднє неповернення позик, зменшення кредитних гарантій (оскільки власний капітал відіграє роль, подібну до ролі застави). І знову спостерігається результат, описаний раніше, – скорочення кредитування. *П'ятий* фактор – погіршення балансу банків, яке сполучається з банківською панікою. При погіршенні балансу кредитні інститути мають подвійний вибір: або вимагати повернення наданих ними позик; або залучати новий капітал (за вищою ціною). Якщо погіршення банківського балансу зростає, це може спричинити неплатоспроможність банку і призвести до банківської паніки. За відсутності мережі фінансової безпеки ризик одного банку передається по всій фінансовій системі за рахунок ефекту зараження. По-перше, вкладники, які в цілому не здатні диференціювати кредитні інститути відповідно до їх платоспроможності, отримують стимули до масового вилучення депозитів навіть із фінансово стійких банків. По-друге, існування взаємних вимог і зобов'язань між кредитними інститутами посилює моральний ризик в межах банківської системи.

Теорія асиметричної інформації показує також, що банки не лише наражаються на ризики внаслідок асиметричності інформації, а й самі можуть продукувати нестабільність завдяки дії її механізму. У разі падіння прибутковості через погіршення платоспроможності клієнтів або падіння ринкової вартості цінних паперів, банки схильні до застосування ризикованих стратегій дія-

льності (проблема морального ризику для вкладників). Стимулом до ризикованої діяльності виступає і наявність безумовних гарантій, що породжуються системою страхування депозитів або дотриманням фінансовою владою принципу "надто великий, щоб збанкрутувати". У будь-якому випадку наслідком проблем асиметричної інформації є фінансова нестабільність.

Поведінковий підхід. Поведінковий підхід до розуміння фінансової нестабільності інкорпорує вплив психології на фінансову діяльність і передбачає, що відхилення від рівноважних цін на фінансові активи, які проявляються у вигляді цінових бульбашок або спекулятивних бумів і спадів, пов'язані з нераціональною поведінкою економічних агентів. Прояв нераціональності полягає в тому, що учасники фінансової системи недостовірно оцінюють ризик і укладають угоди не на основі фундаментальних розрахунків, а виходячи з попереднього досвіду, слухів, що панують на ринках, імітуючи поведінку інших учасників або за принципом зворотного зв'язку – купуючи активи лише тому, що ціни зростають [154, с. 89].

Згідно з даним підходом, ключова роль у посиленні фінансової нестійкості належить інституціональним інвесторам, чия поведінка визначається стимулами до прийняття ризиків [297; 568]. Як показує Р. Раджан [568, р. 2–3, 20–21], структура стимулів інвестиційних менеджерів характеризується двома складовими: 1) прив'язкою компенсації і заробітної плати менеджерів до прибутків інвестиційних фондів (стимул до пошуку високоприбуткових інвестицій); 2) порівняльною оцінкою ефективності діяльності кожного конкретного менеджера з боку існуючих і потенційних інвесторів проти діяльності інших менеджерів (стимул до конкуренції в прибутках). Це визначає прагнення менеджерів до високоприбуткового інвестування, щоб привабити нових інвесторів і отримати більшу компенсацію, що й веде до змін у поведінці. Оскільки доходність і ризик пов'язані, менеджери мають більше стимулів використовувати ризиковані стратегії. Це створює основу для переваги ризиків у фінансовій системі. Стратегії з досягнення високої доходності ведуть до подальшої некоректної поведінки інвестиційних менеджерів у формі, по-перше, приховування від інвесторів так званих "хвостових" ризиків, які породжують тяжкі несприятливі наслідки з малою вірогідністю, натомість решту часу дозволяють отримувати високу компенсацію; по-друге,

стадності в інвестиційному виборі, внаслідок чого рух цін активів на ринку відхиляється від рівня, що визначається фундаментальними факторами. Взаємопов'язаним результатом обох типів поведінки на тлі схильності до ризиків є не просто зростання нестабільності, а збільшення вірогідності фінансових крахів: коли стадна поведінка відхиляє ринкові ціни активів від фундаментальної вартості, зростає ймовірність коригування ринкових цін, наслідком якого стають значні "хвостові" збитки.

За своїм характером поведінковий підхід інтегрує проблематику несиметричного розподілу інформації в економіці. Ф. Девіс [331, р. 80–81, 87–88] досліджує некоректну поведінку в контексті психологічних проблем стимулювання, які виникають між менеджерами інвестиційних фондів та інвесторами (моральний ризик у проблемі принципал – агент). Передача інвесторами повноважень щодо інвестиційних рішень менеджерам потенційно пов'язана з протиріччями між інтересами інвесторів (принципалів) і менеджера (агента), отже, потребує належного моніторингу та оцінки їх виконання, щоб змусити менеджера діяти в напрямі максимізації прибутків інвесторів. Оскільки доступна менеджеру вихідна інформація про фінансові активи часто містить елементи невизначеності, то в умовах контролю його діяльності, найефективніший спосіб доказу якості управління фондами з погляду менеджера – не самостійне прийняття рішень, а імітування поведінки інших інвестиційних менеджерів. Наслідкування чужих інвестиційних стратегій підтримує репутацію інвестиційного менеджера, дозволяючи йому зменшити ризик, можливий внаслідок його неефективної діяльності щодо усередненого ризику ринку. Однак за таких умов будь-яка подія, що сприймається хоча б одним інвестором як несприятлива, може спричинити значний рух цін фінансових активів [598]. Тож поведінкова парадигма доводить: сукупний ефект співіснування некоректних стимулів із некоректною поведінкою фінансових посередників – причина збільшення фінансових ризиків і нестабільності фінансової системи.

Гіпотеза фінансової нестабільності. У межах фінансового кейнсіанства представлений підхід, який пов'язує розвиток фінансової нестабільності з дестабілізуючою роллю фінансових інновацій. Класичний приклад такого підходу – гіпотеза фінансової нестабільності Х. Мінські [520, р. 3–10; 521, р. 3–39]. Згідно з цим

підходом, за моделлю фінансової поведінки, яка зумовлена ступенем і характером залучення у боргові відносини, економічні агенти поділяються на три типи. *Перший* – "хеджери", здатні обслуговувати всі свої зобов'язання за рахунок власних грошових потоків. *Другий* – "спекулянти", потік готівки яких дозволяє фінансувати відсоткові платежі, але недостатній для амортизації основної суми боргу. Вони регулярно вдаються до практики пролонгації позик і випуску нових боргових зобов'язань для рефінансування попередніх. *Третій* – "одиниці Понці", не мають достатнього доходу для обслуговування боргу і погашення основної суми боргу. Для фінансування своїх операцій вони змушені продавати активи або звертатися за додатковим фінансуванням на ринок. "Одиниці Понці" скорочують рівень фінансової стійкості, а їхні борги мають найменший рівень надійності. Згідно з гіпотезою фінансової нестабільності, характер фінансової діяльності кожного з типів економічних агентів визначає інституціональну структуру фінансової системи як цілого, а співвідношення між ними визначають різні її стани. Інституціональна структура фінансової системи, у свою чергу, визначає поведінку економічної системи, зокрема, умови її переходу від однієї фази економічного циклу до іншої. Так, у міру зростання частки "одниць Понці" і скорочення частки "хеджерів" економіка рухається від стійкого стану (коли вона здатна самостійно відновлювати рівновагу, втрачену під дією дестабілізуючих шоків) до стану нестабільності (коли вона перебуває під постійною загрозою колапсу і потребує активного втручання держави).

Використовуючи наведену класифікацію моделей фінансової поведінки, даний підхід пояснює механізм розвитку фінансової нестабільності, спираючись на динаміку економічної системи. На початку кожної нової фази "спокійного" зростання рівень боргу в економіці мінімальний, психологічна готовність економічних агентів здійснювати довготермінові інвестиції з огляду на попередню депресію низька і, як наслідок, домінує тип "хеджерів". Економічні агенти реального сектора надають перевагу самофінансуванню, а фінансові інститути – надають позики під забезпечення. Тому в економіці переважає забезпечене фінансування – припливи готівки в цілому перевищують витрати на обслуговування поточних фінансових зобов'язань. За таких умов фінансова

система стабільна. У міру подовження "спокійного" зростання відбуваються зміни: оптимістичні очікування агентів фінансового і реального секторів зростають, а разом з ними зростають схильність до інвестування і потреба в зовнішньому фінансуванні. Це дає поштовх нарощуванню боргу і відповідному скороченню практики забезпеченого фінансування. Розпочинається перехід економіки до фази економічного підйому. Зростання попиту на зовнішнє фінансування стимулює якісні зміни в банківській системі. Намагаючись розширити власні фінансові можливості задля підвищення норми прибутковості, банки починають запроваджувати фінансові інновації, спрямовані на пошук нових форм банківських пасивів. У результаті відбувається ендегенне збільшення пропозиції грошей в економіці: змінюється структура та якість грошової маси (внаслідок появи менш ліквідних квазігрошей) і зростає швидкість обігу грошей. Будь-які спроби центрального банку методами монетарної політики обмежити цей процес лише стимулюють подальший розвиток фінансових інновацій.

Інноваційна спрямованість діяльності фінансових посередників формує механізм, внаслідок дії якого фінансова система починає виробляти імпульси, які дестабілізують рівновагу як самої фінансової системи, так і економіки в цілому. Фінансові інновації прискорюють динаміку нарощування заборгованості і ведуть до зміни боргової структури в економіці. Результатом розширення кредитування і супутнього надмірного зовнішнього фінансування фірм стає збільшення "спекулянтів" та "одиниць Понці". Відповідно зростають відсоткові ставки, різко збільшуються ризики позикодавців і ризики боржників. Коли починають домінувати обидва типи фінансової поведінки, фінансова система стає крихкою, а економіка втрачає здатність до поглинання шоків.

Передумови збільшення нестабільності і зміни економічного підйому кризою визначаються схильністю до неплатоспроможності "спекулянтів" та "одиниць Понці". За недостатності фінансових надходжень для обслуговування боргу уникнути банкрутства вони можуть лише через реалізацію капітальних активів. Якщо очікування майбутніх прибутків і поточні доходи фірм змінюються, то, з одного боку, відбувається скорочення запозичень, з іншого – все більша частка зобов'язань погашається шляхом продажу активів. У результаті масової реалізації активів в економіці падає вартість

спочатку капітальних, а потім фінансових активів, зростає кількість банкрутств у корпоративному секторі. Для банків така ситуація означає погіршення фінансового становища внаслідок втрати вартості частини активів і зростання безнадійних боргів. Як наслідок, спостерігається два ефекти: зростання збитків у фінансовій системі, поширення неплатоспроможності і банкрутства банків; інвестиційний колапс, який зумовлює скорочення сукупного доходу і перехід економіки до фази спаду. Таким чином, згідно з гіпотезою фінансової нестабільності, основа нестабільності – взаємодія фінансового і реального секторів економіки, а основним генератором нестабільності виступають фінансові інститути, які в гонитві за прибутком упроваджують фінансові інновації.

Беручи до уваги різноплановість аналітичних підходів до розуміння природи і механізмів розвитку фінансової нестабільності, зауважимо, що кожний з них розглядає лише окремий аспект досліджуваного явища і може більшою або меншою мірою домінувати в поясненні розвитку конкретних проявів нестійкості фінансової системи. Водночас навіть при аналізі конкретних випадків нестабільності, зокрема, найвищого її прояву – фінансових криз, складно виокремити якийсь один чинник або механізм, що лежав би в її основі. Із урахуванням сказаного, розглянуті теоретичні підходи щодо розвитку системної фінансової нестабільності варто сприймати як взаємодоповнюючі.

Визначення характеру системної фінансової нестабільності на основі розглянутих теорій залишає подвійне враження. З одного боку, їх висновки дозволяють на новому рівні аналізувати формування нестабільності. Спираючись на докладні мікроекономічні механізми функціонування фінансової системи, ці теорії демонструють інституціональну обумовленість розвитку фінансової нестабільності. З іншого боку, отримані ними висновки мають явно частковий характер внаслідок ігнорування інших аспектів і чинників взаємодій як у межах фінансової системи, так і між фінансовим і реальним сектором економіки, а також між національними фінансовими системами різних країн.

Таблиця 4.4. Сучасні аналітичні підходи до фінансової нестабільності

Підхід	Джерела нестабільності	Основні переваги підходу	Основні недоліки підходу	Показники нестабільності
Модель асиметричної інформації	Несприятливий відбір моральний ризик	Структуровані теоретичні основи фінансової нестабільності, які базуються на посередницькій функції фінансових інститутів. Визначення феномену переривчастості у фінансовому посередництві	Зосередження уваги на ринкових і кредитних ризиках. Відсутній аналіз факторів нестабільності, не пов'язаних з асиметричністю інформації	Платоспроможність і ліквідність учасників фінансової системи, номінальні і реальні відсоткові ставки, темпи інфляції, волатильність цін активів, вплив гарантій
Поведінковий підхід	Нераціональність поведінка економічних агентів	Увага до некоректних стимулів при прийнятті інвестиційних рішень і до психологічних проблем стимулювання	Відсутність аналізу економічних факторів фінансової нестабільності	Волатильність цін фінансових активів, відхилення ринкової ціни активів від їх фундаментальної вартості
Гіпотеза фінансової нестабільності	Орієнтована на прибутковість діяльність фінансових посередників	Надає особливого значення ролі фінансових інновацій	Не враховуються "некредитна" складова фінансових інновацій і вплив інноваційного процесу у реальному секторі	Структура грошової маси, швидкість обігу грошей, кредитна експансія, рівень фінансового ліверіджу

4.2.2. ДЖЕРЕЛА І МЕХАНІЗМИ РОЗВИТКУ СИСТЕМНОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

Недостатність суто "інформаційних", "інноваційних" і "поведінкових" аргументів у поясненні системної природи фінансової нестабільності показує, що причини останньої, інтегруючи означену проблематику, мають комплексний характер. Внаслідок численних видів взаємодій, які мають місце в сучасній фінансовій системі, можливі причини системної нестабільності також стали численнішими, а наслідки непередбачуванішими. Ми виходимо з того, що на загальному рівні функціональна стійкість сучасних фінансових систем зумовлена трьома групами чинників.

1. *Природна крихкість фінансової системи*, яка визначає потенціал фінансової нестабільності. В її основі невизначеність, зумовлена міжчасовим характером фінансових відносин; характер діяльності фінансових інститутів і фінансових ринків, пов'язаний з об'єднанням, ціноутворенням і перерозподілом ризику; обмеженість і неадекватність інформації щодо характеристик контрагентів фінансових угод та їх наступної поведінки; чутливість фінансових інститутів і фінансових ринків як до ризиків, в умовах яких вони функціонують, так і до сприйняття цих ризиків окремими учасниками фінансової системи.

2. Сучасний фінансовий розвиток, який формує різноманітні механізми, що посилюють еластичність фінансової системи до шоків. Серед них – швидкий розвиток фінансових інновацій, трансформація фінансової структури і диверсифікація фінансової діяльності, фінансова лібералізація і глобальна фінансова інтеграція, консолідація фінансового сектора і дезінтермедіація тощо. Вони змінюють структуру стимулів учасників фінансової системи, визначають глобалізацію ризиків, збільшують вразливість фінансових інститутів до ендогенних й екзогенних шоків, сприяють виведенню на фінансові ринки нових і недосвідчених учасників тощо.

3. Складний і суперечливий взаємозв'язок між фінансовою системою і реальною економікою. З одного боку, це відірваність процесів у фінансовій сфері від реальної економіки, коли динаміка вартості фінансових активів перестає відповідати динаміці виробленого національного продукту. Такий розвиток створює можливість появи цінових бульбашок, масштаб "роздування" яких майже не залежить від стану реальної економіки. За таких умов

будь-який шок здатний спричинити порушення у фінансовій системі і викликати як значні втрати інвесторів внаслідок падіння цін активів, так і негативний вплив на базові економічні процеси. З іншого боку, зростає значимість макрофінансових зв'язків, які є результатом залучення і депонування коштів нефінансовими секторами в установах фінансового сектора. Тому навіть коли фінансові інститути абсолютно стійкі і платоспроможні, у фінансовій системі може сформуватися нестабільність, спричинена накопиченням високого рівня корпоративного боргу або боргу домогосподарств і пов'язаного навісу запасу капіталу. Збільшення заборгованості нефінансових економічних агентів має потенційний обмежувальний вплив на фінансову стабільність навіть за умови, коли ситуація у фінансовому секторі залишається сприятливою.

При дослідженні природи фінансової нестабільності доцільно виокремити два рівні аналізу – прагматичний і холістичний. *Прагматичний підхід* вимагає виявлення конкретних чинників і джерел розвитку фінансової нестабільності. Такий прагматизм пояснюється необхідністю ідентифікації, аналізу та оцінки потенційних ризиків, які можуть призвести до порушення фінансової стабільності, а також тим фактом, що визначення факторів ризику за своїм характером є основою для розробки кількісних і якісних оцінок потенціалу стійкості/вразливості фінансових систем. Крім означеного, прагматичний підхід до аналізу фінансової нестабільності дозволяє досліджувати конкретні випадки нестабільності і визначити конкретні чинники розвитку фінансових криз. У цьому плані ключовими елементами при дослідженні механізмів фінансової нестабільності є: вид шоку (ризик), який викликає дестабілізацію у фінансовій системі, і механізм поширення нестабільності.

Якщо дотримуватися термінології фінансової теорії, шоки (ризик) можна поділити на два типи: ідіосинкратичні (нефакторні) і систематичні (ринкові). Перші – результат непередбачуваних і тому неочікуваних подій, які первісно впливають лише на стан окремого фінансового інституту або ціну окремого фінансового активу, наприклад, банкрутство окремого банку внаслідок високого операційного ризику. Вони не пов'язані з впливом загальних факторів, мають індивідуальний характер і можуть бути усунені диверсифікацією. Систематичний ризик породжується загальними ринковими та економічними умовами, під вплив яких одночасно підпадає основна частина фінансових інститутів/ринків та

економіка в цілому. Систематичні шоки для національних фінансових систем виступають у формі стрімкого зростання темпів інфляції, різкого економічного спаду, раптового погіршення умов торгівлі тощо³¹⁴. Крім того, традиційно, фактори ризику і вразливості фінансової системи поділяють на ті, що можуть виникати в її межах (ендогенні), і ті, що походять із зовнішнього середовища (екзогенні). На більш детальному рівні ендогенні джерела представлені ризиками, пов'язаними з функціонуванням фінансових підсистем: інститутів, ринків, інфраструктури. Ми виходимо з того, що ендогенні ризики можуть бути пов'язані також із функціонуванням фінансової системи в цілому. Аналогічне розмежування придатне і для екзогенних факторів ризику, оскільки, як уже зазначалося, компоненти фінансової системи можуть бути уражені шоком, що виникає в реальному секторі економіки, на міжнародних фінансових ринках, або внаслідок зміни правового середовища. Функціонування фінансової системи залежить від загальної економічної активності, а на фінансові інститути і фінансові ринки суттєво впливає макроекономічний розвиток. Основні джерела і види ризиків фінансової нестабільності (з урахуванням результатів подальшого аналізу) наведені в табл. 4.5.

³¹⁴ Для світової фінансової системи ідіосинкратичний шок – раптова девальвація неключової валюти внаслідок високого бюджетного дефіциту держави; систематичний шок – загальні коливання світового бізнес-циклу.

Таблиця 4.5. Джерела і види ризиків фінансової нестабільності

Джерела ризиків	Ендогенні ризики		Екзогенні ризики	
	Види ризиків	Джерела ризиків	Види ризиків	Джерела ризиків
Пов'язані з фінансовими інститутами	Ризик цілісності ринку	Макроекономічні порушення	Ризики, пов'язані з внутрішнім макроекономічним середовищем (інфляція/дефляція, погіршення умов торгівлі, економічний спад)	Ризики, пов'язані з накопиченням зовнішнього і внутрішнього державного боргу та управлінням ним
	Ризик бізнес-стратегії			
	Операційний ризик			
	Ризик балансової структури (ризик концентрації активів, термінів)			
	Ризик недостатності капіталу			
	Ризик узгодженості			
	Слабкість інформаційної технології			
	Фінансові ризики (кредитний, ринковий, ліквідності, відсотковий, валютний тощо)			
	Ефект зараження/доміно			
	Ризик репутації			
Пов'язані з фінансовими ринками	Ризик контрагента	Мікроекономічне середовище	Банкрутство великих підприємств	Велика корпоративна заборгованість і заборгованість домогосподарств
	Неврівноваженість цін активів (висока волатильність цін, їх відхилення від теоретичних цін)			
	Масоване вилучення з ринків кредитів, ліквідності			
	Ефект зараження			
	Ризики контрагента			
Пов'язані з фінансовими ринками	Ризик контрагента	Правове (законодавче) середовище	Ризик фінансових збитків, зумовлених відсутністю, появою нових або зміною чинних законодавчих і нормативно-правових (у тому числі податкових) актів	
	Ризики контрагента			

Закінчення табл. 4.5

Джерела ризиків	Ендогенні ризики		Екзогенні ризики	
	Види ризиків	Джерела ризиків	Види ризиків	Джерела ризиків
Пов'язані з фінансовою інфраструктурою	Ризики в системах клірингу, розрахунків і платежів (у тому числі трансфертні і технологічні)	Міжнародне економічне середовище	Технологічні нововведення	Шоки пропозиції (приміром, зростання світових цін на енергоносії)
	Колапс довіри, який призводить до масового виходу учасників з ринків		Ризики подій	
	Ефект доміно		Кризи на міжнародних фінансових ринках	
	Вразливість інфраструктури (неадекватність правової, регуляторної, наглядової систем, системи бухгалтерського обліку)		Ефекти міжнародного зараження	
	Розгортання фінансового бізнес-циклу		Різкі зміни в поведінці міжнародних фінансових інвесторів	
Пов'язані з фінансовою системою в цілому	Висока кореляція поведінки учасників фінансової системи	Міжнародне фінансове середовище	Борговий дефолт і фінансова нестабільність країни-партнера	
	Зміна фінансової і ринкової структури			

На перший погляд представлена типологія ризиків (шоків) дозволяє чітко розмежувати внутрішньосистемну нестійкість, яка виникає ендогенно в межах фінансової системи, і нестійкість, яка може породжуватися або загострюватися екзогенними шоками поза її межами. Перша кореспондується з ідіосинкратичними шоками, друга – із систематичними. На практиці таке розмежування часто не є можливим, оскільки сучасна структура стимулів учасників фінансової системи і посилення конкуренції в її межах часто ендогенізують систематичні шоки [568, р. 27], тоді як ендогенні шоки можуть мати систематичний характер. Так, внаслідок високої експозиції до ринків цінних паперів (застава, операції з цінними паперами), різке падіння цін на фондовому ринку саме по собі діє як систематичний шок на більшість фінансових інститутів. Складність проблеми полягає і в тому, що реалізація ризиків, на які наражається фінансова система, може мати локальний або системний характер.

Холістичний підхід до системної нестабільності передбачає важливість і виокремлення тих шоків (ризиків), які за своєю природою або за характером впливу є загальносистемними. Системний характер фінансових шоків визначається існуванням негативних екстерналій, пов'язаних зі значними руйнуваннями у фінансовій системі і реальній економіці, коли приватні і суспільні економічні витрати внаслідок шоку, поширюються поза межі його прояву. Такі шоки впливають на широку сукупність фінансових інститутів і ринків і викликають розладнання механізмів функціонування фінансової системи. Шоки не можуть вважатися системними, якщо їх реалізація має обмежений характер і не веде до дестабілізації активності ні у фінансовій системі, ні в реальній економіці. Враховуючи сказане, найбільш коректним, на наш погляд, визначенням системного ризику є: *системний фінансовий ризик* – це ризик того, що певна подія (шок) призведе до втрати економічної вартості та/або довіри, до збільшення невизначеності щодо значної частини або всієї фінансової системи та яка може мати істотні негативні ефекти на реальну економіку [583, р. 126–127].

У контексті нашого дослідження важливо підкреслити різницю між системним і систематичним ризиком. На відміну від систематичного, *системний ризик* відображає ризик, на який наражається фінансова система як цілісність, незалежно від джерела ризику. Такий ризик може бути як систематичним, так і несистематичним. Наприклад, систематичний ризик не містить ризиків, пов'я-

заних з ефектами зараження внаслідок банкрутства окремого фінансового інституту, яке спричинене специфічними факторами діяльності останнього; натомість системний ризик означає, що коли фінансова система висококонцентрована, банкрутство окремого інституту системоутворюючого типу вже може бути віднесене до шоку системного характеру.

За нелінійного характеру фінансового розвитку події системного ризику можуть виникати раптово, або ймовірність їх появи може поступово збільшуватись у часі через відсутність належної політики у відповідь. Потенційна можливість перетворення локальних шоків на системні, визначається ефектами впливу і передачі. *Широта шоку* (дія ефекту впливу) може бути представлена як частка фінансових інститутів (у термінах їх частки на ринку) або частка ринків, які *одночасно* підпадають під вплив. *Глибина шоку* (дія ефекту передачі) може бути представлена як частка фінансових інститутів або ринків, які підпадають під вплив пізніше – на *стадії передачі* шоку. Це дозволяє трактувати системний ризик як шок, ефекти впливу і передачі від якого настільки широкі і глибокі, що значно погіршують розміщення ресурсів і ризиків як у фінансовій системі, так і в реальній економіці. У теоретичному плані передача шоку – це природна частина самостабілізуючих коригувань ринкової системи у ході її пристосування до нової рівноваги. Таке поширення шоків може демонструвати специфічні риси: кумулятивне посилення (нелінійність), цінові стрибки (переривчастість), приміром, через раптові зміни очікувань [332, р. 12].

Згідно з даними емпіричних досліджень, системна фінансова нестабільність рідко є результатом ефектів, пов'язаних винятково зі специфічними факторами діяльності окремих інститутів або ринків [262, р. 15]. Найчастіше вона виникає, коли реалізуються загальні для фінансової системи фактори ризику. У зв'язку з цим постає проблема визначення концепції механізмів, які лежать в основі розвитку системної нестабільності. Негативні систематичні шоки значної сили, такі як економічний спад або гіперінфляція, завжди мають несприятливі системні ефекти. У цьому розумінні систематичні шоки – потенційне джерело системної фінансової нестабільності. Механізм поширення агрегованих шоків має макроекономічну природу і базується на взаємодії реальних і фінансових змінних. Так, циклічний спад може спричинити хвилю бан-

крутств корпоративних фірм, що викличе зростання непрацюючих кредитів комерційних банків і відповідне скорочення кредитування. Звуження кредитування економіки стимулює подальший спад виробництва і зрештою призведе до банкрутства багатьох фінансових інститутів і ринків, тобто до системної фінансової кризи. Однак цей традиційний механізм не пояснює специфічні особливості розвитку сучасної нестабільності, отже, не дозволяє повною мірою судити про характер останньої. Ми виходимо з того, що основні механізми сьогодні – розгортання фінансового циклу, ефекти структурних змін і міжнародне фінансове зараження. Як показує досвід, форми нестабільності, які формуються внаслідок реалізації цих загальних факторів, найглибші за проявом і найбільш витратні в термінах наслідків для реальної економіки.

4.2.3. ФІНАНСОВІ ЦИКЛИ І СТІЙКІСТЬ ФІНАНСОВИХ СИСТЕМ

Домінуючим серед названих механізмів є формування фінансового циклу, коли нестабільність є наслідком ендогенних факторів, які виникають у самій фінансовій системі і мають тенденцію до посилення економічного циклу. У результаті характеристики бізнес-циклу починають еволюціонувати під комбінованим впливом змін у фінансовій і реальній сферах економіки. У свою чергу, коливання в економічному середовищі впливають на зміну динаміки фінансового розвитку, яка лежить в основі нестабільності фінансової системи. Цей двосторонній взаємозв'язок вказує на циклічний характер природи системної фінансової нестабільності і, відповідно, дозволяє аналітично виділити два її аспекти – циклічність і проциклічність фінансової системи. Циклічність фінансової системи виражається динамічними параметрами, які генерують періодичні або квазіперіодичні коливання фінансової активності в часі. Проциклічність фінансової системи характеризується її впливом на динаміку та амплітуду коливань у реальному секторі економіки. За визначенням, рух фінансових параметрів вважається проциклічним, якщо вони мають тенденцію посилювати флуктуації економічного циклу [262, р. 11].

Під *фінансовим циклом* розуміють послідовність швидкого розширення кредиту і цін на активи, які супроводжуються посла-

бленням цінових і нецінових умов доступу до фінансування, що потім рухаються назад і можуть у кінцевому підсумку завершитися фінансовим крахом [262, р. 5]. Амплітуда, тривалість та особливості фінансового циклу залежать як від природи шоків і макроекономічного середовища, так і від ступеня розвитку та інституціональних характеристик фінансової системи і характеру економічної політики у відповідь на шоки і коливання.

Збільшення вразливості фінансової системи при розгортанні фінансового циклу зумовлене зростанням ризиків у середньотерміновому періоді. Розвиток нестабільності в межах протікання "ідеального" фінансового циклу характеризується низкою емпіричних закономірностей. Період сприятливих економічних умов супроводжується фазою надлишкового кредитування, у ході якої формуються основні фінансові диспропорції і накопичуються ризики. На цьому етапі зростає ціна активів; це має тенденцію стимулювати швидку внутрішню і міжнародну кредитну експансію, яка, в свою чергу, сама це зростання стимулює. Надмірне зростання кредиту впливає на кредитоспроможність державного і корпоративного секторів, стабільність валютного курсу тощо. У балансах накопичується у явній або прихованій формі фінансовий важіль, частково завуальований сприятливими змінами в цінах активів. Через накопичення ризиків фінансова система стає крихкою. Під дією шоку, який виникає у фінансовій сфері (наприклад, корекція цін активів) або в реальному секторі (наприклад, спонтанне припинення інвестиційного буму), тенденція набуває протилежного напрямку – розпочинається спад. На стадії фінансового спаду розвиваються процеси, які визначаються матеріалізацією раніше накопичених ризиків і супроводжуються зростанням обмежень і вартості фінансування, падінням цін активів і прибутковості, борговими дефолтами внаслідок реалізації ризиків позикодавця (неповернення позик корпораціями реального сектора) і боржника (недостатність фінансових надходжень для сплати боргу), зростанням ступеня невизначеності тощо. Поєднання цих ефектів утворює механізм поширення нестабільності, яка в умовах крихкості фінансової системи потенційно може розвинути у найвищу форму – системну фінансову кризу. Нестабільність поширюється по різних каналах: знецінення фінансових активів, яке спричиняє втрату вартості балансу фінансових і нефінансових корпорацій і, як наслідок, банкрутства у реаль-

ному і фінансовому секторах; скорочення і зміна напрямів руху фінансових потоків; звуження сфери діяльності фінансових посередників і ринків цінних паперів внаслідок скорочення попиту на знецінені фінансові активи; втрата довіри до фінансової системи, яка може спричинити банківську паніку тощо. При достатній тривалості цих ефектів фінансова система втрачає здатність виконувати базові функції.

Формування фінансового циклу може бути наслідком як циклічного розвитку економіки, так і внутрішнього розвитку фінансової системи (приміром, фінансові і технологічні інновації, зміна поведінкових характеристик). В останньому разі спостерігається ендогенний самовідтворювальний цикл фінансової активності, який фактично може розглядатися як один із механізмів самореалізації фінансової нестабільності. Цикл такого фінансового розвитку визначає природу економічних процесів і є головним джерелом циклічного руху реальної економіки [262, р. 7–8; 263, р. 13–15; 676]. Емпірично доведено, що багатьом показникам і характеристикам фінансової активності притаманна *проциклічна динаміка*. Це – сприйняття вартості і ризику, кредитні спреди, банківські рейтинги, обсяги кредитування тощо [201; 202; 231]. Властива фінансовій системі проциклічність – чинник, здатний фундаментальним чином модифікувати динаміку економічної системи. По-перше, зростання фінансової активності (насамперед у формі збільшення пропозиції банківського кредиту, що підтримується зростанням цін активів), визначаючи рішення про споживчі та інвестиційні витрати, може стати вихідним пунктом економічного циклу. Так само і припинення економічного підйому можливе через вичерпання надлишкових резервів комерційних банків або скорочення валютних резервів країни (зумовленого скороченням чистого експорту внаслідок зростання цін у період підйому). По-друге, проциклічна динаміка фінансової системи визначає характеристики економічного циклу. У результаті взаємодії поведінки кредитування і цін активів під час економічного підйому розвиваються самопосилювані процеси – більша доступність кредиту веде до вищих цін активів, які потім слугують як забезпечення більшого запозичення. Подібні стимули ведуть до підвищення інвестицій в основний капітал і збільшення споживчого попиту у короткотерміновому періоді, що, у свою чергу, стимулює подальшу кредитну експансію.

Фінансові дисбаланси (пов'язані з надлишковим кредитуванням і завищеною оцінкою балансів), які розвиваються під час експансії, за своїм характером не лише відображають диспропорції в реальній економіці, а й сприяють їх формуванню. На макrorівні кредитування, що базується на завищеній вартості активів, представляє собою грошову емісію, яка не підтримана зростанням реальних фондів у формі поточних заощаджень. Таке надлишкове кредитне зростання зумовлює завищену оцінку інвестицій і споживання в економіці і веде до переслідування економічних цілей, які не відповідають наявності економічних ресурсів. Це стимулює економічну активність у короткотерміновому періоді, але спрямовує економіку до економічно необґрунтованих витрат і макроекономічної нерівноваги у довготерміновому періоді. На мікрорівні кредитування, засноване на завищеній вартості активів, змінює відносні ціни і трансформує структуру капіталу фірм у напрямі збільшення фінансового ліверіджу. Це визначає надмірну заборгованість реальної економіки. Завищена оцінка активів розширює часовий горизонт інвестування, і стимулює підприємства впроваджувати проекти, для яких економіка не має достатніх ресурсів. Водночас збільшення номінального багатства, зумовлене збільшенням вартості активів, індукує ефект багатства і змінює структуру споживання, що, у свою чергу, відображається у структурі виробництва. Оскільки структура інвестиційного і споживчого попиту не відповідає наявному реальному фондуванню, формується "економіка бульбашки"³¹⁵, яка, у свою чергу, є джерелом фінансової нестабільності. Таким чином, фінансові чинники, які породжують і стимулюють підйом в економіці, водночас закладають передумови наступного економічного спаду і нестабільності.

Прояв незбалансованості в реальній економіці – процес, який розвивається в часі, оскільки невідповідність між інвестиціями і ресурсним забезпеченням проявляється не одразу, а лише коли виникає дефіцит у додаткових кінцевих інвестиціях, й інвестиційні проекти залишаються незавершеними. Установлення нової тенденції в напрямі рівноваги – адаптація інвестиційних і споживчих планів до наявних ресурсних обмежень і відповідна реструктуризація балансів економічних агентів, робить циклічний спад неминучим. У свою чергу економічний спад скорочує вартість

³¹⁵ Про формування і розвиток "економіки бульбашки" див. [530].

банківських і небанківських фінансових активів, збільшуючи ймовірність того, що фінансові установи втратять здатність виконувати свої зобов'язання. Виникає додаткова фінансова нестабільність, яка є реакцією на сформовані економічні обставини. В екстремальних випадках можуть формуватися ширші фінансові дисбаланси, що загострюватимуть спад. Якщо, приміром, передбачаючи фінансові труднощі в банківському секторі, вкладники вилучатимуть депозити, це прискорить системну фінансову кризу.

У результаті спостерігається двосторонній взаємозв'язок: фінансові дисбаланси, пов'язані з надлишковим кредитуванням і завищеною оцінкою балансів упродовж підйому, обмежують можливість підтримки економічної експансії і загострюють спад виробництва; розвиток економічного циклу сприяє посиленню фінансової нестабільності. Це показує: на той час як фінансовий цикл – ключовий канал розвитку системної фінансової нестабільності, він не є єдиним. Інший механізм, що відіграє подібну роль – це взаємодія фінансових факторів і розвитку економічного циклу. Отже, стійкість фінансової системи визначається як розвитком фінансового циклу, так і взаємозв'язком між фінансовим розвитком і економічним циклом.

Хоч питання про те, в чому полягають причини змін фінансової активності і наскільки вона викликає, а не відображає еволюцію економічного циклу, залишається дискусійним, можна стверджувати, що в основі кон'юнктурних коливань у фінансовій системі та її проциклічності знаходиться кілька механізмів, дія яких за своєю природою чітко кореспондується з сучасними теоріями фінансової нестабільності.

Перший – механізм фінансового акселератора, дія якого пов'язана з інформаційною асиметрією на кредитних ринках³¹⁶. При негативних змінах випуску (коли чиста вартість фірм реального сектора падає і вартість забезпечення знижується) асиметричність інформації між боржниками і кредиторами обмежує можливість залучення необхідного фінансування позичальниками навіть із прибутковими проектами. Коли економічна кон'юнктура покращується (і вартість забезпечення зростає), фірми отримують доступ до зовнішнього фінансування, їхня інвестиційна активність зростає, і це слугує додатковим чинником зростання економіки. Такий "фінансовий акселератор" визначає взаємозв'язок

³¹⁶ Про дію фінансового акселератора див. [234; 235; 236; 467].

економічних і фінансових циклів. Оскільки інвестиції – важливий компонент сукупного попиту, реалізація принципу акселератора на практиці означає, що фінансова система здатна викликати значні коливання економічної активності. Згідно з розрахунками, дія цього механізму збільшує нестабільність випуску на 50 %, паралельно майже подвоюючи коливання динаміки інвестицій [131, с. 54]. Водночас, дія фінансового акселератора за своєю природою виступає одним із чинників формування циклу фінансового розвитку.

Другий механізм – невідповідна реакція учасників фінансової системи на зміни системного ризику в часі. Економічні агенти, які здатні достатньо точно оцінювати відносний ризик фінансових інструментів, боржників і контрагентів, неспроможні адекватно оцінювати абсолютний недиверсифікований ризик, пов'язаний з фінансовим циклом. Причин – дві. 1) Сучасні методи оцінки кредитних і ринкових ризиків базуються головним чином на короткотерміновій екстраполяції середніх значень змінних за попередній період. Коректна оцінка стійкості будь-яких минулих взаємозв'язків може базуватися лише на теорії, яка пояснює рушійні сили економіки і взаємодію між фінансовою системою і реальним сектором економіки. Сучасна наука такої теорії не має. 2) Як засвідчують К. Боріо, К. Фарфайн і Ф. Лоув [262, р. 1–2, 8–10], складність вимірювання часових параметрів ризиків зумовлює неадекватну реакцію учасників фінансової системи. Результатом стає зміщення оцінки ризиків у часі: вони недооцінюються в періоди підйомів і переоцінюються під час спадів. На фазі підйому це викликає надмірне зростання обсягів кредитування, завищення вартості застави, штучно низькі кредитні спреди, недостатнє формування фінансовими інститутами капіталу і резервних фондів. На стадії спаду, коли ризик і дефолт за кредитами оцінюються високо, спостерігається зворотний процес. Несприйняття учасниками фінансової системи еволюції ризику в часі (особливо його системного компонента, пов'язаного з економічною активністю) посилює фінансовий цикл і породжує додаткову проциклічність фінансової системи.

Третій механізм визначається взаємозв'язком у поведінці учасників фінансової системи внаслідок спільних стимулів до високої доходності, неповної інформації, циклічної економічної динаміки тощо. Відповідні форми поведінки проявляються в різний спосіб і різною мірою, але мають одну спільну особливість: вони можуть здаватися раціональними, якщо розглядати кожну

з них окремо, але посилюють проциклічність і генерують фінансову нестабільність, якщо врахувати їх колективний вплив на фінансову систему в цілому.

Один ефект пов'язаний із тим, що учасники фінансової системи мають тенденцію підпорядковувати свою поведінку стандартній або тій, що, за їх припущеннями, базується на кращій інформації. Діючи в середовищі неповної інформації, необхідної для прийняття рішень, у своїй поведінці вони орієнтуються на те, що роблять інші, навіть якщо такі дії суперечать їх власній інформації. Адже рішення інших економічних агентів можуть відображати потенційно важливу інформацію, яка не є публічно доступною. У результаті виникає так званий інформаційний каскад³¹⁷. Оскільки вихідні інвестиційні рішення можуть бути випадковими і не обов'язково коректними, це веде до радикальних і непередбачуваних коливань у масовій поведінці без очевидних зовнішніх об'єктивних причин, приміром, до частих і непрогнозованих цінових змін фінансових активів, феномену надлишкової волатильності тощо. Інша небезпека подібної стадності зумовлена екстерналіями. Стадні екстерналії – це позитивний тип зворотного зв'язку: "Якщо ми долучилися до натовпу, то ми спонукаємо інших робити те саме" [457, р. 5]. Слідування єдиній стратегії поведінки визначає соціально неоптимальний результат дій економічних агентів – посилення амплітуди циклу.

Інший важливий ефект пов'язаний з макроекономічними наслідками мікроекономічної поведінки агентів. Навіть якщо поведінка кожного з учасників раціональна, спільна реакція фінансової системи на динаміку ризику постає як неадекватна. Якщо, приміром, під час спаду раціональна стратегія окремого банку зводиться до запровадження жорсткіших умов кредитування, щоб уникнути збитків, то результат подібної поведінки усіх фінансових установ – скорочення доступності кредитування і зростання витрат на залучення фінансування в економіці, що збільшує тривалість спаду. Таким самим чином скорочення позиції в портфелях при падінні цін на цінні папери ще більше знижує їх ціни, веде до скорочення ліквідності і посилення фінансових дисбалансів. Аналогічні механізми можуть сприяти подовженню "перегріву" економіки: переслідуючи довготермінові прибутки, кредитори мають стимули до підтримки усталених обсягів кре-

³¹⁷ Цей підхід представлений, зокрема, у [213; 240].

дитування або інвестування в цінні папери. Подібна колективна поведінка виступає додатковим чинником розвитку фінансового циклу, який стимулює тенденцію до підвищення і посилює поглиблення та тривалість спаду.

У дійсності існує багато зовнішніх і випадкових факторів, які потенційно здатні спричинити циклічний розвиток фінансової системи і породити фінансову циклічну нестабільність. За своїм характером (навіть з урахуванням ендогенної циклічності) фінансова система не є ізольованою від зовнішнього середовища. Вона постійно перебуває під впливом зовнішніх чинників: динаміки бюджетного дефіциту, інтервенційних (політичних) циклів, зумовлених втручанням держави в економіку, коливань реального випуску, зрушень у світовому фінансовому чи економічному середовищах тощо. Зрештою, як показує П. Самюельсон, циклічність не обов'язково є наслідком якогось процесу, а може бути лише результатом початкового відхилення від рівноваги, яким би незначним і нециклічним воно не було [127, с. 338–353]. Коливання активності у фінансовій системі самі по собі не є строго періодичними, а це означає, що зовсім не обов'язково щоб екзогенні фактори, які впливають на фінансову систему, були регулярними за своєю періодичністю, характером впливу чи амплітудою. У свою чергу, ці екзогенні фактори не є абсолютно незалежними від зворотного впливу фінансової активності. Якщо ж урахувати, що у фінансовій системі відбуваються випадкові зміни, вона стає нестійкою у тому сенсі, що амплітуда і характеристики коливань фінансової активності можуть змінюватися в часі непередбачувано.

4.2.4. СТРУКТУРНІ РИЗИКИ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

Специфічний аспект розвитку фінансової нестабільності стосується стійкості якісної поведінки фінансової системи, тобто визначається характеристиками структурного розвитку. У літературі [79, с. 25] проводиться концептуальне розмежування між *базовими вразливими місцями*, або елементами схильності до ризику, і *тригерними подіями*, які в поєднанні з базовими вразливими місцями можуть спричинити кризу. Характеристики структурного розвитку належать до елементів базової вразливості. Структурні зрушення змінюють як природу і характеристики джерел шоків у фінансовій

системі, так і методи передачі шоків. Це дозволяє трактувати структурні зрушення як структурні ризики фінансової стабільності. Фінансова система наражається на структурні ризики тією мірою, якою її учасники змушені видозмінювати свою поведінку і напрями діяльності, щоб пристосуватися до змін економічного і фінансового середовища, в якому вони функціонують. Основні системні ефекти структурних ризиків стосуються кількох сфер. Це – зміна природи фінансового посередництва, конвергенція фінансових угод, зростання ринкової концентрації, нові механізми переміщення ризиків між учасниками фінансової системи. Не усі вони абсолютно новітні, але взяті разом ці структурні зсуви безпосередньо впливають на потоки ризиків у фінансовій системі, змінюють профіль ризику її учасників, характеристики ризик-менеджменту і в підсумку модифікують природу системного ризику.

Зміна природи фінансового посередництва проявилася у двох напрямках: 1) скорочення відносної важливості банків (дезінтермедіація) і зростання ролі небанківських фінансових інститутів і ринків цінних паперів; 2) диверсифікація фінансової активності і фінансових потоків. Це поклато початок механізмам, що посилюють вразливість фінансової системи і потенціал збитків. Вплив реалізується на двох рівнях.

На загальносистемному рівні феномен дезінтермедіації означає *переміщення частини традиційних фінансових ризиків* від банківських до небанківських посередників (оскільки зростає частка заощаджень, які перерозподіляються останніми), від фінансових до нефінансових економічних агентів (тією мірою, якою зростає частка заощаджень, що спрямовується в цінні папери). Зменшуючи кредитні і ринкові ризики, на які наражаються банки, дезінтермедіація генерує інші види ризиків у фінансовій системі. У першому випадку її наслідок – розширення спектра фінансових інститутів, які діють поза межами жорстких регуляторних і наглядових обмежень, що застосовуються до банків. Менша контрольованість усуває обмеження на прийняття ризиків небанківськими посередниками, в результаті чого у фінансовій системі зростає схильність до ризикованої діяльності. У другому випадку передача фінансових ризиків веде до збільшення вразливості нефінансових агентів – роздрібних і корпоративних інвесторів та позичальників, на яких переносяться кредитні і ринкові ризики. Для домогосподарств це позначається через зміну структури їх портфеля, де низькоризикові активи (депозити, готівка) заміщуються високоризиковими

(акції, деривативи). Для підприємств це пов'язано з диверсифікацією джерел фінансування, зокрема, збільшенням залучення фінансування на ринках цінних паперів. Фінансовий дохід домогосподарств, які безпосередньо утримують цінні папери, стає об'єктом більш різких коливань; підприємства наражаються на ризик фінансування: у разі раптової зміни очікувань, можливості для випуску цінних паперів (отже, спроможність мобілізувати фінансові ресурси) можуть вичерпатися. Цей розвиток потенційно має негативні мікроекономічні наслідки для банків – зменшується їх фінансова стійкість, оскільки одним із головних компонентів останньої є платоспроможність споживачів банківських послуг, що базується на сталості їх грошових потоків.

На рівні фінансових інститутів дезінтермедіація – це *нова форма конкуренції*, яка породжує тиск у напрямі скорочення прибутковості. Нове конкурентне середовище модифікує поведінку учасників фінансової системи, змушуючи їх реагувати на зниження прибутковості через розвиток нових джерел доходу. На цьому тлі виникають стимули збільшувати прибутковість шляхом прийняття більших ризиків. Пов'язана з цим орієнтація на економію на масштабах стала одним із головних мотивів фінансової консолідації. Прагнення ефективніше позиціонувати себе у сфері злиттів і поглинань – додатковий стимул продукувати вищу прибутковість і брати більші ризики. Готовність брати додатковий ризик може бути представлена як збільшення експозиції до класу більш ризикованих активів. Про схильність до ризику можна судити на основі зростання потоків інституціональних заощаджень у ризиковані активи, зростання відхилення цін і доходності інвестицій від аналогічних параметрів вільних від ризику активів, таких як казначейські векселі³¹⁸.

Зростання конкуренції задає нові параметри діяльності фінансових інститутів – перехід від традиційної структури активності до *нової стратегії поведінки*. Один напрям характеризується стратегією, орієнтованою на зростання частки ринку в традиційних сферах діяльності. Надлишкова концентрація у певних сегментах підвищує профіль ризику фінансових інститутів. Інший напрям стосується зміни видів діяльності і поширення активності на нові сегме-

³¹⁸ Збільшення прийняття ризиків учасниками фінансової системи привело до появи індексів, які вимірюють схильність інвесторів до ризику: State Street Investor Confidence Index, Goldman Sachs Risk Aversion Index тощо.

нти фінансових послуг. Для небанківських фінансових інститутів це – кредитні операції, для банків – інвестиційні послуги, операції з цінними паперами, фінансове планування, сек'юритизація, управління активами тощо. У результаті традиційна банківська діяльність, що базується на залученні депозитів і наданні кредитів, нині складає лише одну, часто найменш прибуткову, частину банківського бізнесу. Натомість невідсотковий, особливо комісійний, доход становить у середньому близько 50 % валового доходу банків розвинених країн (за винятком Японії) [675, р. 26].

Функціональна диверсифікація фінансової активності розширює спроможність отримання прибутків і посилює здатність фінансових інститутів поглинати ширший діапазон і більші за розмірами шоки. Однак переваги ширшого розподілу ризиків значною мірою нівелюються з двох причин. По-перше, внаслідок зростання сукупних відкритих позицій фінансових інститутів до фінансових ринків їх чутливість до системних шоків збільшилась. Тому негативні шоки на ринках мають сильніший одночасний вплив. По-друге, диверсифікація фінансових потоків шляхом освоєння нової, маловідомої діяльності, створила основу для появи нових ризиків. Нові фінансові продукти і позабалансові операції комерційних банків спричинили появу або посилення ризиків бізнес-стратегії, операційних ризиків, ризиків репутації тощо. Посилення профілю ризику погіршило стійкість фінансових інститутів.

Важливий результат нової стратегії поведінки – *зміна відносного розміру фінансових інститутів і ринкової структури фінансової системи*. Фінансова консолідація привела до утворення великих, складних за організацією і діяльністю фінансових установ, які утримують істотну частку активів і зобов'язань фінансової системи і виступають маркет-мейкерами і постачальниками ліквідності на широкому діапазоні фінансових ринків – валютному, кредитному, акцій, облігацій, деривативів. Ринкова концентрація торкнулася всіх типів фінансових інститутів – комерційних та інвестиційних банків, страхових і пенсійних компаній, хеджових і взаємних фондів, розрахунково-клірингових установ – і визначила більшу системну важливість обмеженої кількості фінансових установ. Концентрація має вигоди – як суттєве джерело ліквідності, великі фінансові інститути дозволяють фінансовим ринкам швид-

ше врівноважуватися в умовах внутрішніх і зовнішніх шоків³¹⁹. Однак тенденція до концентрації неминуче збільшує вразливість фінансової системи: наслідки діяльності системно важливих фінансових інститутів більші, а пов'язані проблеми складніші для розв'язання. Цей взаємозв'язок проявляється через різні ефекти.

Збільшення розміру і масштабу активності фінансових інститутів об'єктивно наражає їх на ширший масив потенційних шоків і означає, що діяльність кожного з них має ширший вплив на учасників фінансової системи і на реальну економіку. Ринкова концентрація визначає концентрацію фінансових ризиків. У результаті активність будь-якої великої установи з управління відсотковим або валютним ризиком безпосередньо впливає на волатильність відсоткових ставок і валютного курсу в економіці. Збільшення загальної ваги великих фінансових інститутів, як групи, водночас збільшує абсолютну (щодо капіталу) і відносну (проти інших інститутів) експозицію інших учасників фінансової системи до таких інститутів. Тому фінансова неспроможність чи зміна стратегії одного або кількох з них істотно, прямо або опосередковано, впливає на всі фінансові інститути. Зрештою, тією мірою, якою певний набір інститутів відіграє домінуючу роль на множині фінансових ринків, концентрація породжує взаємозв'язок між ринками, який не спостерігається за нормальних економічних умов, але починає проявляти свій вплив, коли фінансова система потрапляє в умови гострого стресу. Разом ці ефекти означають, що діяльність будь-якого достатньо великого фінансового інституту, тісно інтегрованого у фінансову систему, отримує системне значення для функціонування сукупності ринків, на яких він діє, і для фінансових інститутів – його контрагентів.

Зміни в природі фінансового посередництва і диверсифікація фінансової активності супроводжуються *трансформацією характеру типової трансакції* у фінансовій системі. Її ознаки – зростання ринкової орієнтації фінансових угод, збільшення кількості трансакцій між фінансовими інститутами, що знаходяться у конкурентних відносинах між собою (банк – страхова компанія), конвергенція фінансових угод, здійснюваних різними типами по-

³¹⁹ Так, у США хеджові фонди влітку 2003 р. допомогли задовольнити істотне зростання попиту (внаслідок хеджування, пов'язаного з іпотекою) на ліквідність з боку банків.

середників. У результаті економічні характеристики фінансових інструментів і послуг, які надаються банками і небанківськими фінансовими інститутами, істотно зблизилися. Позитивні ефекти таких змін – перехід до конкурентнішої і більш придатної для інновацій фінансової системи, яка більш пружна до шоків і гнучкіша щодо можливості задоволення потреб у фінансових послугах: тимчасова неспроможність або відносна недорозвиненість одного сегменту фінансової системи може бути компенсована здатністю до експансії іншого її сегменту. Оскільки профілі ризику різнотипних фінансових посередників відрізняються, виникає можливість часткової внутрішньосистемної компенсації потенційних шоків, на які наражається кожна з груп посередників. Ці позитивні ефекти значною мірою обмежуються тим, що конвергенція фінансових угод передбачає можливість переміщення фінансової діяльності між сегментами фінансової системи. У підсумку формується основа для концентрації ризику в тих її сегментах, де нагляд і вимоги розголошення інформації слабші.

Внутрішня основа більшості розглянутих процесів – *фінансові інновації*, які *формують своєрідний передатний механізм для реалізації структурних зрушень і поширення ризиків*. З одного боку, інновації у фінансових технологіях розширюють можливості фінансових інститутів з відокремлення і розподілу, диверсифікації і хеджування різних типів ризиків. Удосконалення методів і поглиблення ризик-менеджменту дозволило фінансовим інститутам істотно покращити управління ризиком на практиці. Запровадження таких концепцій, як кредитні похідні і сек'юритизація, забезпечило збільшення "ринковості" банківських активів. Уможливаючи визначення ринкової вартості широкого діапазону фінансових активів, фінансові інновації дали можливість банкам вирівнювати ціни на кредитні продукти відповідно до супутнього кредитного ризику. Завдяки цим змінам знизився ризик банкрутства окремого фінансового інституту, зросли можливості отримання прибутку. Сек'юритизація, по суті, це – альтернативне і диверсифіковане джерело фінансування на основі передачі кредитного ризику (певною мірою, відсоткового і валютного) від емітентів до інвесторів. З іншого боку, розвиток нових продуктів і нові, удосконалені механізми перенесення ризиків зумовили збільшення потоку традиційних ризиків, появу нових видів ризиків і значно ускладнили управління ризиками на рівні як окремих фінансових інститутів, так і фі-

нансової системи в цілому. Вплив фінансових інновацій на розвиток нестабільності представлений у різних, але взаємопов'язаних формах – додаткові угоди, які створюють нові ризики, заміщення простих ризиків складними, міграція ризику до сегментів фінансової системи з відмінними регуляторними вимогами, акумуляція ризику у нефінансових економічних агентів, домінування спекулятивних операцій і збільшення невизначеності тощо. Зростаюча витонченість методів спекуляції і фінансового інжинірингу в умовах масштабного дерегулювання і пов'язаності фінансових ринків розглядається як головний системоутворюючий чинник світової фінансової кризи 2008–2009 рр. [31, с. vii].

Важливий елемент фінансових технологій – деривативи, основне призначення яких полягає у зниженні індивідуального ризику шляхом хеджування. Однак їх використання ширше – забезпечення ліверіджу, регуляторний арбітраж, підвищення рейтингу тощо. Завдяки фінансовим інноваціям проста на перший погляд структура кредиту або традиційного випуску облігацій стала поєднуватися з комплексною серією додаткових угод, спрямованих на розміщення ризиків. Збільшення кількості угод, які мають окремо регулюватися і відслідковуватися, безпосередньо створює нові ризики. Так, перестраховування або кредитні похідні дозволяють банку перенести частину ризиків на іншу сторону без переходу права власності на ризиковий актив. Полегшуючи передачу ризику між професійними учасниками фінансової системи, такі техніки водночас наражають фінансові інститути на додаткові ризики: ризик репутації, ризики контрагента, операційні ризики, ризик фінансової нестійкості споживачів фінансових послуг тощо.

У своїй основі властивості нових похідних інструментів, призначені пом'якшувати ризик, мають дестабілізуєчий вплив на фінансовий розвиток. Специфіка хеджування – не ліквідація, а перенесення ризиків на інших ринкових учасників і фінансову систему в цілому, внаслідок чого вона стає менш стійкою. Оскільки деривативи дають можливість відкладати виконання угод на будь-який невизначений час у майбутньому, їх поширення збільшує невизначеність. Нові фінансові технології дозволяють розмежовувати тих, хто створює фінансові активи, і тих, хто бере на себе ризик за такими активами [568, р. 7]. Через механізм страхування банки можуть передати відсотковий ризик, і частково ризик дефолту, страховій компанії або пенсійному фонду. Ме-

ханізм сек'юритизації дозволяє банкам продавати кредитний пул у формі диверсифікованого пакету пасивним інвесторам. Альтернативний спосіб – "траншувати" потоки готівки з пакету в різні цінні папери, що розраховані на певне коло інвесторів і різняться за ліквідністю, термінами, ризиком, додатковими непередбачуваними обставинами тощо. Випуск кредитно-дефолтних свопів дає можливість за низьку премію застрахуватися від ризиків неплатежу за кредитом. У результаті, замість того, щоб зменшувати ризик, його передача розширює коло суб'єктів, що несуть фінансові ризики, і веде до збільшення обсягу ризику у фінансовій системі в цілому: 1) збільшується ризик, що утримується на балансі страхових компаній або пенсійних фондів; 2) ризики передаються індивідуальним інвесторам, які не мають достатнього досвіду в інвестиційному ризик-менеджменті; 3) зростає невизначеність фінансових інститутів, які утримують на балансах "сек'юритизовані" цінні папери і кредитні похідні; 4) ризик дефолту не повністю усувається з банківського балансу, а передача відсоткового ризику дозволяє банкам концентруватися на складніших ризиках, в управлінні якими вони мають відносну перевагу; 5) посилюється взаємопов'язаність між фінансовими інститутами. Отримуючи можливість роздільного продажу ризику і його компонентів зі свого балансу, банки отримують також стимули до некоректної поведінки: послаблюють кредитні стандарти, створюють фінансові активи, які користуються високим попитом, незалежно від ступеня ризиковості таких активів. Це веде до заміщення простих ризиків складнішими. Якщо доходність породжуваного ризику висока, то при зростанні попиту банки мають стимули повністю використовувати свій баланс, а не утримувати захисні резерви на випадок потенційної, але низькоїмовірної кризи [568, р. 25–26]. На основі цього формується тенденція відхилення ринкових цін на активи від фундаментальних основ (внаслідок ажіотажного попиту) і зростає фінансова нестійкість банків (через скорочення резервів). Оскільки права власності на базовий кредит розмиті або взагалі відсутні, стандарти кредитування суттєво ослаблені, то будь-який шок, що порушує рівновагу, створює ризик поширення дефолтів у фінансовій системі. На загальносистемному рівні це означає, що розвиток фінансових технологій, який забезпечує удосконалення управління ризиками і можливість перенесення ризику, водночас створює механізми позитивного

зворотного зв'язку, які посилюють значний рух у цінах активів і породжують крихкість фінансової системи.

Фінансові інновації *посилюють асиметричність інформації* у фінансовій системі. Структура похідних фінансових інструментів і складність сек'юритизації роблять їх непрозорими, не дозволяючи оцінити реальну вартість портфелів фінансових інститутів. Складність фінансової звітності й розриви в якості публічного розголошення інформації (приміром, недостатній ступінь розголошення інститутами, які утримують велику кількість ризику) не дозволяють сформулювати обґрунтоване судження про фінансовий стан фірми та її експозицію до ризику. За таких умов кредитний ринок не в змозі ефективно виявляти потенційно неплатоспроможних позичальників, а здатність учасників фінансової системи адекватно оцінювати ризик контрагента обмежена.

Пов'язаний ефект – *збільшення складності управління операційними і фінансовими ризиками*. Відповідні тенденції рухаються в протилежних напрямках. Характерна риса сучасного фінансового розвитку – значне удосконалення методології вимірювання ризику. Сюди входить більш систематизований збір даних, нові аналітичні підходи до вимірювання і моделювання ризику, його емпіричний аналіз, застосування мікро- і макropідходів тощо. Типові інструменти охоплюють очищення методології VaR, поширення подібних концепцій на аналіз кредитного ризику, на портфелі активів, що торгуються, і таких, що не придатні для торгівлі, розвиток стрес-тестів тощо [659, р. 3]. Нові підходи органічно вбудовуються в поточні ділові рішення фінансових інститутів. Проте розвиток структури вимірювання та управління не однакою для різних типів ризиків. Найбільш розвинена методологія вимірювання і моделювання ринкового, кредитного і ризику ліквідності на рівні окремої установи. Чітко сформульованої узгодженої структури для аналізу і вимірювання операційного ризику не існує. У результаті втрати внаслідок операційного ризику надзвичайно високі³²⁰. Крім того, рух фінансових інновацій випереджає еволюцію в методах управління ризиками. Моделі, які використовуються для оцінки та управління ризиками в нових сфе-

³²⁰ Згідно з даними Базельського комітету з банківського нагляду, лише в 2001 р. у банках відбулося 47000 подій, які спричинили збитки загальним обсягом близько 8 млрд дол. США [638]. Банкрутства страхових компаній у ЄС в останні роки також зумовлені насамперед операційним ризиком [511].

рах фінансів, за визначенням, не можуть базуватися на досвіді, отже, менш придатні для прогнозування поведінки цін і кореляцій в умовах шоків. Логічно припустити, що ускладнення і збільшення потоку ризиків у фінансовій системі стимулюватиме подальший розвиток інновацій у напрямі створення ринку, що більш досконало розподіляє ризики серед учасників. Разом із тим навряд чи процес управління ризиками еволюціонуватиме настільки швидко, щоб відповідати швидкості змін у фінансових інноваціях.

Зрештою, структурні ризики реалізуються і через *розширення спектра учасників фінансової системи*. Зміни в регулюванні і технології, які забезпечили віддалений доступ до фінансових послуг, стимулювали входження до фінансової системи нових учасників, у тому числі дозволили укласти угоди недосвідченим інвесторам. Однак реакція таких інвесторів на "протиріччя" функціонування фінансових ринків соціально неоптимальна. Недосвідчені інвестори концентруються на обмежених аспектах і легкодоступних джерелах публічної інформації й тяжіють до того, аби рухати ринок у напрямках, яким складно протидіяти [218; 568, р. 16–17]. За перших ознак нестабільності вони схильні продавати утримувані фінансові активи, що може призвести до паніки і спровокувати кризу. Їх концентрація на легкодоступній публічній інформації знижує загальні стимули ринкових учасників до придбання інформації і зменшує інформаційну ефективність ринків. У результаті публічна загальнодоступна інформація стає менш надійною, що знову ж таки збільшує нестійкість фінансової системи.

Циклічні і структурні компоненти фінансової нестабільності взаємодіють між собою. З одного боку, динаміка кредитних і ринкових ризиків залежить від руху бізнес-циклу, і є проявом вразливості фінансової системи до розвитку економічної активності. З іншого боку, стимули до ризикованих стратегій поведінки значною мірою визначаються структурними змінами. Це пояснює те, чому фінансові інститути не поводять себе однаково і не підпадають під однакові негативні ефекти під час кожної зміни циклічної тенденції. Як указує Т. Тіммерманс, потенційні негативні наслідки зрушень у низці прибутковості-ризиковість не обов'язково будуть реалізуватися негайно, зокрема, у сприятливій бізнес-ситуації. Однак за таких умов несприятливі наслідки для банків циклічного спаду зростають. У багатьох банківських кризах руйнівною силою виступають структурні зміни, які відображаються у

невідповідних стратегіях поведінки фінансових інститутів. Тоді циклічний спад лише переносить латентну кризу на поверхню [646, р. 130]. Негативні ефекти поширення структурних ризиків мультиплікуються у фінансових системах з невисоким рівнем агрегованої ліквідності, таких як транзитивні. Низький рівень монетизації створює постійну загрозу напливу вимог до банків чи раптового падіння цін на фінансові активи, а сприйняття економічними агентами надзвичайно низької ліквідності системи породжує додатковий попит на ліквідність і може спричинити фінансове зараження [568, р. 24].

Усі ці тенденції говорять про подвійний ефект. У результаті структурних зрушень у сучасних фінансових системах значно зросла здатність фінансових і ринкових посередників обробляти великі потоки фінансових ресурсів та інформації. Такі інноваційні виміри фінансової структури є вирішальними для спроможності фінансової системи поглинати шоки і відповідати на них, управляти ризиками і розподіляти їх відповідно до своєї базової функції. Однак ризики, що створюються у фінансовій системі, збільшилися, і вона стала більш нестійкою. Взаємозв'язки між сегментами фінансової системи та між фінансовими ринками і фінансовими інститутами стали сильнішими і складнішими. Це не лише допомагає фінансовій системі диверсифікувати невеликі шоки, але й наражає її на більші системні шоки: великі зсуви у цінах на активи або зміни в сукупній ліквідності. Підвищений рівень системного ризику, породжений нарощуванням структурних зрушень, збільшує потенціал невизначеності еволюціонуючого фінансового середовища і формує передумови перманентної фінансової нестабільності.

4.2.5. СТІЙКІСТЬ ФІНАНСОВИХ СИСТЕМ У КОНТЕКСТІ ФІНАНСОВОЇ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ

Важливий механізм посилення нестійкості сучасних фінансових систем – формування нових тенденцій у розвитку міжнародної фінансової нестабільності. Це *збільшення ступеня міжнародного поширення нестабільності, зміна характеру і способів передачі* нестабільності між країнами. З кінця ХХ ст. іманентною ознакою фінансових криз став їх експансіоністський, "галопуючий" характер, що супроводжується поширенням негативного впливу

шоків, яких зазнала одна країна, на інші. Як правило, криза починається в одній країні і розгортається поетапно, поширюючись на інші. Цей феномен зазвичай визначається як міжнародне фінансове зараження, або фінансова ланцюгова реакція.

За загальним розумінням, фінансове зараження виникає тоді, коли країна наражається на фінансову кризу, що виникла у будь-якій іншій країні, з причин, інших, ніж зміни її основних економічних показників. Однак цілісної його концепції не існує, а саме поняття зараження не має однозначного трактування. С. Класенс, Р. Дорнбуш і К. Парк визначають міжнародне фінансове зараження як різке зростання ступеня взаємозалежності між ринками двох або більше країн упродовж фінансової кризи в окремій країні чи регіоні [312, р. 177–197]. Р. Рсайд і М. Гочоко-Батіста під зараженням розуміють ефект переливу внутрішніх збурень на сусідні або пов'язані економіки [584, р. 460–474]. Іноді для розмежування поширення нестабільності економісти акцентують увагу на швидкості і силі розповсюдження негативної реакції на міжнародних фінансових ринках, яка виникає у відповідь на кризові події в певній країні [457, р. 3–4]. Ситуація, за якої є істотні прямі ефекти в низці країн, услід за подією, тобто коли наслідки, швидкі й агресивні, еволюціонують упродовж кількох годин або днів, класифікується як зараження. Ця швидка та агресивна реакція протиставляється випадку, коли початкова міжнародна реакція на шоки приглушена і супроводжується появою затяжних ефектів. Про такий поступовий розвиток фінансової нестабільності говорять, як про переливи. Інші дослідники використовують терміни *зараження* і *переливи* як синоніми [425, р. 310–326]. Протилежною крайністю є твердження, що ніякого зараження не існує взагалі, а передача нестабільності – результат наявного сильного взаємного зв'язку між країнами, який існує в усі часи [389, р. 2223–2261]. Таке довільне використання термінів і відсутність єдиного підходу вказує на те, що сучасна економічна наука не має остаточної відповіді на питання, що таке фінансове зараження і в чому полягає специфіка механізму міжнародного поширення нестабільності.

На наш погляд, характер міжнародного поширення фінансової нестабільності має складнішу природу, ніж та, що традиційно відзначається у дослідженнях. По-перше, розвиток нестабільності стосується не лише розповсюдження фінансових криз, а може

бути пов'язаний і з позитивними шоками (приміром, ростом фондового ринку в пов'язаній країні)³²¹, він може бути зумовлений як суто економічними, так і політичними та інформаційними шоками. По-друге, вплив фінансових криз в одній країні на фінансові системи інших країн і на класи фінансових активів відрізняється по кризах і країнах за характером (ширина охоплення, швидкість) і наслідками (значні або обмежені, позитивні або негативні). По-третє, існують різні форми, чинники і механізми передачі фінансової нестабільності, не всі з яких можна звести до міжнародного фінансового зараження в наведеному вище розумінні.

Міжнародне поширення фінансової нестабільності може бути розкладене на три компоненти відповідно до трьох груп чинників: 1) дія загальних зовнішніх, або глобальних шоків, приміром, зміни у міжнародних відсоткових ставках або цінах на нафту³²², які впливають на всі країни водночас (шок типу А); 2) поширення специфічних країнових шоків таких, як різка девальвація, урядовий дефолт або дефолт за банківськими кредитами, яке відбувається внаслідок існування взаємних зовнішньоекономічних і макроекономічних зв'язків між економіками різних країн (шок типу В); 3) передача ідіосинкратичних шоків, що безпосередньо не пов'язані з міжринковими взаємозв'язками між країнами (шок типу С).

За своїм характером шоки можуть бути передбачуваними (очікуваними) і непередбачуваними (неочікуваними). Різниця між ними постає як критичний фактор при визначенні характеристик поширення фінансової нестабільності. Передбачуваність подій дозволяє учасникам фінансових ринків обмежити потенційний негативний вплив заздалегідь, шляхом зменшення експозиції до ризику через регулювання структури своїх портфелів або хеджування власних позицій. У результаті, розповсюдження нестабільності набуває обмеженого характеру або взагалі може бути усунене. З огляду на це, навряд чи можливо погодитися з авторами, які базують свій підхід до зараження на ефекті переливу очікуваних шоків між країнами³²³.

³²¹ Згідно з емпіричними даними, позитивні шоки частіше повторюються, ніж негативні [279, р. 28].

³²² Взаємозв'язок "нафта – облігації" сьогодні постає як один із базових для глобальної фінансової системи [277; 552; 640].

³²³ Цей підхід представлений, зокрема, у [584].

Враховуючи сказане, ми вважаємо за доцільне розрізняти характеристики міжнародного поширення фінансової нестабільності за типом шоків і способами їх передачі. Це дозволяє визначити дві основні форми поширення нестабільності і провести чітке розмежування між зараженням (contagion) і переливами (spillovers). *Міжнародне фінансове зараження* існує в разі, коли дія непередбачуваних позитивних або негативних шоків у фінансовій системі однієї країни викликає синхронні і безпосередні негативні ефекти короткотермінового характеру у фінансових системах інших країн. Це виражається у специфічних періодах одночасної і спільної динаміки ринкової турбулентності в національних фінансових системах, тоді як прямі економічні зв'язки між відповідними країнами або мають обмежений характер, або їх характер залишається стабільним. Імовірні порушення в економічних зв'язках між цими країнами є результатом, а не причиною спільної поведінки фінансових ринків. *Міжнародні фінансові переливи* представляють собою передачу шоків через звичайні двосторонні торговельні, фінансові та інші економічні взаємозв'язки між країнами, в результаті чого у фінансових системах пов'язаних економік зростає волатильність. Такого роду шоки можуть мати обмежений безпосередній міжнародний прояв, але, як правило, породжують поступові і тривалі вторинні ефекти у країнах-партнерах, які здатні кумулятивно накопичуватися в часі і в середньотерміновому періоді можуть мати негативні економічні наслідки для розвитку фінансової системи і реальної економіки.

У реальності обидва способи поширення фінансової нестабільності можуть діяти разом, що не завжди дозволяє однозначно відокремити їх кількісні ефекти. За сукупністю іманентних ознак і потужністю прояву ефекту прикладом фінансового зараження є мексиканська криза 1994 р., азіатська криза 1997 р., російський дефолт 1998 р., колапс хедж-фонду з управління довготерміновим капіталом (LTCM) у США восени 1998 р., китайська корекція 2007 р. тощо. Наразі аргентинський дефолт 2001 р., фінансова криза в Туреччині 2001 р. репрезентують фінансові переливи. Іпотечна криза 2007 р. у США викликала світову фінансову кризу шляхом поєднання обох ефектів – переливу (розвинені країни ЄС) і зараження (ринки, що формуються).

В основі різних форм поширення нестабільності – різні типи шоків і механізми їх передачі та потенційно різні передумови і на-

слідки розвитку фінансової нестабільності. Теоретично, можна визначити такі закономірності. *Перше* – країнові шоки можуть бути автоматично віднесені до певного способу поширення фінансової нестабільності: шок типу В визначає міжнародні переливи, шок типу С – міжнародне зараження. Для загальних зовнішніх шоків такої однозначності немає, однак, як правило, реакція на такі шоки відображає вразливість фінансових систем до цін на подібні товари або до цінової поведінки певних фінансових активів. Слідом за Г. Камінські, К. Рейнхард і Г. Вегом [457, р. 4], ми виходимо з того, що лише якщо у відповідь на глобальний шок виникає надлишкова синхронна динаміка фінансових і економічних показників по країнах, поширення такого шоку можна вважати зараженням. *Друге* – поширення нестабільності через зараження пов'язане з формуванням нової системної якості світової фінансової системи в умовах глобалізації, яка визначає нові характеристики механізму поширення нестабільності. *Механізм зараження* базується на передачі шоку через фінансові ринки країн, які підпадають під спільний вплив системних ефектів глобалізованої економіки, наприклад, поведінкова реакція глобальної інвесторської бази до зміни фінансових параметрів (таких як динаміка індексів, волатильність доходності активів), рівень схильності до ризику, торговельні стратегії тощо. Це веде до дестабілізації фінансових систем тих країн, у яких не існує безпосередніх причин появи і розвитку фінансової нестабільності і завдає збитків навіть тим економікам, яких вона безпосередньо не стосується. Ці ефекти дозволяють інтерпретувати зараження, як подію, що визначає збільшення системного ризику національних фінансових систем³²⁴. Системна ("глобалізована") природа механізму зараження вказує, що ризик зараження вищий для країн з високим рівнем фінансової відкритості, які мають схожі макроекономічні характеристики, спільні фінансові зв'язки через треті ринки (приміром, кредитні або портфельні потоки на міжнародних фінансових ринках) або конкуренцію в торгівлі на ринках третіх країн, кореляцію поведінки фінансових ринків, а також високу вразливість фінансової системи. Тому кореляції між курсовою вартістю акцій, динамікою валютних курсів, відсотковими ставками, спільна волатильність спредів по облігаці-

³²⁴ Подібне оцінювання зараження, але стосовно фондових ринків, застосовано у [328].

ях, синхронна динаміка валютних позицій банків і показників віддачі капіталу на ринках різних країн справедливо розглядаються як індикатори ризику зараження³²⁵.

Механізм переливу представляє собою традиційний механізм поширення нестабільності, який є результатом довготермінового взаємозв'язку національних економік. У його основі – поєднання фінансових систем різних країн через двосторонню торгівлю, тісну взаємозалежність валютних ринків, безпосередні фінансові зв'язки через комерційні банки і взаємопов'язаність банківських систем, потоки на ринках цінних паперів тощо, що породжує високий поєднаний рух національних ринків. Характер передачі шоків з однієї країни до іншої визначається природою взаємного зв'язку. Так, знецінення національної валюти покращує конкурентні позиції країни в міжнародній торгівлі. Якщо країна переживає фінансову кризу, спричинену значною девальвацією, її торговельні партнери зазнають негативного впливу цієї кризи через зміну умов торгівлі і відповідне збільшення цінової конкуренції зі згаданою країною. При домінуванні торговельних зв'язків фінансова криза, що розгортається в одній країні, може викликати негативні фінансові ефекти, різке зростання волатильності макроекономічних показників або спад в економіці країн-партнерів. За інших рівних умов, фактори, що посилюють чутливість національної фінансової системи до переливів, охоплюють низький рівень іноземних резервів, переоціненість валютного курсу, наявність спільних рис і проблем у фінансових системах та економіках пов'язаних країн, взаємозв'язок кон'юнктурних циклів тощо.

Такий підхід узгоджується з останніми дослідженнями [279, р. 24]. Фінансове зараження кореспондується зі структурним проривом у міжнародному механізмі поширення шоків упродовж періоду фінансової нестабільності, приміром, фінансової кризи. Фінансові переливи відповідають випадку стабільного процесу, що генерує постійні або зростаючі відхилення (дисперсії) показників і класифікується як взаємний зв'язок.

Об'єднуюча основа обох типів міжнародного поширення фінансової нестабільності – тісний взаємозв'язок між національ-

³²⁵ Загальний підхід до виявлення зараження на фінансових ринках базується на кореляції між ринками в період турбулентності проти нормальної ситуації [210; 389].

ними складовими глобалізованої економіки. Глобалізація зміцнила зв'язки між відкритими економіками, таким чином створюючи більшу взаємозалежність. З цього погляду, збільшення передачі економічних збурень (у тому числі й циклічної природи) між країнами і міжнародне розгортання криз є закономірним. Зростання фінансової відкритості, збільшення масштабів транскордонного фінансового посередництва, міжнародна портфельна диверсифікація, зростаюча роль сек'юритизованих фінансових інструментів у міжнародних фінансових потоках, зростання розміру і кількості фінансових інститутів з глобальними операціями тощо у сукупності означають, що шоки передаються швидше, і поширюються вони ширше.

Сучасна економічна теорія дозволяє ідентифікувати різні канали передачі фінансової нестабільності. Оскільки пояснення, які показують, яким чином специфічні шоки (гострі девальвації, дефолти, банківські кризи) з однієї країни поширюються на пов'язані країни через механізм переливів, відображають традиційний механізм поширення нестабільності, який широко моделюється в міжнародній макроекономіці, надалі ми зосередимося на визначенні каналів зараження. По-перше, міжнародне зараження, уособлюючи структурні зміни в механізмі поширення фінансової нестабільності між країнами, визначає системні характеристики формування нестабільності в сучасних фінансових системах. По-друге, виокремлення каналів міжнародного зараження дозволяє визначити чинники, які роблять фінансову систему вразливою і збільшують ризик розвитку фінансової нестабільності.

За своїм характером міжнародне зараження чітко розмежовується на два різновиди: 1) ринкове зараження, яке пов'язане з фундаментальними основами і є результатом реальних і фінансових зв'язків між економіками на основі системних взаємодій у межах глобальної економіки; 2) істинне, або ірраціональне зараження, за якого каналів такого взаємного зв'язку немає і яке спричинене ендегенними змінами в поведінці глобальних учасників фінансових ринків у вигляді фінансової паніки, стадної поведінки, зростання несхильності до ризику тощо [285; 455; 460]. Останній тип зараження іноді називають незаконним: шоки поширюються на країни, які за відсутності дії вказаних факторів не зазнали б спекулятивної атаки [475].

Власне канали міжнародного фінансового зараження – різні. Одночасне зростання волатильності на фінансових ринках різних країн може відбутися, приміром, внаслідок взаємодії загальних глобальних шоків з макроекономічними характеристиками ряду країн. Так, зростання відсоткових ставок у США на початку 80-х рр. XX ст. стало чинником розвитку кризи латиноамериканського боргу, тоді як підвищення вартості долара США у 1995–1997 рр. і низьке економічне зростання у Японії 90-х рр. розглядаються як чинники послаблення зовнішнього сектора азіатських країн [292, р. 53]. Однак слід зауважити, що в даному разі напевно чи можливо стверджувати про передачу фінансової нестабільності з однієї країни в інші. Відмінна особливість такого зараження – шоки зовнішні і спільні для різних країн, а спільна динаміка волатильності національних ринків визначається однаково високою їх чутливістю до міжнародних факторів.

Класичний канал міжнародного розповсюдження шоків – *торговельні взаємозв'язки*. Коли країна наражається на фінансову кризу, що поєднується зі значним знеціненням валюти, інші країни можуть зазнати дестабілізації не лише внаслідок ефекту цін та ефекту доходу, а й через так звані конкурентні девальвації. Необхідною умовою конкурентних девальвацій є спільна активність на ринках третьої країни. Оскільки девальвація визначає "переключення" витрат – скорочення імпорту, зростання експорту і відповідне економічне зростання, то знецінення національної валюти в одній країні породжує тиск у напрямі девальвації в інших країнах. У результаті можливе своєрідне "добровільне" зараження, яке виражається в ряді "синхронізованих" девальвацій. Хоч трьохсторонні торговельні зв'язки – правдоподібний канал передачі фінансової нестабільності, емпіричні дослідження не дають однозначної підтримки цієї ідеї. Р. Глік і А. Роуз, досліджуючи регіональне поширення валютних криз на прикладі 161 країни, доводять, що в багатьох випадках характеристики зараження пояснюються торговельними ефектами [406]. Однак, як показують Г. Камінські і К. Рейнхард, аргументація на користь подібного поширення шоків недостатньо обґрунтована і не узгоджується з конкретними фактами розповсюдження зараження³²⁶. Тому ва-

³²⁶ Під час мексиканської девальвації 1994 р. лише 2 % аргентинського і бразильського експорту спрямовувалося до Мексики, що не стало на заваді поширенню нестабільності на ці країни [455].

жливість торговельних зв'язків у поясненні розповсюдження шоків справедливо ставиться під сумнів. Означені суперечності можуть бути розв'язані при чіткому розмежуванні між зараженням і переливами при передачі шоків. Якщо при переливах відносно падіння міжнародної конкурентоспроможності внаслідок девальвації у країні-торговельному партнері безпосередньо впливає на платіжний баланс, отже, скоріш за все матиме негативний вплив на динаміку випуску, то при зараженні зовсім не очевидним є те, що девальвація у країні, котра, приміром, експортує на ринок ЄС зерно, матиме будь-який негативний вплив на країну, яка експортує до ЄС напівпровідники.

Більш однозначну роль у міжнародному поширенні нестабільності відіграють *канали фінансових взаємозв'язків* – міжнародні потоки капіталу і наявність спільного кредитора. "Тип" спільного кредитора може бути різним – комерційні банки, хедж-фонди, взаємні фонди, приватні власники облігацій, однак, тенденція впливу такого кредитора залишається незмінною: своєю поведінкою він визначає міжнародне розгортання початкового шоку. В основі дії ефекту спільного кредитора – так званий деліверідж (зменшення балансу шляхом продажу деяких активів і скорочення кредитування) і ребалансування портфеля (зміна структури портфеля) у відповідь на шок з метою управління ризиками і ліквідністю, скорочення збитків. Коли спільний кредитор наражається на шок у країні початкової кризи, то намагаючись уникнути збитків, він через зміну розміру і структури портфеля неминуче поширює шок на інші країни. Існує багато типів шоків (шок ліквідності, кредитний шок, шок попиту тощо), що впливають на фундаментальні ціни активів і здатні передаватися на інші ринки через ребалансування портфелів, так само є різними і конкретні способи, якими спільний кредитор сприяє міжнародному поширенню нестабільності. Так, потреба у відновленні балансу сукупного ризику кредитного портфеля і в рекапіталізації вихідних витрат викликає значні зміни в обсягах кредитування комерційного банку на усіх ринках, де він діє. У результаті поведінка зарубіжних банків може не лише загострити вихідну фінансову кризу (якщо вони вимагають повернення кредитів чи скорочують обсяги кредитування), але також розповсюдити кризу на інші країни (якщо банки скасовують кредити і обмежують кредитні лінії цим країнам). Комерційні банки відіграли вирішальну роль у поширенні шоків і стимулюванні раптової зупинки припливу капі-

талу у формі банківського кредиту під час боргової кризи 1982 р. та азійської кризи 1997 р.³²⁷ Механізм деліверіджу, пов'язаний з необхідністю фінансових інститутів розвинених країн дотримуватися рівня адекватності капіталу, складає основу поширення глобальної фінансової кризи 2008–2009 рр. Через скорочення кредитних ліній закордонним дочірнім компаніям криза перекинулася з розвинених економік на ринки, що формуються.

Подібними чином поводять себе й міжнародні портфельні інвестори. Коли в країні розгортається криза, інвестори, які мають у ній фінансові позиції, намагаються скоротити зростаючу експозицію до ризику. Вони починають продавати фінансові активи тих країн, доходність яких має високу волатильність і позитивно корелює з доходністю активів з країни, де є криза. Інвестори також можуть продавати ліквідні активи або активи, які надмірно представлені у їх портфелях з інших причин. Приміром, коли падіння доходності активів з країни кризи змушує їх додатково збільшити забезпечення, щоб відповідати маржовим вимогам. Важелів інвестори скорочують свою експозицію до ризикових активів, якщо доходність їх важелевого портфеля стає меншою, ніж витрати фонування. Коли міжнародні інвестиційні фонди, які несуть збитки по інвестиціях в одній країні, зіштовхуються з проблемою ліквідності, вони починають продавати фінансові активи на інших ринках, зменшуючи рівень інвестування в усіх країнах, активи яких представлені в їх портфелях. Саме цей механізм задіяли взаємні фонди США, відігравши тим самим важливу роль у поширенні шоків у Латинській Америці у 1994–1995 рр.: вони продавали активи однієї країни тоді, коли ціни падали в іншій³²⁸. Зрештою, шок між країнами може поширюватися внаслідок існуючих правил портфельного менеджменту і параметризації об'єднаного розподілу доходності активів [601]. Зміна структури (а надто ліквідація) портфеля збільшує шок і передає його від однієї країни до іншої.

Таким чином, у результаті портфельного коригування спільного кредитора щодо країни початкового шоку, інші країни наражаються на відтік капіталу і фінансову нестабільність незалежно від їх макроекономічних характеристик, лише тому, що їх фінансові активи

³²⁷ Про роль комерційних банків у фінансовому зараженні див. [293; 455; 662].

³²⁸ Про роль інвестиційних фондів у фінансовому зараженні див. [260; 392; 454; 479; 501].

оцінюються як більш ризиковані, більш ліквідні, або надмірно представлені в портфелі кредитора, який фінансує країну кризи.

Важливий елемент такого каналу для ринків, що формуються, – міжнародні фінансові потоки. Масований і швидкий рух міжнародного короткотермінового приватного капіталу порушує рівновагу у фінансовій сфері і породжує нестабільність фінансових систем країн-реципієнтів. Фінансове зараження зазвичай відбувається після великої хвилі припливу капіталу, коли початковий шок призводить до раптового і значного реверсу потоку капіталу [457, р. 2–3, 13–22]. Цикл потоку капіталу відіграє ключову роль у визначенні того, матимуть чи ні ефекти кризи істотне міжнародне розгалуження. При великих обсягах потоків капіталу збільшується рівень експозиції міжнародних інвесторів до ринку, де розгортається криза. За високого рівня експозиції міжнародні інвестори з необхідністю змушені регулювати свої портфелі, коли відбувається шок, таким чином поширюючи нестабільність на інші країни. Ризик зараження в цьому разі зростає найбільшою мірою для тих країн, які мають короткотермінові зовнішні зобов'язання і незбалансованість зовнішніх активів і пасивів, на що вказує, зокрема, низький рівень міжнародних резервів проти запасу короткотермінового зовнішнього боргу або проти зобов'язань банківського сектора. За таких умов економіка стає вразливою до відтоку капіталу навіть доволі скромної частки спільних кредиторів.

Ступінь нараження третіх країн на фінансове зараження через портфельне коригування спільних кредиторів країни початкового шоку залежить від наявності головного кредитора країни походження кризи; рівня боргу перед таким кредитором країни походження кризи; рівня боргу спільному кредитору третьої країни; рівня представленості в портфелі спільного кредитора. Ефекти зараження, які виникають внаслідок фінансових зв'язків, тим сильніші, чим більша частка портфеля спільного кредитора припадає на інвестиції даній країні-позичальнику і чим більша частка зовнішніх зобов'язань цієї країни-позичальника припадає на даного спільного кредитора. Звідси випливає важливий практичний висновок: країни з більш ліквідними фінансовими ринками, активи яких широко представлені в міжнародних портфелях, вразливіші до зараження. Натомість невеликі й неліквідні ринки, які не залучають значного зовнішнього фінансування, захищені від такого типу зараження.

На практиці спільним кредитором, як правило, виступає не лише певна сукупність фінансових інститутів, а й сукупність тих кра-

ін, з яких вони походять. Таким спільним кредитором у мексиканській кризі стали США, у азіатській кризі – Японія, у російській – Німеччина. У цьому сенсі різко зростає ризик нестабільності, пов'язаний зі змінами на внутрішньому фінансовому ринку країни, яка виступає спільним кредитором. Наявність такого спільного кредитора дає економічне пояснення регіональній концентрації фінансових криз через зараження: інвестори з конкретних розвинених країн часто спеціалізуються на певних географічних регіонах.

Окремий канал поширення нестабільності – *ендогенні зсуви в настроях і поведінці інвесторів*, зумовлені асиметричністю інформації, характером стимулів та іншими поведінковими чи інституціональними чинниками. Масова поведінка міжнародних інвесторів впливає на поведінку потоків капіталу і фінансових ринків, загострюючи буми та спади і передаючи шоки з фінансово нестабільної країни до іншої зі стабільною фінансовою системою. Це визначає їх подвійний наслідок. Такі зсуви (обґрунтовані або ні) в настроях інвесторів, особливо пов'язані з макроекономічними і фінансовими характеристиками країн, можуть і стимулювати породження фінансових криз, і поширювати їх по країнах.

Головне джерело фінансового зараження – асиметричність інформації, яка в умовах лібералізованих і фінансово відкритих національних ринків збільшує вразливість фінансових систем і фактично керує надлишковим спільним рухом цін. Теоретичним поясненням є реакція економічних агентів на дію шоків при різному рівні інформованості. У разі досконалої інформації ідіосинкратичний шок на одному ринку ніяк не впливатиме на інші ринки, оскільки інвестори знають, що цей шок стосується лише цього ринку. Однак за неповної інформації інвестори не здатні точно ідентифікувати джерело змін у попиті на активи і визначити, під дією яких факторів змінюються ціни: внаслідок зміни фундаментальної вартості або через специфічну інформацію. Як наслідок, ідіосинкратичний шок може вплинути на ринок іншої країни, в результаті чого обидва ринки почнуть рухатися разом. Передатний механізм поширення фінансової нестабільності в цьому разі – слідування єдиній стратегії поведінки з боку міжнародних інвесторів. Інвестори спостерігають за діями один одного і мають тенденцію посилювати дії один одного через стійкі масові угоди купівлі і продажу. Формується стадний менталітет: продаж фінансових активів одним інвестором розцінюється як дія, що базується

на конфіденційній інформації, наразі інші інвестори сприймають такі дії як сигнал до розпродажу власних активів.

Подібним імпульсом до ірраціональної поведінки може стати передача очікувань. Відсутність достовірної інформації спонукає інвесторів сприймати інформацію про низькі економічні показники на одному національному ринку як ознаку того, що несприятливі дані надійдуть з інших аналогічних ринків [95, с. 68]. Алгоритм поведінки визначається тим, що інвестори, які одного разу визначили "слабкі сторони" у країні кризи, уникатимуть інвестування в ті країни, які мають спільні з нею характеристики ("гіпотеза збуджених вимог" [414]). При "координації" очікувань шок з одного ринку починає поширюватися на зовнішньо не пов'язані ринки. Якщо, приміром, країна вихідної кризи має значний дефіцит поточного рахунку і відносно жорсткий курс валюти, то всі країни, які демонструють подібні риси, сприймаються як вразливі до ризику кризи. Країна початкової кризи постає як "збуджена вимога", стимулюючи інвесторів переоцінювати привабливість інвестування в інші країни. У таких випадках зміна оцінки ризикованих характеристик одних країн веде до переоцінювання характеристик інших країн, і країни з негативно оціненими макроекономічними характеристиками або визначені як фінансово крихіткі стають об'єктом зараження внаслідок зсуву в ринкових настроях або збільшення несхильності інвесторів до ризику. У результаті економіки зі слабкими макроекономічними основами завжди вразливіші до зараження, коли інші країни наражаються на кризи. Беручи до уваги критичну роль, яку відіграють очікування на фінансових ринках, можна говорити про збільшення невизначеності і нестабільності у світових фінансах, коли джерелом поширення нестабільності може бути не лише країна, яка зазнала фінансової кризи, але й ті країни, які лише потенційно можуть стати об'єктом нестабільності або лише оцінюються як такі.

Однак навіть коли інвестори раціональні, фіксовані витрати на придбання та обробку специфічної інформації про національні фінансові ринки можуть дати початок їх стадній поведінці. Як показують Г. Кальво і Е. Мендоза, внаслідок інформаційних витрат, існує рівновага, за якої граничні витрати збору інформації перевищують її граничні вигоди [284]. Якщо інформація щодо інвестицій у портфель дорога, то оптимальна стратегія для інвесторів – імітування ринкових портфельів. Коли чутки надають перевагу іншому портфелю, всі інвестори починають слідувати стадній поведінці. Цей ефект особливо чітко виявляє себе на ринках, що формуються,

де міжнародні інвестори змушені нести великі витрати на збирання інформації щодо перспектив розвитку компанії або країни.

Ці особливості міжнародного фінансового зараження доводять, що через високі витрати на отримання інформації про характеристики ринків і взаємозалежність поведінки інвесторів, фінансова глобалізація в середовищі недосконалої інформації детермінує збільшення ступеня міжнародного поширення нестабільності. Вирішальна роль інформації у прийнятті інвестиційних рішень і поширення нестабільності вказує на потенційно важливий спосіб обмеження ефектів міжнародного зараження: 1) більше розголошення інформації щодо ринкового позиціонування міжнародних інвесторів; 2) краще розкриття ключових економічних і фінансових даних з боку країн, які залучають іноземний капітал.

Інституціональна структура сучасних фінансових систем визначає створення ринкової архітектури, яка додатково генерує міжнародне зараження. За наявних механізмів хеджування, фінансове зараження може відбуватися і без загальних макроекономічних ризиків в обох країнах за умови, що міжнародні інвестори хеджуються шляхом скорочення їх спільної схильності ризикувати на ринках, що формуються³²⁹. Як показують дослідження, на ринках, де домінують певні класи інституціональних інвесторів, стимули фондових менеджерів можуть викликати зараження навіть без асиметричності інформації [297, р. 3]. У цьому разі відхилення цін активів від фундаментальної вартості і формування спільного руху цін на ринках різних країн визначається поведінкою фондових менеджерів, яка залежить від очікуваної компенсації за прийняття ризикованої позиції. Компенсація менеджерів може базуватися на відхиленні від ринкового індексу або на основі абсолютної доходності їх портфеля, тому при зростанні волатильності активів або збільшенні неспильності до ризику, вони ребалансують свої портфелі. Шок попиту на один актив впливає на очікувану ціну іншого активу. Як наслідок, активи країн, які не пов'язані між собою економічними зв'язками або загальними зовнішніми шоками, можуть поєднатися через канал менеджерів, які оптимізують поведінку та інвестиційні альтернативи через розміщення портфеля.

³²⁹ Приклад теоретичних розробок такого роду – модель раціональних очікувань з багатьма активами, яку розвинули Л. Кодрес і М. Пріцкер. Вона визначає, що несприятливі ефекти зараження залежать від чутливості потерпілої країни до загальних макроекономічних ризиків, рівня асиметричної інформації і стратегії хеджування [471].

Поширення міжнародної фінансової нестабільності у формі зараження має певні емпіричні закономірності [455; 457, р. 2–3, 13–22; 471]. Початок зараження супроводжується так званою "порочною трійцею", яка містить три компоненти: цикл потоку капіталу; неочікуваність шоків; спільний важелевий кредитор. Власне фінансовому зараженню за своєю природою притаманні такі риси:

- регіональний або міжнародний характер – з погляду географічного поширення мексиканська криза вплинула насамперед на латиноамериканські країни, тайська криза – на азійські економіки, російська – на перехідні економіки, деякі розвинені країни та на латиноамериканські країни;
- не випадковий характер – найпершими вражаються слабкіші економіки з ринками, що формуються; розвинені країни формують трансмісійний механізм передачі шоків;
- тимчасовість розвитку – зараження триває відносно короткий період – в межах кількох тижнів або місяців;
- більший вплив на фазі економічного спаду.

Означені ефекти міжнародного зараження не мали б критичного значення для стійкості фінансових систем, якби механізм поширення фінансової нестабільності був стабільним у часі. У такому разі розуміння природи взаємного зв'язку між країнами і визначення способів передачі шоку надали б можливість прогнозувати зараження і більш або менш завчасно попереджати ймовірний негативний вплив на національні фінансові системи. Однак природа системних взаємодій у глобальній фінансовій системі задає нелінійні характеристики міжнародного поширення нестабільності. Це різко збільшує потенціал нестійкості як світових фінансів у цілому, так і національних фінансових систем. На нелінійність передачі специфічних шоків указують такі емпіричні дані [279; 378; 669]: 1) позитивні і негативні шоки в одній фінансовій системі не обов'язково передбачають, відповідно, позитивну і негативну реакцію інших фінансових систем. За даними С. Уалті, позитивні шоки можуть мати позитивний або негативний вплив на інші фінансові системи з приблизно однаковою ймовірністю (0,52 і 0,48, відповідно), тоді як негативні шоки чинять більш систематичний негативний ефект (0,75) на фінансові системи інших країн [669, р. 21–22]; 2) у результаті асиметричності міжнародної передачі специфічних шоків, зміни у спільному русі фінансових ринків пов'язаних країн під час високої турбулентності не є однонаправленими. За зростання нестабільності кореляція фінансових параметрів може як

посилюватися, так і послаблюватися. При цьому розвиток фінансової нестабільності має кластерну часову структуру: періоди високої волатильності фінансових ринків чергуються з більш спокійними періодами фінансового розвитку.

З погляду фінансової стабільності нелінійність передачі шоків має важливе значення з двох причин. На мікроекономічному рівні – це стосується модифікації потенційних вигод від міжнародної портфельної диверсифікації. Зміна характеру передачі шоків ускладнює оптимальне розміщення портфелів. Трансформація передатного механізму шоків між країнами зменшує можливість диверсифікації, спрямованої на скорочення ідіосинкратичного ризику. Традиційно вважалося, що в періоди високої турбулентності зростає кореляція фінансових ринків [566]. Оскільки позитивні і негативні шоки впливають на різні ринки з різною імовірністю, змінюється характер міжринкових зв'язків, коли кореляція може як зростати, так і падати. Невизначеність диверсифікації не дозволяє знизити експозицію до ризику і збільшує нестійкість учасників фінансових ринків, отже, потенціал фінансової нестабільності зростає. На макроекономічному рівні це пов'язано з невизначеністю щодо формування фінансової нестабільності. Фактори вразливості, яка ще не проявилася, первісно неможливо оцінити; тому поява феномену міжнародного зараження і його нелінійні ефекти різко збільшують ризик системної фінансової нестабільності.

Зміну характеристик і збільшення ступеня міжнародного поширення фінансової нестабільності слід інтерпретувати як свідчення того, що глобалізація перетворила фінансову стабільність на глобальне суспільне благо, цінність якого перевищує національні цілі та інтереси [172, с. 22–23]. Це означає, що, з одного боку, кожна країна може сприяти міжнародній фінансовій стабільності, підтримуючи стабільність національної фінансової системи, з іншого – фінансові системи, орієнтовані лише на досягнення національних цілей, без урахування глобальних ефектів, можуть викликати дестабілізацію фінансових систем інших країн і міжнародних фінансових ринків.

Поєднання циклічних, структурних і системних ефектів – основа першої світової фінансової кризи ХХІ ст. Узяті разом ці концептуальні механізми формування системної фінансової нестабільності визначають потребу у фундаментальних змінах поточної парадигми стійкості фінансового розвитку і політики забезпечення фінансової стабільності.

4.3. ОСОБЛИВОСТІ ФОРМУВАННЯ СИСТЕМОЇ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ У ТРАНСФОРМАЦІЙНИХ ЕКОНОМІКАХ

4.3.1. ЧИННИКИ ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ В ПЕРЕХІДНИХ ЕКОНОМІКАХ

Представлена концепція фінансової стійкості показує, які чинники визначають розвиток системної фінансової нестабільності і яким чином фінансова система може зреагувати на зміну початкових умов. Це дозволяє розглядати фінансову стабільність як функцію від певних параметрів. Існування стійких взаємозв'язків між стабільністю фінансової системи і чинниками, що її визначають, вказує на можливість створення механізму, який елімінує розвиток системної нестабільності. У трансформаційних економіках динамічні взаємодії між фінансовою стійкістю та економічними змінними ускладнюються, оскільки поряд з традиційними транзитивним фінансовим системам притаманні додаткові специфічні джерела нестійкості. Серед них основними є такі.

Висока макроекономічна нестабільність і підвищена чутливість фінансової системи до макроекономічних умов. У перехідних економіках проявився такий трансформаційний ефект, як особливий вид економічної циклічності, – високочастотна трансформаційна циклічність виробництва [13, с. 129, 137–138]. Його характерна риса – на тлі загальної тенденції трансформаційного спаду (який охоплює як фазу адаптаційного спаду, так і фазу відновного зростання) спостерігаються *малі цикли* (тривалістю менше року) динаміки промислового виробництва. У результаті розвиток фаз циклу є нерівномірним у часі: періоди різкого прискорення падіння виробництва змінюються періодами короткочасної стабілізації і підйому, а економічне зростання відзначається нестабільністю темпів. Таку ситуацію іноді трактують як *ієрархію промислових криз* з двома рівнями – на тлі глибокої і тривалої кризи розвивається ряд криз меншого масштабу, своєрідних мікрокриз. Часова нестабільність економічної динаміки посилюється нерівномірним розвитком по галузях економіки. Відносно менший розмір економік і концентрація діяльності в певних економічних

секторах (приміром, нафтогазовий сектор у Росії, чорна металургія в Україні) обмежують можливість перехідних країн ефективно поглинати або пом'якшувати макроекономічні шоки або локальні шоки, пов'язані з функціонуванням окремих великих підприємств і галузей економіки. У спорідненні з фіскальними і зовнішньоторговельними дисбалансами, нестабільністю обмінного курсу, інфляційними процесами це модифікує бізнес-цикл і веде до високої нестабільності економічного розвитку.

Фінансова система безпосередньо інтегрована у економічну систему через власність, фінансові потоки і портфельні зв'язки, тому високочастотна трансформаційна циклічність поширюється на стабільність її функціонування. Оскільки портфелі активів фінансових посередників, як правило, диверсифіковані слабо і складаються переважно з внутрішніх активів та іноземної валюти, економічні шоки в реальному секторі або поширення макроекономічної нестабільності мають більш дестабілізуючий характер для фінансової системи.

Квазірівновага перехідних економік. Характерна особливість розвитку трансформаційних економік (особливо, країн СНД) – тривала депресивна рівновага, якій притаманні поєднання неповного використання наявного виробничого потенціалу з недостатністю сукупного попиту, розрив між обсягами суспільних заощаджень і обсягами капіталовкладень в економіку. Цей стан може бути визначений як стан стійкої квазірівноваги. Його початкові причини – економічні диспропорції, монополізація виробництва і державне втручання в ціноутворення. Сталість квазірівноважного стану пояснюється квазіринковим характером господарської системи перехідних економік, де механізм економічного саморегулювання базується не на врівноваженні ринків через зміни цін, а діє головним чином через кількісне врівноваження на ринках. У його основі дві головні причини – системна деформація прав власності, яка поєднується з відсутністю ефективного контролю над корпоративними підприємствами; дефіцит банківського (фінансового) капіталу за відсутності розвинутого сектора інституціональних посередників. У фінансовій сфері це проявляється в деформованому механізмі встановлення відсоткових ставок. Останні формуються не під впливом взаємодії пропозиції і попиту на ресурси, необхідні для оновлення і модернізації основного капіталу і розширення інвестицій в реальному секторі, а під

впливом попиту на кредити, що часто використовуються для фінансування різноманітних схем виведення капіталу з підприємств, короткотермінових спекулятивних угод, розширення споживчого компонента сукупного попиту, темпи підвищення якого значно перевищують темпи збільшення виробництва тощо. Дефіцит банківського капіталу зумовлює хронічно завищені відсоткові ставки і перевищення попиту на довготермінові кредити з боку реального сектора над пропозицією фінансових ресурсів з боку банківської системи. У результаті існуюча система цін не забезпечує рівноваги на фінансових ринках, а ціни на фінансові активи не утворюють сигнальної системи для суб'єктів ринку.

Підвищена асиметричність інформації. Іманентна риса трансформаційних економік – посилена інформаційна асиметрія. Існує два її різновиди, які є результатом різних процесів. Перший – асиметричність інформації між інвесторами-аутсайдерами, які покладаються на загальнодоступну інформацію ринку, і безпосередньо підприємством (зокрема, інсайдерами фірми – мажоритарними акціонерами і менеджерами). Така асиметричність типова для нерозвинених фондових ринків, де має місце недосконале розповсюдження і обробка інформації через примітивну ринкову інфраструктуру і слабкість правил розкриття інформації. Це задає неадекватність інвестиційних рішень потенційних акціонерів і визначає неефективність фондового ринку. У сфері боргового фінансування подібна асиметричність інформації є властивістю нерозвиненості ринку облігацій і слабкості банківської системи. Вона веде до неефективних інвестиційних рішень фірм-позичальників, що підвищує витрати фінансування і створює ризик дефолту. При даному типі асиметричності інформації виникає "інвестиційна пастка", за якої відбувається надмірне або недостатнє інвестування. Розмір "інвестиційної пастки" пропорційний ступеню асиметричності інформації. Чим менше розвинена ринкова інфраструктура, чим більші проблеми з бухгалтерськими стандартами, розкриттям і розповсюдженням інформації, тим більша "інвестиційна пастка".

Другий тип асиметричності інформації зумовлений нерозвиненістю загальнодоступних баз даних фінансово-економічної інформації, недостатньою відкритістю національної статистики, низькою точністю і неадекватністю вимірювання економічної динаміки, приховуванням інформації власниками активів тощо. У результаті країнам регіону притаманна часткова "непостережуваність" еко-

номічної, у тому числі і фінансової, системи – окремі прояви її властивостей і характеристик функціонування перебувають нижче "порогу сприйняття", який здатні забезпечити наявні статистичні дані [13, с. 220]. Як наслідок, у економічній системі порушується механізм зворотних зв'язків, а несприятливі тенденції розвитку не можуть бути ідентифіковані на ранній стадії.

Система з порушеним зворотним зв'язком не здатна бути стійкою. Підвищена асиметричність інформації не лише припускає несприятливий відбір позичальників або зумовлює поведінку, пов'язану з проблемами морального ризику, а й визначає низьку якість рішень, що приймаються економічними агентами. На мікрорівні недостатня інформованість змушує банки до більшого ризику, і визначає "інсайдерську" кредитну політику – зосередження кредитування на пов'язаних з ними підприємствах. Проте, саме останні відрізняються вищим рівнем неповернення боргів, отже, генерують крихкість фінансових інститутів. Разом з неефективною системою корпоративного управління це веде до непрозорості зв'язків між банківською системою і корпоративним сектором. На макрорівні систематичне прийняття не повністю адекватних рішень призводить до розвитку кризових ситуацій³³⁰. Рішення на основі застарілої і неадекватної інформації, як і висока невизначеність при прийнятті рішень, знижують якість управління фінансовими потоками на рівні фінансової системи і економіки в цілому та породжують додаткові коливання.

Зважимо на те, що "розрив" асиметричності інформації між трансформаційними і розвиненими економіками частково зменшується. Це стосується насамперед доступності макроекономічних даних. З кінця 90-х рр. уряди багатьох країн ЦСЄ і СНД почали використовувати інтернет-технології для розповсюдження інформації про хід виконання бюджетного процесу, характер монетарної політики, діяльність державного сектора, інвестиційні і приватизаційні процеси в економіці тощо. Як результат, зросла прозорість бюджетної і монетарної політики цих країн, умов і характеристик інвестиційної діяльності³³¹. Цей процес розвивається в межах зага-

³³⁰ Класичний приклад – початок української фінансової кризи у 2008 р., коли зростаючі негативні тенденції не були своєчасно ідентифіковані і тому не супроводжувалися адекватними змінами економічної політики.

³³¹ За оцінками, найвищий рівень прозорості економічної політики спостерігається в Угорщині і Чехії, він нижчий у Росії і Польщі. За рівнем

льносвітової тенденції до підвищення рівня прозорості монетарних установ. Він дозволяє інвесторам отримувати доступ до певної частки необхідної інформації на постійній основі, але не усуває інформаційної асиметричності у транзитивних фінансових системах.

Незначні за масштабами фінансові системи. Транзитивні фінансові системи надто малі проти масштабів глобальної фінансової системи. Асиметричність спостерігається як на рівні монетарних показників фінансового розвитку, так і на рівні активів банківських систем і капіталізації фондових ринків. Вона притаманна й ефективності функціонування: малі за масштабами фінансові системи забезпечують менше послуг при вищих витратах. Така фінансова асиметрія безпосередньо проявляється в нездатності більшості перехідних економік випускати зобов'язання і повертати борги у власній валюті; відсутності попиту на національну валюту на світових фінансових ринках; невеликому розмірі транзитивних фінансових ринків щодо величини спекулятивного тиску, з яким вони можуть зіштовхнутися. Додаткові її риси задаються відмінностями у ступені розвитку внутрішніх фінансових систем: дефіцит довготермінових фінансових ресурсів, обмеженість обсягу і видів інструментів фінансового інвестування, ризикована політика комерційних банків при нестачі зваженого управління ризиками тощо.

Це вказує на майже повну відсутність прояву ринкової влади перехідних економік у глобальних фінансах. Існуючий рівень фінансового розвитку зумовлює: невідповідність між обсягом національних фінансових зобов'язань (і пропозицією грошей, зокрема) і ресурсами світової фінансової системи, які можуть бути спрямовані на внутрішні ринки перехідних економік в кожному окремому випадку; концентрацію ризиків у національних фінансових системах. Чим меншою є відкрита фінансова система, тим менше вона здатна ізолюватися від впливу зовнішніх шоків чи уникнути збитків, пов'язаних з ними. При вільному входженні міжнародних інвесторів на внутрішній фінансовий ринок і відсутності обмежень на репатріацію прибутку і вкладених коштів, така асиметричність визначає підвищену вразливість транзитивних фінансових систем до міжнародних потоків капіталу і робить їх практично незахищеними від руйнівних економічних шоків за несприятливої світової кон'юнктури.

інформаційної відкритості Україна значно поступається таким країнам, як Польща, Угорщина, Словаччина, Росія тощо.

Структурна незбалансованість фінансових систем. У трансформаційних економіках склалися гібридні фінансові системи з домінуванням банків. Це визначає потрійний ефект нестійкості, який стосується як власне фінансового розвитку, так і розвитку реального сектора. По-перше, гібридні фінансові системи більш крихкі, ніж класичні і несуть ризик фінансового зараження³³². Домінування банків означає, що коли вони наражаються на непередбачувані шоки, їх негативний вплив на фінансову систему і економіку більший, ніж у збалансованих фінансових системах: він не може бути пом'якшений за рахунок небанківських фінансових ринків. Цей ефект посилюється в системах, де зберігся (або поновився) фінансовий дуалізм. За таких умов комерційним банкам складно управляти активами і пасивами для забезпечення достатньої ліквідності і прибутковості.

По-друге, при домінуванні банків підприємства переважно частку зовнішнього фінансування залучають у формі банківських позик. У такому разі навіть невеликий шок, що веде до зменшення запланованих доходів підприємства (наприклад, тимчасове падіння попиту) або підвищення відсоткових витрат за позиками, може викликати проблеми з обслуговуванням виплат за боргом і спричинити банкрутство. Додатковий ефект короткотермінової нестійкості зумовлений переважанням у транзитивних банківських системах короткотермінового фінансування проти довготермінового. Фірми, спроможні залучати лише короткотермінові ресурси, мають менше можливостей протистояти непередбачуваним шокам, ніж ті, що отримують довготермінове фінансування. Як наслідок, структурна незбалансованість транзитивних фінансових систем породжує нестійкість реальної економіки.

По-третє, початково низькі мінімальні вимоги до капіталу для нових банків визначили формування слабких банківських систем. Функціонування багатьох недокапіталізованих приватних банків визначає системну нестійкість. Оскільки банки є складовою частиною системи платежів, велике число слабких і низько капіталізованих, отже, потенційно неплатоспроможних банків має негативні системні ефекти, які переважають будь-які переваги збільшен-

³³² Теоретична модель показує, що лише в гібридних фінансових системах, швидкі продажі довготермінових фінансових вимог банками, що потрапили у скруту, можуть стати причиною раптового падіння цін на активи, що наражає інші банки на кризу [375, р. 37].

ня конкуренції. Співіснування банків з широкими відмінностями у капіталізації і спектрі фінансових послуг веде до високої ринкової влади обмеженого кола банків в економіці. Це визначає надмірну ціну кредиту (високу посередницьку маржу і спред щодо зовнішніх ставок), допомагаючи банкам створювати або відновлювати капітал, коли він зменшується внаслідок банківської кризи, інфляції або внутрішніх проблем функціонування. У цьому контексті, на відміну від розвинених економік, зростання конкуренції серед фінансових посередників у транзитивних фінансових системах зменшує, а не збільшує їх ефективність. Конкуренція між банками стимулює вкладників переміщувати фонди від посередників, що знаходяться в скрутному становищі, або незначні за розміром (переважно національні) до великих фінансових інститутів, чий портфель дозволяє їм виплачувати вищі відсоткові ставки на додаток до забезпечення більшої безпечності депозитів (переважно іноземні). Таке переміщення фондів потенційно зумовлює кризу ліквідності слабших банків, що може призвести до їх банкрутства. Крах фінансово слабких інститутів може супроводжуватися крахом системи національного фінансового посередництва, позбавляючи економіку тих специфічних вигод, що впливають із простого існування грошей і фінансових активів.

Ступінь відповідності системи регулювання і стимулювання ринковим механізмам функціонування фінансових систем. Якість фінансового регулювання має важливе значення для стабільності фінансової системи. Кореляція між індексом стійкості фінансової системи та індексом регуляторного управління становить 0,645 на 1-відсотковому рівні [329, р. 18]. Парадоксальною особливістю розвитку системи регулювання фінансового сектора трансформаційних економік стала взаємовиключаюча дилема щодо ролі державного регулювання: з одного боку – закономірне самоусунення держави від тих регуляторних функцій, що не відповідають системі ринково-конкурентного господарювання, з іншого – актуальна необхідність посилення регулювання фінансової системи, в тому числі заснування відповідних державних регулюючих і наглядових структур та правове оформлення нових інституціональних відносин. Однак створення таких інститутів – складне завдання, вирішення якого потребує тривалого часу і політичної підтримки.

З середини 90-х рр. фінансовий розвиток ЦСЄБ відбувався паралельно з розвитком та ускладненням регуляторної і наглядової

структур, що базуються на стандартах ЄС. У результаті система нагляду в країнах ЦСЄБ істотно прогресувала, наслідуючи кращу міжнародну практику і зосереджуючись у незалежних універсальних наглядових агенціях. Згідно з існуючими оцінками, розвиненість формального регуляторного середовища в Польщі, Чехії, Угорщина вищі, ніж в інших країнах ЄС, а фактичний рівень забезпечення виконання контрактів перебуває на середньому для ЄС рівні [581]. Натомість реформа фінансового регулювання у решті перехідних економік за своїм характером існує переважно як реакція на фінансові кризи або проблеми у фінансовій сфері, а не як система пріоритетних змін для підтримки розвитку фінансової системи. Відсутність адекватних регуляторних механізмів, які запобігають надмірній концентрації ризиків, визначає підвищену крихкість фінансових інститутів, і в тенденції задає неконкурентоспроможність національних фінансових систем. Враховуючи широку невідповідність у характері фінансового регулювання між розвиненими країнами і країнами з ринками, що формуються, можна стверджувати, що перехідні економіки мають специфічну потребу в посиленні і розвитку регулювання фінансово-кредитної діяльності, спрямованого на забезпечення цілісності і стабільності функціонування національних фінансових систем.

Означені чинники не є безпосередніми причинами виникнення фінансової нестабільності. Однак вони визначають структурну слабкість транзитивних фінансових систем і детермінують розвиток факторів погіршення стійкості фінансової системи.

4.3.2. РОЛЬ ЗМІНИ ФІНАНСОВОГО РЕЖИМУ В РОЗВИТКУ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

Незалежне джерело фінансової нестабільності – фінансова лібералізація. Спільна тенденція фінансового розвитку трансформаційних економік – перехід від режиму фінансової репресії до режиму фінансової лібералізації. Початково захищене від зовнішніх шоків середовище в поєднанні з жорстким регулюванням фінансово-кредитної діяльності сформувало специфічну модель поведінки банків. На тлі досить ліберального доступу на ринок, рішення про розміщення активів приймалися банками без урахування ринкових критеріїв максимізації прибутку [462, р. 7]. Банки

надавали кредити, виходячи з політичних вимог і суб'єктивних уподобань власників, які водночас могли виступати в ролі споживачів банківських послуг. Відсутність бізнесових репутацій і надійних кредитних історій, домінування інсайдерського контролю на підприємствах, слабе примусове виконання контрактів і нерозвинені правові системи додатково обмежували ідентифікацію потенційно прибуткових інвестицій. Така практика кредитування зменшувала необхідність і можливість оцінки ступеня ризику при кредитуванні і спричинила низьку якість кредитного портфеля. І весь час доки для банків існували альтернативні кредитуванню, більш дешеві джерела отримання доходів (державні цінні папери і валютні операції) стимули до розвитку кваліфікації, необхідної для оцінювання і моніторингу ефективних проектів, залишались слабкими.

Фінансова лібералізація змінила середовище функціонування фінансових інститутів та їх поведінку. Скасування або послаблення контролю за відсотковими ставками, стелями міжбанківського кредитування, усунення чи видозміна обмежень на доступ на ринок, зміна правил надання кредитів привілейованим позичальникам тощо змінили специфіку управління ризиками при майже повній відсутності навичок і досвіду оцінювання ризиків банками. Розвиток конкуренції сприяв зменшенню прибутковості неефективно діючих фінансових посередників і, таким чином, визначив вразливість істотної частини фінансової системи. У підсумку фінансова лібералізація заклала основи розвитку системної фінансової нестабільності. Логічне обґрунтування залежності між фінансовою лібералізацією і фінансовою нестабільністю можна узагальнити так: поєднання наслідків поведінки банків у регульованому середовищі і стимулів, що виникають у новому, лібералізованому середовищі, породжує негативні ефекти, які порушують нормальну діяльність банківського сектора.

Існує кілька можливих каналів, через які фінансова лібералізація викликає нестабільність фінансових систем [341, р. 7–8; 535, р. 342–343]. Внутрішня лібералізація збільшує можливості для прийняття ризиків банками та іншими фінансовими інститутами шляхом надання їм більшої свободи дій. У нелібералізованих фінансових системах контроль над кредитними ставками унеможливує отримання банками високої премії за ризик. Тому кредити високоризиковим позичальникам не можуть бути

прибутковими і вони не фінансуються. При усуненні відсоткового контролю банки отримують можливість фінансувати більш ризиковані проекти в обмін на вищу обіцяну доходність. Однак портфелі ризикованих кредитів, навіть за умов диверсифікації, типово вразливі до несприятливих економічних шоків, таких як рецесія, зміни умов торгівлі тощо.

У лібералізованих фінансових системах номінальні відсоткові ставки визначаються ринковими механізмами і змінюються швидше, ніж у контрольованих. Оскільки одна з функцій фінансового посередництва – трансформація короткотермінових зобов'язань у довготермінові активи, то в середовищі з волатильними ставками банки наражаються на вищий відсотковий ризик і стають вразливішими до зміни відсоткових ставок. Так, підвищення короткотермінових відсоткових ставок, яке змушує банки збільшити доходність депозитів, може погіршити банківський баланс і спричинити нестачу ліквідності. Якщо лібералізація відбувається за відсутності розвиненого міжбанківського ринку, окремому банку складно подолати тимчасову нестачу ліквідності. Якщо за таких умов центральний банк не забезпечує рефінансування, проблема неліквідності одного банку (особливо, системного) поширюється на інші банки і стає джерелом системного ризику в банківському секторі.

Альтернативним (але не взаємовиключаючим) каналом впливу фінансової лібералізації на розвиток нестабільності є різке збільшення морального ризику. Основна причина цього – зниження вартості банківської франшизи внаслідок усунення стелі на депозитні ставки і зменшення бар'єрів на входження на ринок [341, р. 8, 22–26; 429]. У контрольованій фінансовій системі відсоткові стелі і обмеження на вхід створюють квазіренту у вигляді монопольного прибутку, яка робить банківську ліцензію дорогою. Ризик втрати ліцензії (отже, монопольних прибутків) виступає своєрідним запобіжником ризикованої політики: зменшуючи схильність банків ризикувати майбутніми прибутками, він спонукає їх до більшої стійкості. Фінансова лібералізація веде до зникнення монопольних прибутків. Як наслідок, збитки від втрати банківської ліцензії в разі неплатоспроможності банку зменшуються, отже, стимулює до вибору більш ризикованого кредитного портфеля зростають. Крім того, внаслідок лібералізації скорочуються банківські прибутки взагалі, оскільки конкуренція між банками за залучення ресурсів спричиняє зростання депозитних ставок.

Входження іноземних банків – додатковий чинник збільшення конкуренції. Через звуження розміру прибутків банки стають більш вразливими до коливань в операційному середовищі. Неefективні установи банкрутують. Майбутні очікувані доходи рентабельних банків також скорочуються, знижуючи витрати банкрутства і стимулюючи їх до більш ризикованих інвестицій, щоб збільшити доходи. Отже, у банківській системі формується система мотивацій до ризикованої політики. Якщо викривлені стимули не контролюються шляхом ефективного пруденційного регулювання і нагляду, моральний ризик посилюється і стає важливим джерелом фінансової нестійкості. Цей ефект фінансової лібералізації проявився у багатьох банківських кризах [61, с. 32].

Ефекти означених каналів впливу фінансової лібералізації на стійкість фінансових інститутів доповнюються так званим ефектом "слабкого нагляду". Долібералізаційна практика пруденційного нагляду за умов лібералізованої фінансової системи і зміни специфіки управління ризиком неефективна по суті [507]. Оскільки лібералізація змінює "правила гри", а банки мають тенденцію брати на себе додаткові ризики, виникає потреба у відповідному пруденційному регулюванні. Проте зміна ролі та якості регулювання не має одноразового характеру і може відбуватися досить повільно. Представники регуляторних структур у щойно лібералізованих системах не мають необхідного досвіду, не знають нових "правил гри" у фінансовому секторі і способів їх упровадження, щоб створити таку систему сигналів і стимулів, яка дозволяє обмежити ймовірність розвитку нестабільності. Фінансове регулювання містить цілий набір механізмів, призначених для вдосконалення ефективності фінансових ринків, захисту споживачів, запобігання надмірним ризикам банків, забезпечення системної стабільності тощо. Проблемою є те, що часто інструменти, спрямовані на зменшення ризиків, які на перший погляд здаються ефективними, в дійсності мають певні вади і можуть спричинити негативні наслідки³³³. Тому комбінація внутрішньої фінансової лібералізації, яка мотивує і дозволяє ризиковану поведінку, і неефективного нагляду і регулювання, потенційно має несприятливий ефект на стабільність банківського сектора.

³³³ Наприклад, ідея звуження банківської діяльності може викликати конфлікт між стабільністю та ефективністю [154, с. 102–103].

Оскільки при фінансовій лібералізації зростають можливості банків брати додаткові ризики, будь-який механізм, здатний завадити банківським менеджерам вірно оцінити нижню межу ризику їх кредитних рішень, може стати джерелом нестійкості. Один із таких механізмів – обмежена відповідальність акціонерів банків суміщена з різними формами державних гарантій. Діяльність фінансових інститутів залежить від запозичених коштів, отже, базується на використанні фінансового ліверіджу. Явні або неявні державні гарантії компенсації збитків вкладникам у разі банкрутства банку, створюють умови для морального ризику і ведуть до більш ризикованої кредитної політики банків, збільшуючи вірогідність банківської кризи. Проблема ускладнюється тим, що управління ризиками кредитного портфеля – складне завдання, і банківський персонал, підготовлений в умовах жорстко регульованої фінансової системи, не має необхідних навичок. Оцінювання ризикованості інвестиційних проектів і моніторинг позичальників упродовж періоду дії кредиту, також вимагають вміння і, як правило, дефіцитні в банківських системах, де тривалий час домінувало кредитування уряду, директивні кредити і приватне кредитування споріднених позичальників. Надбання кваліфікації, необхідної для моніторингу ризикованих позичальників і управління ризиками кредитного портфеля, потребує часу, а за її відсутності банки, що діють в лібералізованому середовищі залишаються більш уразливими до шоків.

Таким чином, означені механізми збільшення ризиків показують, що фінансова лібералізація збільшує фінансову нестабільність і, за інших рівних умов, лібералізована фінансова система більш схильна до криз. Додаткові ризики виникають, коли внутрішня лібералізація супроводжується усуненням обмежень на міжнародний рух капіталу. Емпіричні дослідження підтверджують негативний вплив фінансової лібералізації на стабільність як банківського сектора, так і ринку цінних паперів [341; 456; 458; 535]. Як засвідчують А. Деміргюч-Кунт і Е. Детраджейч, які вивчали розвиток 53 країн упродовж 1980–1995 рр., фінансова лібералізація – вагомий фактор підвищення крихкості банківської системи [341, р. 14, 16]. Цей ефект залишається в силі навіть тоді, коли країна попередньо досягла макроекономічної стабілізації. Вплив лібералізації на збільшення фінансової нестабільності проявляється не відразу після зміни політики, а

через визначений час. Імовірною причиною цього вважається поступовість здійснення лібералізації. Аналогічним чином, досліджуючи взаємозв'язок між фінансовою лібералізацією і стійкістю фінансових ринків для 28 країн у 1973–1999 рр., Г. Камінські і С. Шмуклер показують, що в короткотерміновому періоді (4 роки) вона породжує нестабільність на фондових ринках, що формуються, хоч у довготерміновому кризові наслідки лібералізації відсутні [458, р. 24–32].

Зауважимо, що збільшення ризикованості фінансових посередників у результаті фінансової лібералізації не завжди означає негативні наслідки для фінансового розвитку. По-перше, у цьому випадку соціально необхідні високоризикові і високодохідні інвестиційні проекти можуть знайти джерела фінансування і "витиснути" з кредитного ринку соціально невігідні низькоризикові (і низькодохідні) проекти. Якщо специфічний кредитний ризик фінансових посередників може бути хеджований шляхом формування диверсифікованого портфеля, тоді фінансування більш ризикованих проектів не веде до зростання ризику неплатоспроможності (на рівні окремого банку) і збільшення системного ризику (на агрегованому рівні). По-друге, процес банкрутства не-ефективних банків у результаті зростання конкуренції типовий для ринків, що перебувають у стані безперервних змін. Основна причина – лібералізація викриває скриті проблеми у функціонуванні фінансової системи (зокрема, неплатоспроможність і не-ефективність банків), які стають очевидними після того, як фінансові інститути перестають діяти в захищеному середовищі. З цього погляду кризовий розвиток банківського сектора виступає як майже неминучий і навіть бажаний результат, який може виникнути навіть тоді, коли лібералізація супроводжується ефективним пруденційним наглядом [535, р. 343].

У результаті зміни фінансового режиму фінансові системи фактично всіх перехідних економік зазнали системної нестабільності, яка супроводжувалась банкрутством банків і втечею від національної валюти. Найсильніші її прояви спостерігались у тих країнах, де регуляторна структура не була достатньо розвиненою для запобігання ризикам, зумовленим лібералізацією фінансового середовища.

Фінансова нестабільність у трансформаційних економіках набуває різних форм. Список Г. Капріо і Д. Клінгбіля, налічує в

перехідному регіоні 22 системні (Албанія, Азербайджан, Боснія і Герцеговина, Болгарія, Вірменія, Грузія, Естонія, Киргизія, Латвія, Литва, Македонія, Польща, Росія, Румунія, Словенія, Словаччина, Угорщина, Україна, Хорватія, Чехія) і три несистемні банківські кризи (Білорусь, Естонія, Таджикистан) [291, р. 3–5, 14]. Однак цей перелік неповний. У регіоні спостерігаються й інші прояви дестабілізації фінансової системи. Російські дослідники, приміром, вказують на чотири фінансові кризи у РФ – криза міжбанківського кредитного ринку 1995 р., криза ринку акцій 1997 р., фінансова криза 1998 р., криза довіри до банківської системи 2004 р. [94, с. 1]. Найзначніші кризові явища у фінансовій сфері – серія банківських криз у країнах Балтії, болгарська криза 1996–1997 рр., російська криза 1998 р, локальні кризи (Україна, Угорщина, Литва тощо), пов'язані з глобальною фінансовою кризою 2008–2009 рр. Досить часто банківські кризи супроводжувалися кризами рахунку капіталу: Болгарія (травень 1996 р., серпень 1998 р.), Росія (серпень–вересень 1998 р.), Польща (серпень 1998 р.), Угорщина (червень 2003 р.) [575, р. 9; 666, р. 7]. Особливо сильно виявили себе потенційні ризики, пов'язані з лібералізацією фінансових і капітальних потоків у країнах СНД (Росія, Україна). Обмеження на портфельне інвестування – одна з причин відносно помірною впливу фінансових криз 1997–1998 рр. на більшість країн ЦСЄ. Останні, хоч і зазнали фактичного скорочення у потоці портфельних фондів, але без суттєвих негативних дестабілізуючих наслідків для внутрішніх фінансових ринків. Наймасштабнішою стала криза в Росії, яка призвела до майже повного руйнування банківського сектора країни³³⁴. Конкретні причини фінансових криз різнилися, але практично в усіх випадках спостерігалася комбінація чотирьох факторів: накопи-

³³⁴Російська фінансова криза 1998 р. була за своєю суттю борговою кризою, однак, внаслідок домінуючої ролі ринку внутрішнього боргу в національній фінансовій системі, вона трансформувалася в системну фінансову кризу, яка спричинила дестабілізацію всіх компонентів фінансової системи і супроводжувалася зовнішньо-платіжною кризою, валютною і банківською кризами, а також кризою фінансових ринків. Найбільшою мірою вона позначилася на банківському секторі. Масований натиск вкладників спостерігався в багатьох країнах, але в Росії збанкрутували найбільші, системоутворюючі банки – СБС-Агро, Інкомбанк, Промстройбанк, Російський кредит, Метатез тощо.

чення непрацюючих позик (успадкованих із доперехідних часів або утворених у нових умовах, приміром, через державну політику підтримки збиткових підприємств); недовіра до банківської системи; ризикована політика комерційних банків; недостатність регулювання і нагляду за банківською системою.

Зважаючи на численність фінансових криз, навряд чи можна погодитися з тією точкою зору, що процес фінансової лібералізації, особливо у країнах ЦСЄ, мав набагато менш кризовий характер, ніж у країнах Латинської Америки або Азії. Емпіричні результати [666, р. 17–25], згідно з якими, у країнах ЦСЄ фінансова лібералізація в підсумку скоротила циклічну волатильність на фондових ринках у коротко- і в довготерміновому періодах, можуть бути зумовлені тією обставиною, що транзитивні фондові ринки надто сегментовані і нерозвинені для того, щоб на їх основі визначати кризові ефекти лібералізації. На наш погляд, міжрегіональні відмінності обмежені характером кризових наслідків фінансової лібералізації. Фінансові кризи в трансформаційних економіках, як правило, не мали пролонгованих негативних наслідків, які спостерігалися в інших регіонах. Ця тенденція частково пояснюється обмеженою роллю фінансових систем у перехідний період. Наслідки фінансової лібералізації залежать від режиму фінансової політики на початок лібералізації. За даними А. Деміргюч-Кунта і Е. Детраджейча, для країн, що лібералізуються від позиції фінансової обмеженості, вигоди від лібералізації в термінах фінансового розвитку врівноважуються витратами, яких завдають банківські кризи, тоді як для фінансово репресованих країн вигоди від лібералізації перевищують їх [341, р. 16, 29–31]. В останньому випадку банківські кризи не ведуть до суттєвого зниження фінансового розвитку. Натомість, у таких економіках рівень фінансового розвитку підвищується з лібералізацією, навіть якщо країна зазнає кризи. Як вже згадувалося, більшість трансформаційних економік почали лібералізуватися від надрепресованого стану. Рівень їх фінансового розвитку початково був набагато нижчим, ніж у країнах, що розвиваються. Тому, ймовірно, негативні ефекти лібералізації були менш помітні, ніж на інших ринках, що формуються, а політика фінансової лібералізації більшою мірою стимулювала активність фінансових інститутів і ринків.

4.3.3. РОЛЬ ФІНАНСОВОЇ ВІДКРИТОСТІ В РОЗВИТКУ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

У міру фінансового поглиблення у трансформаційних економіках формуються додаткові передумови розвитку фінансової нестабільності. З'явилися нові передатні канали, спроможні збільшити потенціал того, що шок, на який наразився окремий фінансовий ринок, системно важливий фінансовий інститут або банківська група, може бути посилений і переданий на інші компоненти національної фінансової системи та спричинити системну фінансову кризу (табл. 4.6).

Таблиця 4.6. Потенційні ключові передатні канали поширення шоків у перехідних економіках

Середовище шоку	Канал передачі
Фінансові ринки	Інтеграція національних фінансових ринків у систему міжнародних фінансових ринків і – у випадку країн, що приєдналися до ЄС – у систему європейських фінансових ринків
Фінансова інфраструктура	Консолідація інфраструктури фінансових ринків: платіжних і розрахунково-клірингових систем ринкової інфраструктури (торговельних систем, позабіржових ринків)
Висока концентрація	Концентровані внутрішні фінансові ринки з функціонуванням системно-важливих банків (зростання ризику контрагента і міжбанківського зараження), злиття і поглинання збільшують рівень концентрації
Фінансово-промислові групи	Формування фінансово-промислових і банківських груп, централізація бізнес-функцій у банківських групах (зараження через внутрішньогрупові зв'язки і експозицію мережі партнерів)
Іноземна власність	Домінування іноземної власності на фінансові інститути та активи (залежність фінансових систем від поведінки інститутів, вбудованих у іноземні структури)
Фінансова відкритість	Залежність від потоків капіталу і чутливість до зовнішніх шоків і міжнародного зараження
Характер діяльності	Ускладнення фінансових продуктів і послуг, що надаються фінансовими інститутами при недостатньому досвіді їх діяльності і відсутності адекватного регулювання

Один із найсильніших каналів – зростання фінансової відкритості економік перехідного регіону, зокрема, надмірна присутність у фінансових системах іноземних банків і високі міжнародні фінансові потоки. Відкриття рахунків капіталу разом з ліберальною політикою щодо невпорядкованого входження банків і розвитку ринків боргових зобов'язань різко збільшили їх вразливість до несприятливих економічних шоків. Окремі характеристики фінансових дисбалансів у перехідних економіках представлені у дод. 26.

Теоретично, присутність іноземних банків сприяє фінансовій стабільності у приймаючій країні. У середньо- і довготерміновому періодах вони збільшують ємність фінансової системи та її здатність до поглинання шоків. Вища капіталізація і якість активів (у тому числі менша частка дебіторської заборгованості) разом з доступом до світових і "материнських" фінансів та кращою диверсифікацією ризику роблять іноземні банки менш чутливими до ендогенних шоків і до динаміки бізнес-циклу приймаючої країни. Нижча вірогідність банкрутства дозволяє їм діяти в умовах внутрішньої фінансової нестабільності та економічного спаду. Тому під час фінансових стресів кредитування економіки іноземними банками в тенденції є стійкішим, ніж внутрішній кредит місцевих банків. Таке явище збільшує функціональну стійкість фінансової системи як цілого. Крім того, іноземні банки здатні поглинати місцеву втечу капіталу в межах внутрішнього фінансового ринку, стримуючи відтік капіталу через платіжний баланс. Це стабілізує обмінний курс національної валюти і зменшує коливання відсоткових ставок. Зрештою, іноземні банки здатні забезпечити підтримку відновлення капіталу фінансової системи, втраченого внаслідок внутрішньої кризи.

Проте іноземні банки входять на ненасичені, менш розвинені і менш ефективні ринки, щоб реалізувати свої конкурентні переваги з метою отримання прибутку. Оскільки потенціал прибутковості в перехідних економіках вищий проти розвинених країн, завоювання ринкової частки і розширення кредитування – пріоритетна стратегія іноземних банків. Швидка кредитна експансія має негативні макроекономічні наслідки, які зростають у разі зарубіжної фінансової підтримки іноземних банків. Їх орієнтованість на отримання ринкової частки, посилює ризик розвитку фінансової нестабільності. Кредитна політика іноземних банків, яка базується на цілях кредитного росту, визначеного міжнародною банківсь-

кою групою, веде до надмірного кредитного буму, особливо, якщо цілі такого росту не відповідають темпам розширення внутрішньої депозитної бази. У XXI ст. кредитне зростання у перехідних економіках було вищим, ніж зростання депозитів, частково за рахунок дочірніх іноземних банків, які залучали фінансування у своїх материнських груп (Болгарія, Румунія, країни Балтії). Швидке зростання кредитування домогосподарств сприяло зростанню дефіциту поточного рахунку та інфляції цін активів [334; 335].

Збільшення фінансової відкритості визначає накопичення валютних дисбалансів у транзитивних банківських системах, насамперед через високий ступінь доларизації кредитів. Іноземні банки надають перевагу кредитуванню в іноземній валюті, щоб нейтралізувати вплив внутрішньої макроекономічної нестабільності. Місцеві банки ширше залучають ресурси в іноземній валюті на міжнародних ринках і збільшують валютне кредитування внутрішніх позичальників. Висока частка кредитів в іноземній валюті, особливо без відповідної наявності у позичальників валютних доходів, є потенційним крупним ризиком. Макрофінансові шоки різко збільшують кредитний ризик, особливо при послабленні національної валюти. Зміни обмінного курсу ведуть до зміни вартості чистих активів і пасивів, виражених у національній валюті, наражаючи на ризик не тільки фінансових посередників, а й корпоративних позичальників і домогосподарства. Оскільки зовнішня фінансова лібералізація посилює коливання валютного курсу, то в разі нестійкого положення банку на валютному ринку курсові коливання можуть різко погіршити його баланс. Переадресація банком ризику зміни курсу на своїх клієнтів (шляхом надання валютних кредитів), веде до заміщення валютного ризику кредитним. У результаті валютний ризик стає істотним і незалежним джерелом фінансової нестабільності. Коли високий рівень зарубіжних запозичень і валютні дисбаланси – характерна властивість економіки, різко зростає ризик розвитку "катастрофічних" банківських криз, які супроводжуються валютними кризами (прояв феномену подвійної кризи) і пов'язані з руйнуванням режимів фіксованого або керованого обмінних курсів. Цей ефект пояснює механізм розвитку поточної фінансової кризи в Україні: 50 % кредитів, наданих у вітчизняну економіку впродовж 2006–2008 рр., деноміновано в іноземній валюті [21, с. 117].

Важливий аспект значного іноземного проникнення – взаємозв'язок між наслідками від входження іноземних банків і розвитком ділового циклу. Переваги залучення іноземного банківського капіталу, пов'язані з диверсифікацією джерел фінансування, спрацьовують лише в разі, якщо кон'юнктурні цикли приймаючої країни і країни походження іноземних банків не співпадають. Враховуючи, що економічні шоки можуть поширюватися як на галузь або економіку окремої країни, так і на групу країн, навряд чи слід очікувати значних вигод від диверсифікації фінансування, якщо іноземні банки належать до одного регіону з приймаючою країною або до економік з аналогічною структурою виробництва [95, с. 72]. У цьому разі макроекономічні шоки з країни походження автоматично передаються до приймаючої країни. Ризики системної нестабільності зростають, коли незначна кількість великих іноземних банків має високу ринкову частку (Чехія, Литва, Естонія, Болгарія, Боснія і Герцеговина). Концентрація зарубіжної власності в найбільших банках посилює їх вплив на макроекономічну і фінансову стабільність. Банківська система стає вразливою до шоків, на які наражається не тільки країна походження іноземного банку, а й до шоків, на які наражається материнський банк. Ефект зараження діє через деліверідж і ребалансування кредитного портфеля материнського банку. У результаті шоки в будь-якій країні, де діють дочірні підприємства банківської групи починають впливати на пропозицію кредитів з боку банків цієї групи. Як наслідок, підвищується чутливість внутрішньої банківської системи до зовнішніх шоків: іноземні банки виступають передатним механізмом міжнародної нестабільності до національної фінансової системи.

Не менш важливу роль як джерело нестабільності відіграють міжнародні потоки капіталу. За інших рівних умов, фінансова відкритість збільшує чутливість ринків, що формуються, до змін настроїв міжнародних інвесторів і коливань ліквідності і відсоткових ставок у розвинених країнах. У цьому сенсі варто звернути увагу на взаємозв'язок між волатильністю фінансових ринків і неоптимальністю структури міжнародних інвестицій. Зростання фінансових інвестицій у структурі фінансового потоку визначає збільшення чутливості транзитивних фінансових систем до турбулентності на міжнародних фінансових ринках і поведінки міжнародних інвесторів. Вони стають більш вразливими до раптової інвер-

сії капіталу у разі, коли економічний або фінансовий розвиток у певній країні або за кордоном стає несприятливим. Мінливість міжнародних потоків капіталу негативно впливає на внутрішню фінансову стабільність: посилює коливання ліквідності і волатильність цін фінансових активів і наражає транзитивні фінансові системи на системні ризики. Раптовий відтік капіталу перетворює латентний ризик на масштабну фінансову кризу.

Логіка даного процесу і ступінь впливу на пряму пов'язана з обсягами залученого міжнародного капіталу. Досвід трансформаційних економік засвідчує: коли основним ресурсним забезпеченням внутрішніх фінансових ринків стають зовнішні інвестиції, це формує значний інфляційно-девальваційний потенціал, навіть якщо приплив таких інвестицій супроводжується ростом валютних резервів. Через цінову неефективність транзитивних фінансових ринків іноземні інвестори часто діють погоджено в певному напрямі. Така поведінка створює короткотермінову спіраль – прискорюване падіння або підвищення цін на активи, що породжує відхилення ринкових цін від базової вартості фірми. За таких умов будь-який прояв нестабільності, викликаний як зовнішніми (приміром, зростанням відсоткових ставок у розвинених країнах), так і внутрішніми (приміром, соціально-політичною нестабільністю, погіршенням фундаментальних економічних показників, ростом інфляційних і девальваційних очікувань) причинами, може спричинити відтік іноземного капіталу і виникнення фінансової кризи.

Посилення вірогідності розвитку криз в умовах фінансової відкритості базується на взаємодії внутрішніх і зовнішніх чинників. Так, зростання світових відсоткових ставок поєднує три механізми [95, с. 67–68].

1. *Намагання утримати міжнародні інвестиції.* При зростанні світових ставок банки з ринків, що формуються, аби запобігти відтоку капіталу, змушені збільшувати внутрішні відсоткові ставки. Збільшені витрати банки перекладають на внутрішніх позичальників, що підвищує ймовірність неповернення кредитів і дефолту та зменшує обсяги внутрішнього кредитування економіки.

2. *Залучення фінансування на міжнародних фінансових ринках.* При широкому використанні національними підприємствами запозичення коштів у закордонних банках, зростання світових відсоткових ставок породжує загальний макроекономічний шок. У результаті фірми-боржники не здатні сплатити позики ні віт-

чизняним, ні іноземним банкам. Якщо зростання світових ставок поєднується зі знеціненням національної валюти, стан платіжного балансу погіршується ще більше: внутрішнім позичальникам потрібні більші суми національної валюти для погашення боргів в іноземній валюті.

3. *Спекулятивні атаки на національну валюту.* Зростання світових відсоткових ставок зменшує привабливість зберігання грошей у країні, що спричиняє масовану конвертацію національної валюти (у тому числі коштів у національних банках) в іноземну. Спекулятивна атака не обов'язково означає, що існує загроза девальвації національної валюти. Можлива ситуація, що спекулятивна атака відбудеться і тоді, коли небезпека відмови від стабільного валютного курсу в дійсності не реалізується. Важливим є те, що через спекулятивні атаки часто розпочинається масове вилучення депозитів із банківської системи. Скорочення обсягу депозитів – це скорочення грошової маси, втрата резервів центрального і комерційних банків, скорочення внутрішнього кредиту, тобто розвиток макроекономічної кризи в країні.

Зрештою, фінансова відкритість, з одного боку, стимулює підвищення ефективності макроекономічної політики в країні, з іншого – ускладнює, а іноді й розладнує, механізм реалізації державного регулювання економіки. Найбільшою мірою це стосується монетарної політики, яка потрапляє в пряму залежність від кон'юнктури світових фінансових ринків і поведінки іноземних банків. Оскільки іноземні банки реалізують кредитну стратегію, визначену в межах міжнародної банківської групи, можливості монетарної політики елімінуються. Додатковий аспект – чутливість до так званого вікна керування [141, с. 61]. Іноземні банки набагато менше, ніж місцеві реагують на тонкі форми впливу центрального банку. У результаті при високому іноземному проникненні в банківську сферу держава позбавляється важливих важелів впливу на банківський сектор.

Фінансова відкритість стала основним каналом поширення глобальної фінансової кризи 2008–2009 рр. з розвинених економік на трансформаційні. На початок кризи більшість країн перехідного регіону мали високовразливу економіку внаслідок своєї залежності від припливу міжнародного капіталу, високого обсягу заборгованості приватного сектора, надмірного рівня інвестування у ряд галузей (фінансовий сектор, будівництво, роздрібну то-

ргівлю), проциклічної фіскальної політики тощо. Механізм поширення кризи та її системні наслідки відповідають описаним ефектам реалізації ризиків фінансової відкритості. Безпосередні канали впливу – банківська система і корпоративна зовнішня заборгованість. Поворотним моментом у розвитку кризових процесів стала осінь 2008 р., коли банки та інвестори з розвинених країн почали в межах деліверіджу і ребалансування портфелів закривати кредитні лінії для фінансових установ і компаній з ринків, що формуються, і репатріювати кошти. Відтік іноземного капіталу спричинив девальвацію валют перехідного регіону, кризи в банківському секторі і падіння реального випуску. Найбільш суттєве скорочення економіки спостерігалось у тих країнах, де внутрішній кредит у 2005–2007 рр. зростав надмірними темпами і фінансувався за рахунок зовнішніх запозичень (Україна, Болгарія, Румунія, країни Балтії). Найтяжче відтік капіталу позначився на країнах з великим від'ємним сальдо поточного рахунку платіжного балансу. Типові наслідки – скорочення ресурсів у банківській системі через відтік депозитних коштів, недоступність зовнішнього фінансування, звуження кредитування економіки, тиск на обмінний курс тощо. Хоч високі офіційні валютні резерви і залучення кредитів МВФ дали можливість цим країнам обмежити знецінення національної валюти, більшість з них зіштовхнулися зі значною девальвацією. Це збільшило боргове навантаження на державні фінанси, домогосподарства, компанії та фінансові інститути, зобов'язання яких були деноміновані в іноземній валюті, і знизило кредитоспроможність позичальників (Україна, Угорщина, Естонія, Латвія, Чехія тощо).

Фінансово-економічний цикл 2005–2009 рр. у трансформаційних економіках узгоджується з циклом у розвинених країнах, однак на відміну від останніх, країни перехідного регіону (за винятком Польщі, Чехії, Угорщини і Росії) не мають вільного доступу до ємних ринків капіталу, які дозволяють залучати довготермінові ресурси в національній валюті. Це збільшує витрати від поточної кризи і пролонгує відновлення фінансової стабільності й економічного зростання. По-перше, циклічна природа умов глобальної ліквідності збільшила вразливість трансформаційних економік (особливо тих, які мають високий рівень показника "борг/ВВП") до фінансових стресів. Різка і одночасна зміна глобального економічного циклу породжує шоки, які звужують можливості еко-

номічного і фінансового розвитку. По-друге, економічні умови перехідних економік не відповідають необхідному рівню стабільності. Навіть у країнах з найкращими макроекономічними умовами, скорочення інфляції, фіскального дефіциту і рівня боргу не є стабільним. По-третє, високий рівень іноземного капіталу у транзитивних фінансових системах залишає відкритою можливість однаково швидкого його виходу при неочікуваних шоках і підвищує ймовірність виникнення криз у майбутньому. Фінансові та економічні кризи, що виникають внаслідок мінливості міжнародних потоків капіталу, мають непомірне навантаження навіть на зрілі фінансові системи (через високі витрати) і викликають руйнівний вплив на недостатньо розвинені фінансові системи, які не мають потрібних фінансових ресурсів і відповідних ринкових і регуляторних механізмів для компенсації фінансових дисбалансів.

4.3.4. ВИТРАТИ СИСТЕМОЇ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

Функціональна стійкість фінансової системи є суспільним товаром: вона поєднує вигоди, які не конкурують і не ексклюзивні у споживанні. Доступ будь-якого економічного агента до вигод від стабільного та ефективного функціонування фінансової системи, не заважає іншим економічним агентам отримувати ці вигоди, і жодний з них не може бути виключений із процесу "споживання" широких суспільних вигод від внеску стійкої фінансової системи в ефективність економічних процесів³³⁵. Функціональна стійкість фінансової системи може також розглядатися з погляду позитивних і негативних екстерналій. Позитивні екстерналії пов'язані з вигодами, які надає стабільно функціонуюча фінансова система в процесі виконання своїх функцій – переміщення купівельної спроможності й управління ризиками, ефективні можливості для накопичення заощаджень та акумулювання багатства. Нестійка фінансова система створює негативні екстерналії у формі приватних і суспільних економічних витрат, що пов'язані з

³³⁵ Принципи невиключеності і неконкурентності у споживанні, – зазначає Г. Шиназі, – застосовні до фінансової стабільності так само, як і до національної оборони [600, р. 33].

крахом банківської системи, розладнанням механізмів функціонування фінансових ринків, системними фінансовими труднощами. Різні типи фінансової нестабільності формують різні за рівнем і характером економічні витрати. Порушення на окремих фінансових ринках або в окремих фінансових інститутах (турбулентність у фінансовій системі) не мають системної природи і очікувані збитки від них носять обмежений характер. Дестабілізація фінансових інститутів і фінансових ринків в умовах накопичення фінансових дисбалансів обмежує рух фінансових ресурсів від заощадників до кінцевих користувачів і лімітує здатність фінансової системи генерувати кредити. Неврівноваженість цін на активи, яка є типовою ознакою системної фінансової нестабільності, через вплив на характер споживчих та інвестиційних рішень, спричиняє неефективний міжчасовий і міжгалузевий розподіл ресурсів. Системна фінансова криза, коли фінансова система втрачає здатність функціонувати та інституціонально забезпечувати монетарну економіку, зазвичай завершується гострим спадом в економіці і поєднується з перерозподілом доходів і загальним зниженням добробуту в країні. Внаслідок розривів каналів фінансового посередництва результируючий вплив найвищих форм фінансової нестабільності на економічну активність може бути значним, тривати довго і підірвати ефективність традиційних інструментів макроекономічної політики.

Компонентний склад потоку економічних витрат, породжених системною фінансовою нестабільністю, може бути представлений так:

- портфельний компонент;
- бюджетний компонент;
- ресурсний компонент;
- загальноекономічний компонент;
- компонент довготермінових витрат.

Портфельний компонент. Розвиток системної фінансової нестабільності безпосередньо погіршує якість портфеля фінансових посередників. Прямі витрати пов'язані зі знеціненням активів фінансових інститутів, відтоком вкладів, ускладненням залучення фінансування від зовнішніх інвесторів, втратами власного капіталу тощо. Як наслідок, погіршується здатність фінансової системи щодо мобілізації й розподілу фінансових ресурсів.

Скорочення здатності фінансових інститутів мобілізувати фінансові ресурси визначається трьома механізмами. *Перший* – зниження довіри до фінансової системи. При знеціненні вартості портфеля фінансових посередників, заощадники намагаються уникнути ризику, пов'язаного з утриманням депозитів та інших вимог на таких посередників, і починають переміщувати заощадження у форму інших активів – іноземну валюту, вимоги на неформальний сектор, матеріальні активи (коштовності, дорогоцінні метали, витвори мистецтва, нерухоме майно тощо), або за кордон. *Другий* – зменшення доходності. Незалежно від оцінки ризику вкладниками, існування непрацюючих кредитів у портфелях фінансових посередників змушує їх зменшувати депозитну відсоткову ставку, що спричиняє відтік фінансових ресурсів із банківської системи і розвиток дезінтермедіації. *Третій* – розрив партнерських зв'язків між фінансовими інститутами. Специфікою сучасного розвитку є залучення фінансування банками та іншими фінансовими інститутами на грошових ринках через короткотермінове гуртове фінансування. При поширенні нестабільності банки починають утримувати готівку і обмежують кредитування інших банків, щоб забезпечити себе довготерміновими ресурсами на випадок дефіциту ліквідності на міжбанківському ринку. Через взаємну пов'язаність фінансових інститутів, руйнування партнерських відносин між ними посилює знецінення балансів і породжує кризу ліквідності.

Тенденція до погіршення здатності фінансової системи ефективно розміщувати ресурси зумовлена заміщенням високоякісних інвестицій (які мають високу прибутковість і низький ризик) низькоякісними. При широкому розповсюдженні рефінансування банками непрацюючих кредитів (практика "вічнозеленого кредитування"), ресурси непрямо розміщуються фінансовими посередниками у гірших користувачів, надаючи можливість таким боржникам продовжувати оперувати зі збитками. Формується "інвестиційна пастка" – надмірне інвестування в проекти з від'ємною ставкою доходності. Але навіть у разі, коли фінансові посередники розміщують доступні їм фонди у найбільш прибуткові проекти, розходження між ставкою, яка стягується з позичальників, і ставкою, яка сплачується вкладникам (породжуване накопиченням на балансах банків непрацюючих кредитів), веде до дезінтермедіації і фрагментації ринків капіталу. Відповідне зростання дисперсії ставок доходності інвестицій в економіці збільшує системний ризик і

невизначеність. Результатом стає падіння прибутковості банків і скорочення кількості посередницьких фінансових інститутів.

Бюджетний компонент. Цей напрямок економічних витрат визначається бюджетними витратами, що виникають, коли держава (через бюджетно-податкову систему) бере на себе частину дефіциту капіталу банківської системи, яка має негативну чисту вартість внаслідок банкрутства фінансових інститутів. Прямі витрати зумовлені відшкодуванням витрат вкладникам і реструктуризацією неплатоспроможних фінансових інститутів. Найбільші прямі фіскальні витрати пов'язані з рекапіталізацією урядом фінансової системи, що охоплює комбінацію прямих ін'єкцій капіталу, націоналізацію, купівлю активів за цінами вище ринкових, поглинання або ізолювання "поганих" активів, гарантування зобов'язань тощо. Дод. 27 демонструє спектр подібних заходів країн ОЕСР з послаблення фінансової кризи 2008–2009 рр. Не меншу значимість мають непрямі економічні витрати, зумовлені скороченням інших бюджетних видатків держави, додатковим оподаткуванням, призначеним для фінансування кризових бюджетних витрат або, навпаки, запровадженням пакетів фіскального стимулювання економіки: зниження податків, підвищення фінансування державних інвестиційних програм, субсидії корпоративному сектору, стимулювання споживчого попиту тощо.

Інший аспект непрямих витрат – квазіфіскальні витрати центрального банку, пов'язані з виконанням ним функції кредитора останньої інстанції. Фактично, діяльність центрального банку, спрямована на підвищення ліквідності банківської системи у формі рефінансування пільгових кредитних програм і преференцій, викупу прострочених боргів, відшкодування втраченої депозитної бази тощо, безпосередньо стосується бюджетних операцій уряду з підтримки стабільності фінансової системи³³⁶. Додатковий чинник – фінансування державних витрат через купівлю державних цінних паперів. У поточній фінансовій кризі традиційні монетарні дії центральних банків доповнюються не-

³³⁶ У 2008 р. на підтримку ринку міжбанківського кредитування і стабілізації банківського сектору лише в країнах Західної Європи було спрямовано майже 1,5 трлн євро: Німеччина виділила 480 млрд євро, Франція – майже 400 млрд євро, Великобританія – близько 342 млрд євро, Австрія – 100 млрд євро тощо.

стандартними у формі значного розширення їх балансів за рахунок кредитування власників цінних паперів, забезпечених активами, купівлі активів приватного сектора, корпоративних облигацій на вторинному ринку тощо³³⁷. Центральний банк може перевести квазіфіскальні витрати на рахунок уряду. Але доки такі витрати знаходяться на рахунках балансу центрального банку, доти його здатність контролювати інфляцію обмежена. Затримка в переведенні квазіфіскальних витрат до уряду стає однією з основних причин різкого інфляційного піднесення і, як наслідок, інфляційного оподаткування економіки.

Ресурсний компонент. Його природа – сукупна розтрата економічних ресурсів суспільства. Це насамперед суспільні втрати внаслідок неплатоспроможності фінансових інститутів, оскільки і неповернуті позики збанкрутілих банків, і непродуктивне використання їх капіталу представляють собою частку національних заощаджень, втілену у форму вкладів і банківських акцій [154, с. 95–96]. Навіть якщо вкладники і спроможні повернути власні заощадження завдяки системі страхування депозитів або за рахунок бюджетних відшкодувань, реальна вартість їх балансів скорочується через розвиток інфляції. Зростають також витрати для потенційних вкладників і позичальників, які зіштовхуються з ширшою відсотковою маржею і банківським раціонуванням кредитів

³³⁷ Зокрема, в США запроваджена програма з кредитування власників цінних паперів, забезпечених активами (Term Asset backed securities Loan Facility – TALF). Позику у держави можуть отримати лише власники цінних паперів, забезпечених активами, з рейтингом не нижче "AAA". У березні 2009 р. ФРС збільшила фінансування цієї програми з 0,2 до 1,05 трлн дол., у тому числі на 100 млрд для викупу казначейських зобов'язань і на 750 млрд дол. – для купівлі відомчих MBS. Банк Англії запустив Програму купівлі активів (Asset Purchase Facility) вартістю 75 млрд ф. ст. (майже 5 % ВВП), у рамках якої держава скуповуватиме активи у приватного сектору та середньо- і довготермінові облигації на вторинному ринку. Схожу програму купівлі комерційних цінних паперів, забезпечених активів, запроваджено в Японії. Центральний банк Японії також почав навесні 2009 р. купувати корпоративні облигації і оголосив про намір купувати корпоративні акції у банків і надавати банкам субординовані позики. Єдиний з головних банків світу, хто ще не вдавався до "нестандартних" монетарних інструментів – ЄЦБ, хоч і він не заперечує можливість запровадження подібних програм [539, р. 44].

внаслідок фінансових труднощів. Фірми втрачають оборотний капітал, скорочується їх здатність до господарської діяльності.

Не менш важлива складова ресурсного компонента – приріст державного боргу, який збільшує поточні і майбутні зобов'язання країни. Пряма державна допомога неплатоспроможним фінансовим інститутам і фіскальна підтримка економіки погіршує динаміку державного боргу і збільшує витрати на його обслуговування³³⁸. Зростає й умовний державний борг, оскільки держава збільшує гарантії за позиками фінансових установ і підприємств. Короткотермінові наслідки тут зумовлені проблемою витіснення, довготермінові стосуються заміщення приватного капіталу державним боргом. Як правило, проблему витіснення пов'язують з падінням приватних інвестицій. Втім, можуть скорочуватися й інші компоненти сукупних витрат, приміром, приватні витрати на споживання, чистий експорт. Заміщення приватного капіталу державним боргом відбувається внаслідок того, що при зростанні відсоткових ставок приватні інвестиції скорочуються, приватні заощадження починають розміщуватися в державні боргові зобов'язання, і приватні активи в портфелях домогосподарств і фірм зменшуються. Якщо борг накопичується, таке скорочення запасу приватного капіталу стає перманентним. За даного рівня доходу співвідношення інвестицій і ВВП падає. У результаті зменшуються виробничі потужності, призначені для майбутнього покоління, отже, воно матиме нижчий рівень доходу.

Загальноекономічний компонент – це економічні витрати недовикористання ресурсів внаслідок падіння виробництва і демонетизації економіки. Майже завжди системна фінансова нестабільність, особливо банківські кризи, пов'язані з економічним спадом. Як свідчить сучасний приклад США і країн ЄС, фінансові кризи здатні викликати економічну стагнацію навіть у найбільш економічно розвинених країнах. Серед чинників, які негативно впливають на реальну динаміку та економічне зростання – ско-

³³⁸ Досвід латиноамериканських країн показує, що протягом року після кризи державний борг (у % ВВП) зростає в середньому приблизно на 40 %. Близько 20 % цього приросту складають початкові витрати бюджету на врегулювання банківських криз [61, с. 31]. Високі фіскальні витрати породила фінансова криза 2008–2009 рр. Лише в країнах ОЕСР валовий державний борг, за оцінками, збільшиться з 75 % ВВП у 2007 р. до 100 % ВВП у 2010 р. [539, р. 107].

рочення кредитування реального сектора (що призводить до хвилі банкрутств), нестабільність обмінних курсів (що веде до погіршення торговельного балансу), типово від'ємні відсоткові ставки (що стимулює скорочення депозитної бази) тощо. Різде скорочення депозитів негативно впливає на рівень монетизації економіки. Хоч у номінальному виразі грошові агрегати і кількість кредитних засобів у відсотковому відношенні до ВВП можуть залишатися незмінними завдяки економічному спаду, в реальному вимірюванні відбувається падіння цих показників.

Негативний вплив системної фінансової нестабільності на реальну економіку реалізується через три канали – руйнування платіжної системи, потоків кредитів і знищення номінальної вартості активів [583, р. 127]. Руйнування платіжної системи, включаючи діяльність банків, веде до банкрутства неліквідних, але платоспроможних фірм. Руйнування кредитних потоків спричиняє різке скорочення пропозиції капіталу для фінансування прибуткових інвестицій у реальному секторі. Обмеження доступу до банківських джерел фінансування, особливо в економіках без альтернативних каналів фінансування, завжди викликає падіння виробництва. Більш жорсткі стандарти для позичальників призводять до скорочення споживчого попиту. Зрештою, різке зниження цін на активи (наприклад, внаслідок скорочення пропозиції грошей, зумовленої напливом вимог до банків, або внаслідок загального зниження ліквідності фінансових ринків) погіршує баланси економічних агентів. У результаті знецінення активів відбуваються банкрутства фінансових і нефінансових фірм, домогосподарств. Внаслідок зменшення багатства і збільшення невизначеності скорочується економічна активність. У свою чергу, розвиток економічного спаду веде до подальшого погіршення платоспроможності банківської системи (оскільки кількість непогашених кредитів зростає), негативно впливає на доходні статті держбюджету.

Компонент довготермінових витрат. В основі довготермінових витрат – взаємодія інституціональних характеристик фінансової системи, котрі визначають характер взаємовідносин між її учасниками і реакції на шоки, на які наражається фінансова система. При неадекватності інституціонального розвитку системна фінансова нестабільність отримує нову якість. Обмеженість прав кредиторів, негативні податкові стимули щодо заощаджень (приміром, необґрунтоване оподаткування фінансових операцій), відсу-

тність адекватної мережі фінансової безпеки, неефективна санація фінансових інститутів тощо визначають низьку довіру до фінансової системи і, в кінцевому рахунку, низьку якість фінансового розвитку. Прояви витрат фінансової нестабільності за таких умов охоплюють надмірно обмежені довготермінові фінансові відносини, завищено відсоткову маржу, доларизацію економіки, низьку норму національних заощаджень, обмеженість реальних інвестицій, залежність від іноземного фінансування, борговий тягар державних фінансів тощо. За подібної динаміки формується перманентна фінансова нестабільність, коли фінансова система стає об'єктом багаторазових фінансових криз.

Більшість фінансових криз системного характеру, які виникали за останні десятиліття в розвинених економіках і країнах з ринками, що формуються, супроводжувалася або всією сукупністю, або принаймні кількома з щойно визначених компонентів економічних витрат. Сучасні кризи зазвичай "подвійні" або навіть "потрійні": вони охоплюють валютну, боргову і банківську кризи. Тому їх вартість в термінах втрат випуску та економічних порушень дуже висока. Однак точно визначити кількісні характеристики економічних витрат системної нестабільності складно. Високими є прямі витрати банківських криз, пов'язані з реструктуризацією і рекапіталізацією фінансової системи. За оцінками, такі витрати склали понад 10 % ВВП у 28 випадках системних банківських криз за останні 25 років, сягаючи в окремих країнах понад 50 % ВВП (Аргентина, 1980–1982 рр.; Індонезія, 1997) [291, р. 2–14]. Внаслідок квазіфіскальних операцій держави за межами бюджету, справжні масштаби державних видатків на покриття дефіциту капіталу банківської системи, як правило, занижені. Показовим у цьому сенсі є приклад Болгарії, де сукупні кумулятивні витрати на реструктуризацію банківської системи (41,6 % ВВП) під час фінансової нестабільності 90-х рр. розподілились таким чином: 26,5 % ВВП – фіскальні витрати на рекапіталізацію банків, 3,3 % – витрати держави на компенсацію депозитів, 11,8 % – витрати центрального банку на рефінансування активів нестійких банків [634, р. 22, 28, 34, 35].

Опосередковані витрати фінансових криз, включаючи вплив на економічну активність, вищі. Агреговані витрати, виміряні за втратами обсягу виробництва, додатковими витратами бюджету і прийнятими зобов'язаннями по державному боргу, за оцінками, в

середньому становлять майже 35 % ВВП, а при поєднанні банківських і валютних криз перевищують 50 % ВВП (табл. 4.7).

Таблиця 4.7. Економічні витрати фінансових криз
[61, с. 31]

	Кількість банківських криз (1994–2003 рр.)	Середня тривалість криз, роки	Бюджетні витрати на врегулювання криз, % ВВП	Середні* кумулятивні витрати обсягів виробництва, % ВВП
Усі країни	30	3,7	18	16,9
Ринки, що формуються	23	3,3	20	13,9
Розвинені країни	7	4,6	12	23,8
Банківські кризи	11	3,3	5	5,6
Банківські і валютні кризи	19	4,1	25	29,9

* – відхилення від трендового темпу зростання через три роки після кризи.

Поza межами цих оцінок залишаються витрати, які неможливо точно кількісно визначити. До них належать витрати, які несуть вкладники і боржники у формі ширшого відсоткового спреду. Неможливо підрахувати частку витрат, які визначаються непрямыми видатками на підтримку фінансових інститутів, коли держава субсидує банки-боржники, надаючи їм монополні привілеї або інші засоби для підвищення прибутків і відшкодування боргів. Зрештою, витрати, зумовлені перманентною фінансовою нестабільністю, взагалі не можуть набувати кількісного вираження.

У фінансових системах, де кредитні ринки малі і менш розвинені, витрати фінансової нестабільності нижчі, ніж у розвинених. Внаслідок відносної "недорозвиненості" фінансового посередництва фінансові кризи в перехідних економіках, на відміну від розвинених країн або країн, що розвиваються, не завжди призводили до значних негативних зрушень в економіці. Проте заходи з відновлення банківських систем (насамперед, за рахунок політики соціалізації збитків банків) поглинули значні державні вли-

вання капіталу – загальні витрати на це оцінюються на рівні близько 10 % ВВП [385, р. 4]. Так, одні економісти, оцінюють витрати програм рекапіталізації, здійснених наприкінці 90-х рр. у 12 % ВВП для Чехії, 7 % для Угорщини і 1,4 % для Польщі [581]. Інші оцінюють їх для 90-х рр. у цілому на значно вищому рівні – 25 % ВВП, 13 % і 8 %, відповідно [295, р. 15–30].

Потенційно витрати системної нестабільності у трансформаційних економіках зростають унаслідок домінування банківського сектора і швидкого фінансового поглиблення у XXI ст. Сучасним транзитивним фінансовим системам притаманні дві особливості: недостатність капіталу в банківських системах, щоб поглинути поточні і майбутні збитки, зумовлені погіршенням на ринках нерухомості й у реальній економіці; надмірна іноземна присутність і висока залежність від позикових коштів, у тому числі висока частка зарубіжних запозичень, що породжує економічні диспропорції. Їх поєднання веде до крихкості фінансових систем і збільшення макроекономічних і фіскальних витрат кризи. Високий ступінь зростання цін на житло і широке використання запозичень нефінансовими корпораціями і домогосподарствами зумовили значне розширення сукупного кредиту і накопичення дисбалансів у банківських системах. Фінансова криза, що бере початок у банківському секторі, як правило, має більш негативний вплив на економіку, ніж криза на фондових ринках або у валютній сфері. Вона пов'язана з більш значними і тривалими економічними спадами. Згідно з даними досліджень МВФ, коли стрес концентрується в банківській сфері, зниження активності або рецесія, ведуть до сукупних втрат виробництва, що перевищують у 2-3 рази звичайні, і тривають у 2-4 рази довше [683, р. 138–139]. Ці висновки є особливо важливими з огляду на різке зростання нестабільності транзитивних фінансових систем у контексті глобальної фінансової кризи. Навіть у розвинених країнах поточна криза спричинила високі витрати, спрямовані на подолання стресу і підтримку відновлення капіталу фінансових систем (табл. 4.8). Через її глобально-системний характер витрати в термінах втрати ВВП і нарощування економічних дисбалансів дуже високі: економіка світу наразилася на найглибший і найширший спад за останні 50 років (дод. 28).

Таблиця 4.8. Витрати на підтримку фінансового сектора під час глобальної фінансової кризи, млрд дол. США, 2009 р.
(складено за [539, р. 39, 44; 620, р. 6])

	Валові витрати на підтримку банків, % ВВП ¹	Гуртове фінансування в 2008 (Q2)			Підтримка грошового ринку				Чисті витрати фінансової стабілізації, % ВВП ³
		Грошовий ринок	Довготерміновий ринок	Ріст кризового балансу центрального банку ²	Купівля урядом активів	Урядові гарантії			
США	7,3	1 908	2 908	980	1 850	1 830		12,7	
Єврозона		12 015	8 877	820	225	1 400			
Велика Британія	7,2	3 869	1 349	150	450	1 250		9,1	

¹ На 8 жовтня 2008 р. для окремих країн, % ВВП: Бельгія – 3,6, Данія – 0,2, Франція – 0,2, Німеччина – 1,8, Люксембург – 8,0, Нідерланди – 3,0, Іспанія – 2,7.

² Надання ліквідності центральною банком.

³ Базуються на заходах підтримки, оголошених у лютому 2009 р. Це чисті витрати, які є валовою підтримкою мінус відновлення в майбутні 5 років. Темпи відновлення різняться за типами підтримки, вище оновлення очікується від гарантій і підтримки ліквідності центрального банком. Для окремих країн чисті витрати становлять у % ВВП: Франція – 1,8, Німеччина – 3,1, Італія – 0,9, Японія – 1,7, Канада – 4,4.

Отримання повних приватних і суспільних економічних вигод від функціонування фінансової системи вимагає збалансування між максимізацією вигод від позитивних екстерналій і мінімізацією витрат фінансової нестабільності. Оскільки шоки, на які наражається фінансова система, зазвичай частіші і більші за реальні шоки, то виявлення і управління фінансовою нестабільністю важливе не лише з погляду фінансового розвитку, а й із метою забезпечення сталого розвитку економіки. У зв'язку з цим перед трансформаційними економіками постає подвійна проблема – забезпечити стабільне функціонування фінансових систем і зменшити ризик майбутніх криз. Характеристики і тенденції розвитку фінансової нестабільності дозволяють зробити принаймні три важливих висновки щодо формування передумов стійкості транзитивних фінансових систем.

1. Стійкість функціонування фінансової системи, з одного боку, є природним результатом процесів, що відбуваються в ній самій, з іншого – на неї активно впливають процеси, які відбуваються в економіці в цілому. Це означає, що для ефективного управління стабільністю фінансової системи необхідно управляти дією не лише внутрішніх, але й зовнішніх щодо неї чинників. Навіть надійна фінансова система не спроможна захиститися від високої інфляції, несприятливої динаміки валютних курсів, шоків платіжного балансу, боргового дефолту уряду, мінливої економічної динаміки, глибоких спадів у реальній економіці тощо. Системно і економічно важливі фактори – макроекономічна збалансованість і зважене макроекономічне управління, узгодженість економічної і фінансової структур, ступінь присутності держави у фінансовій системі – за своїм характером підлягають державному втручанням і регулюванню. Фінансова лібералізація і фінансова відкритість пред'являють високі вимоги до координації макроекономічної політики та ефективності заходів щодо обмеження економічно неприйнятних різких підйомів. За відсутності базових макрооснов ризик розвитку фінансової нестабільності обов'язково залишатиметься високим, а її економічні витрати будуть значними. Отже, одна з найбільш важливих передумов підтримки стійкості транзитивних фінансових систем – створення макроекономічного середовища з низькою і стабільною інфляцією і сталим економічним зростанням.

2. Якість фінансової системи визначається якістю інституціонального середовища. Реалістична оцінка ситуації у трансформаційних економіках засвідчує, що причини фінансової вразливості полягають у інституціональній площині і зумовлені структурною

нерозвиненістю фінансових систем. Оскільки вона може бути виправлена тільки протягом часу, то фінансові кризи швидше за все з'являтимуться знову. Звідси випливає, що ортодоксальна політика фінансового розвитку, спрямована лише на заохочення конкуренції і розвиток ринкових механізмів, є невиправданою. Вона раціональна тільки після врегулювання стану слабких фінансових інститутів і реструктуризації тих компонентів фінансової системи, що найбільшою мірою піддаються кризі. У протилежному випадку доцільно покладатися не на механізми ринку, а використовувати державне втручання як інструмент фінансового розвитку. Специфічні чинники нестабільності транзитивних фінансових систем показують, що забезпечення їх стійкості потребує не лише традиційних, а й специфічних, іноді досить жорстких заходів. У трансформаційних економіках недостатньо розвиненими залишаються базові інститути (регулювання і нагляд, механізми реалізації виконання умов контрактів тощо). Високий рівень корупції (країни СНД) деформує економічні взаємодії. За своїм характером це зумовлює підвищену фінансову вразливість. Тому удосконалення інституціонального середовища – необхідна умова зниження вірогідності надмірного ризику.

3. Створення системи запобігання розвитку нестабільності передбачає формування стратегії стійких фінансових інститутів, яка базується на впровадженні відповідної системи стимулів. Така система стимулів є продуктом взаємодії ринкових сил і відповідного регулювання [154, с. 86–87]. Її головні елементи – фінансове регулювання і мережа безпеки фінансового сектора. Мережа безпеки спрямована на пониження мотивації до прийняття надлишкових ризиків (для фінансових посередників) і масового вилучення депозитів (для вкладників). Пруденційний нагляд і фінансове регулювання нав'язують певні вимоги до характеру поведінки учасникам фінансової системи [466, р. 3]. Разом з тим забезпечення фінансової стабільності – це питання правильного вибудовування політики у сфері попередження розвитку фінансової нестабільності і зменшення ймовірності майбутніх криз. Така політика по суті виступає як політика антикризового управління. Її ключовий елемент – адекватна оцінка вразливості фінансової системи.

Таким чином, комплексний механізм забезпечення стійкості транзитивних фінансових систем містить три компоненти. Це механізми, що базуються: на системі макроекономічного регулювання; на побудові системи стимулів учасників фінансової системи; на системі антикризового управління.

4.4. СТРУКТУРА ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ СТІЙКОСТІ ТРАНЗИТИВНИХ ФІНАНСОВИХ СИСТЕМ

4.4.1. АНАЛІТИЧНА СИСТЕМА ОЦІНЮВАННЯ СТІЙКОСТІ ФІНАНСОВИХ СИСТЕМ

Антикризове управління у фінансовій системі. Управління складними системи апіорі є антикризовим на всіх етапах функціонування і розвитку. Антикризове управління у фінансовій системі можна визначити як стратегію управління стійкістю фінансової системи в процесі її функціонування. На мікрорівні воно спрямоване на те, щоб не допустити банкрутства окремих фінансових інститутів, на рівні системи в цілому його мета – запобігання системній фінансовій нестабільності і попередження фінансових криз. Структуру антикризового управління у фінансовій системі визначають п'ять основних елементів:

- *завдання (цільові орієнтири)* з підтримки фінансової стабільності;
- *оцінювання ризику* розвитку фінансової нестабільності – оцінка рівня стійкості фінансової системи; розпізнавання симптомів, факторів і причин нестабільності, її класифікація;
- *інструменти*, які мають застосовуватися за невідповідності цільових орієнтирів рівню фінансової стабільності; визначення найбільш раціональних способів реагування на зовнішні шоки та адаптації до внутрішніх шоків;
- *методи* розв'язання фінансової кризи – управління кризою з метою скорочення її негативного впливу на фінансову систему і реальний сектор; управління наслідками фінансової нестабільності, зокрема, визначення оптимальної стратегії "порятунку" банків в умовах кризи;
- *інституціональна реалізація функції фінансової стабільності* – повноваження, відповідальність, прийняття рішень і впровадження відповідної політики інститутом, який відповідає за підтримку фінансової стабільності.

Ефективність антикризового управління визначається своєчасним розпізнаванням ознак і природи нестабільності та її локалізації, у тому числі її попередження. Отже, антикризове управління має охоплювати як стабільний розвиток фінансової системи, так і всі стадії розвитку фінансової нестабільності. Фази і стадії розвитку нестабільності зумовлюють характер антикризових

(стабілізаційних) заходів. За умов фінансової стабільності антикризове управління виступає як конструктивна реакція на зміни, що загрожують порушенням нормального функціонування фінансової системи. Зміст його – превентивні заходи проти потенційних факторів вразливості фінансової системи ще до того, як вони призведуть до будь-яких проявів нестабільності. Нарощування фінансових дисбалансів вимагає протидії розвитку нестабільності через коригуючі заходи. Поряд з програмою захисту від імовірного кризового руйнування в разі локальної нестабільності така протидія включає профілактику банкрутства фінансових інститутів, зміни у макроекономічній політиці (приміром, під час кредитного буму), посилення нагляду і регулювання. Використання коригувальних заходів і превентивної санації фінансових інститутів для відновлення стійкості фінансової системи виступає як антиципативний антикризовий менеджмент. Наявність системної фінансової нестабільності, особливо кризи, детермінує специфіку системи управління стійкістю фінансової системи. Заходи політики є дискреційними і залежать від причин та характеру прояву системної нестабільності. Шок ліквідності вимагає змін у грошово-кредитній політиці, щоб попередити або пом'якшити наслідки фінансової нестійкості для економіки і підтримати суспільну довіру до фінансової системи: надання центральним банком ліквідності фінансовим інститутам і ринкам, зниження вимог при кредитуванні через "дисконтне вікно", зміни в політиці відсоткових ставок тощо. Шок пропозиції (приміром, зростання цін на енергоносії) вимагає координації і поєднання монетарних і фіскальних заходів, щоб стимулювати підйом в економіці. Внаслідок подвійної природи фінансової кризи, яка водночас руйнує стару систему і формує передумови для подальшого розвитку, антикризове управління поєднує як розв'язання кризи і локалізацію її негативних наслідків, так і реструктуризацію фінансового сектора відповідно до нових вимог фінансового розвитку. Таким чином, особливість антикризового управління у фінансовій системі проявляється в об'єднанні в єдину систему діагностування, попередження, подолання нестабільності, стратегії реструктуризації фінансового сектора тощо (рис. 4.2).

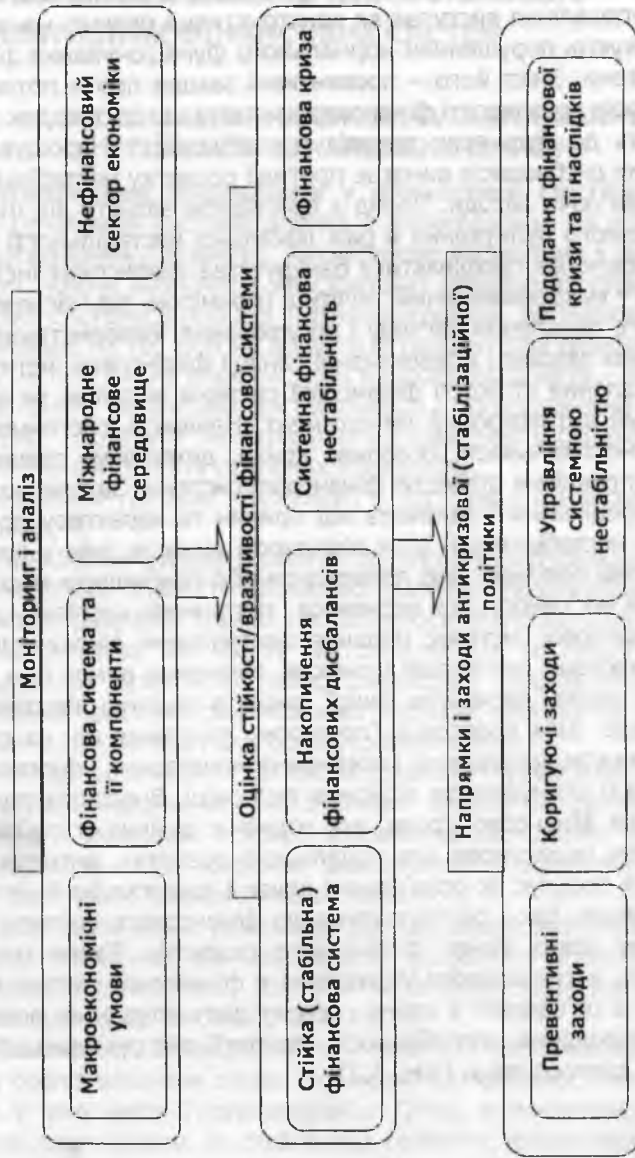


Рис. 4.2. Механізм підтримки стабільності фінансової системи

Методологічні підходи до оцінки фінансової нестабільності. Одна з головних проблем управління фінансовою стабільністю полягає у спроможності визначення ситуації фінансової нестійкості. Зрозуміло, що відкриті фінансові кризи, які містять наплив вимог до банків, знецінення національної валюти або різке знецінення фондових активів, ідентифікувати легко. Однак накопичення фінансових дисбалансів може відбуватися певний період часу, так само і системна нестабільність у формі, скажімо, банківської неплатоспроможності може тривати відносно довго до того моменту, як виявить себе у відкритій формі. Тому розвиток фінансової нестабільності внутрішньо складний для вимірювання і прогнозування, а окремі зміни фінансової нестабільності не можуть бути визначені безпосередньо.

Оцінювання фінансової стабільності – інноваційна область аналізу фінансових систем – перебуває на ранньому етапі розвитку. Сформульовані на сьогодні методологічні підходи до визначення ступеня фінансової стійкості базуються на поєднанні двох напрямів аналізу – мікроекономічного і макроекономічного. За формальними ознаками можна визначити чотири основні категорії кількісно-статистичних підходів до оцінювання стійкості фінансової системи:

- системи фінансово-економічних показників макропруденційного аналізу;
- моделі систем раннього попередження (системи сигналів);
- системи оцінювання ризиків у фінансовій системі;
- економіко-статистичні моделі.

Системи фінансово-економічних показників макропруденційного аналізу. Макропруденційний аналіз – це оцінка і моніторинг стійкості і вразливості фінансових систем [111; 542]. Його мета – виявлення ризиків, що виникають у фінансовій системі в цілому. Він враховує сукупний вплив різних факторів, охоплюючи кількісну інформацію на основі індикаторів фінансової стійкості і макроекономічних показників. Поряд з аналізом економічних і фінансових показників макропруденційний аналіз містить дослідження структури фінансової системи та аналіз якісної інформації щодо інституціональної і регуляторної структур (зокрема, оцінку відповідності з міжнародними стандартами).

Макроекономічні змінні надають інформацію про загально-економічні дисбаланси (макроекономічну нерівновагу), які

впливають на фінансову стабільність. Вони відображають ті макроекономічні параметри, які мають прямий (зміна відсоткових ставок та інших фінансових цін) або опосередкований (скорочення вартості забезпечення або здатності боржників обслуговувати борги) вплив на баланси фінансових інститутів. За своїм характером це показники макроекономічного розвитку, що характеризують економічну динаміку, характер інфляційних процесів, збалансованість бюджету і зовнішню платіжну позицію країни, співвідношення інвестицій і заощаджень, динаміку валютного курсу тощо. Основні макроекономічні фактори, що впливають на вразливість фінансової системи і відповідні макроекономічні показники їх оцінювання подані у табл. 4.9.

Таблиця 4.9. Макроекономічні показники фінансової стабільності (складено за [542, р. 4])

Фактор	Показник
Економічне зростання	Загальні темпи зростання
	Різкий економічний спад по секторах економіки
Платіжний баланс	Дефіцит поточного рахунку
	Достатність валютних резервів
	Зовнішній борг (включаючи термінову структуру)
	Умови торгівлі
Інфляція	Склад і терміновість потоків капіталу
	Волатильність інфляції
Відсоткові ставки та валютні курси	Волатильність відсоткових ставок і валютних курсів
	Рівень внутрішніх реальних відсоткових ставок
	Стабільність валютного курсу
	Гарантії щодо валютного курсу
Кредитні і цінні буми	Кредитні буми
	Буми, пов'язані з ціною активів
Ефекти зараження	Торговельні ефекти
	Кореляція фінансових ринків
Інші фактори	Пряме кредитування та інвестування
	Звернення уряду до банківської системи
	Заборгованість в економіці

Індикатори фінансової стійкості призначені для моніторингу динаміки позицій (і фактичних ризиків) і потоків, які можуть вказувати на підвищену вразливість фінансової системи. Вони характеризують поточний фінансовий стан і стійкість фінансових ін-

ститутів та їх корпоративних і роздрібних клієнтів і вимірюють ризики нестабільності фінансової системи, що виникають внаслідок колективної поведінки індивідуальних інститутів. Більшість з них має форму коефіцієнтів. Оцінювання індикаторів фінансової стійкості відбувається двома основними шляхами: аналіз показників стосовно їх динаміки (міжчасове порівняння); аналіз з погляду співвідношення з пороговими рівнями, відхилення від яких може розглядатися як несприятливий симптом.

Індикатори фінансової стійкості охоплюють кілька аспектів фінансового стану і стійкості. Для фінансових установ – це міцність капітальної бази (оскільки вона відображає спроможність фінансового сектора покривати непередбачувані збитки), рентабельність, якість і склад активів, фінансові ризики, характерні для сектора в цілому. У разі нефінансових корпорацій основна увага приділяється їх пасивам і здатності виконувати зобов'язання. В основі індикаторів фінансової стійкості – стандартні балансові дані, які відображають фінансові позиції інституціональних секторів економіки. Вони містять як агреговані дані індивідуальних інститутів, так і показники, що характеризують ринки, на яких діють фінансові інститути, і визначаються для депозитно-грошових банків, небанківських фінансових посередників, ринків цінних паперів, нефінансових корпорацій і сектора домогосподарств (дод. 29). Враховуючи особливо важливу роль депозитних інститутів у національній економіці, показники фінансової стійкості таких установ (особливо базовий набір) вважаються вирішальним елементом будь-якого аналізу поточного стану і стійкості національної фінансової системи [111, с. 4].

Моделі систем раннього попередження (система сигналів). Системи раннього попередження призначені передбачати фінансовий тиск і ймовірність кризи як в межах, так і по класах фінансових інститутів і ринків, а також у фінансовій системі в цілому [339; 415]. Вони базуються на тому факті, що періоди накопичення фінансової нестабільності, які передують кризі, мають спільні основні моменти: нарощування передкризових явищ проявляється у зміні поведінки певних економічних показників. Системи раннього попередження фокусуються, в основному, на зовнішніх факторах вразливості, використовуючи макроекономічні індикатори як ключові пояснювальні змінні. Основою для розробки таких систем є показники, що, як правило, базуються на даних щодо конкретної

країни (економічні і монетарні показники), а також на інформації про динаміку ситуації у глобальній економіці і політичний ризик. Існує два підходи до побудови індикаторів-передвісників криз: "сигнальний підхід" і підхід із використанням пробіт-моделей і логіт-моделей. У першому разі кожний можливий індикатор розглядається окремо без агрегування інформації за допомогою економетричних моделей; у другому разі враховується поведінка всіх індикаторів водночас шляхом оцінювання економетричних пробіт/логіт-моделей, де залежною змінною є індикатори кризи, а пояснювальними змінними – індикатори-передвісники.

Сучасна теорія не дає однозначної відповіді щодо того, що представляє собою система раннього попередження. Емпіричні дослідження вказують на широкий набір змінних, які мають засвідчувати наближення кризи (дод. 30). Тому для підвищення ефективності загальної оцінки вразливості, зокрема, потенційних фінансових криз, застосовують різні способи комбінування індикаторів і конструювання на їх основі сумарних індексів. У різних моделях раннього попередження різні індикатори відіграють різну за вагою і важливістю роль. Про прийнятність того чи іншого показника як індикатора-передвісника свідчать значні зміни в його динаміці перед настанням кризи. Прогнозну інформативність індикаторів-передвісників фінансових криз вивчали М. Голдштейн, Г. Камінські і К. Рейнхарт. За результатами їх досліджень найкращими місячними індикаторами-передвісниками *валютної кризи* слід вважати подорожчання реального валютного курсу (відносно тренду), банківську кризу, зниження цін на акції, падіння експорту, зростання показника грошової маси M2 щодо міжнародних резервів і рецесію, а серед поточних – великий дефіцит поточного рахунку щодо ВВП і інвестицій. Найкращими 15-місячними індикаторами-передвісниками *банківської кризи* визнано такі: подорожчання реального валютного курсу (відносно тренду), зниження цін на акції, зростання грошового мультиплікатора M2, зниження реального випуску, падіння експорту і зростання реальних відсоткових ставок, серед поточних – високе співвідношення припливу короткотермінового капіталу щодо ВВП і великий дефіцит поточного рахунку щодо інвестицій [415, р. 96–97]. Хоч моделі систем раннього попередження представляють собою об'єктивний і послідовний метод прогнозування криз, однак, вони дають неоднозначні результати з погляду фактичної точності прогнозування [111, с. 158].

Системи оцінювання фінансових ризиків. Базою для системи оцінки фінансових ризиків є методи стрес-аналізу. Із погляду оцінювання фінансової стабільності основна функція стрес-тестів – визначити, наскільки успішно фінансова система здатна протистояти різноманітним шокам [250; 452]. Стрес-тести фінансової системи надають інформацію щодо поведінки системи при виняткових, але правдоподібних потрясіннях, допомагаючи оцінити рівень її вразливості.

Початково стрес-тести розроблялися для аналізу трейдингових портфельів, щоб визначити латентні ризики, які виникають внаслідок екстремального руху ринкових цін. Зараз вони використовуються фінансовими установами як інструмент ризик-менеджменту. Поступово ці методи стали застосовуватися в ширшому контексті з метою вимірювання чутливості групи установ або усієї фінансової системи до загальних шоків.

У найпростішому вигляді стрес-аналіз – це аналітична техніка, яка застосовується для кількісної оцінки портфеля з використанням певного набору припущень. Об'єкт стрес-тесту – визначення чутливості портфеля до певного виду шоку шляхом оцінки зміни вартості портфеля в результаті зміни базових факторів ризику (відсоткового, валютного, курсового, кредитного, ліквідності тощо). Портфелем може бути портфель активів окремого фінансового інституту (наприклад, банку), групи фінансових інститутів (наприклад, системи комерційних банків) або фінансової системи в цілому (повністю агрегований портфель). Стрес-аналіз може бути однофакторним, коли оцінюється вплив зміни одного параметра, наприклад, ціни (оцінка чутливості), або ж багатфакторним, коли досліджується ефект одночасної зміни кількох факторів, які впливають на ризик (сценарний аналіз). Стресова оцінка може базуватись на історичному сценарії, який припускає повторення шоків, що відбулись у минулому, або на гіпотетичному сценарії, побудованому для роботи з потенційними правдоподібними змінами. Щоб виділити сценарії, які можуть призвести до найбільших витрат, застосовуються імітаційні моделі (модель Монте-Карло). Техніка стрес-аналізу може бути застосована для оцінювання вразливості портфеля як до звичайних змін, що відбуваються в макроекономічному середовищі, так і щодо нестандартних ринкових ситуацій, які носять винятковий характер. Стрес-тести можуть також використовуватися, щоб оцінити

вплив змін в операційному (регуляторному) середовищі після змін в економічних параметрах.

Стрес-тести, сфокусовані на фінансовій системі в цілому (агрегований стрес-аналіз), мають кілька важливих відмінностей від стрес-тестів на рівні окремих фінансових інститутів. Стрес-аналіз індивідуальних портфельів спрямований на координацію управління ризиками в окремому інституті та оцінку ймовірності ринкового спаду, але лише з погляду впливу цього спаду на вартість портфеля. Мета і характер загальносистемного підходу інші. Агрегований стрес-аналіз призначений ідентифікувати спільну вразливість у фінансових установах, яка може підірвати загальну стабільність фінансової системи. Цей аналіз також більш макроекономічний за природою: він намагається виявити, як значні зміни в економічному середовищі можуть впливати на фінансову систему. Практична мета агрегованого стрес-аналізу – визначення потенційних зовнішніх ознак ринкового краху, наприклад, в умовах кризи ліквідності або коли спостерігається тенденція схильності інвесторів до переведення вкладень у першокласні активи. Друга різниця між цими типами стрес-тестів стосується складності і ступеня агрегації. Якщо портфель фінансового інституту можна визначити конкретно, агрегований портфель фінансової системи визначити набагато складніше. Достатньо детальне конструювання агрегованого портфеля або моделі фінансової системи потребує повної інформації, яка важкодоступна. Основна методологічна проблема пов'язана з самим процесом агрегування. Наприклад, узагальнення показників експозицій банків на міжбанківському ринку може показати невелику чисту експозицію, в той час як валові показники будуть достатньо великими та утворюватимуть серйозне джерело системного ризику.

Аналіз фінансової системи здійснюється або поєднанням результатів одночасних стрес-тестів багатьох індивідуальних портфельів, що використовують єдиний сценарій, або проведенням загального стрес-аналізу агрегованого портфеля чи моделі всієї фінансової системи. Останній підхід має перевагу: результати такого аналізу дозволяють отримати інформацію про загальний вплив шоків з врахуванням зворотного зв'язку між окремими фінансовими інститутами. Агрегація результатів індивідуальних стрес-аналізів фінансових установ дозволяє отримати інформативнішу картину ризиків і вразливості фінансової системи.

Концепція стрес-аналізу цілісної фінансової системи залишається недостатньо розробленою, оскільки динаміку і властивості фінансової системи не можна описати адекватно єдиною моделлю. Це визначає обмеження у застосуванні системних стрес-тестів. Більшість з них реально виконується тільки на підмножині установ (типово – банків) з використанням загального сценарію до різноманітних фінансових інститутів і зазвичай без урахування комплексних інституціональних зв'язків, властивих будь-якій фінансовій системі. Тим не менш досвід показує, що незважаючи на ці обмеження, системні стрес-тести забезпечують кількісну міру вразливості фінансової системи до різних шоків і в поєднанні з іншими видами аналізу дозволяють робити коректні висновки про загальну стабільність фінансової системи. Проведення стрес-тестів на регулярній основі дозволяє відслідковувати зміни у профілі ризику фінансової системи в часі.

Статистичні прогностичні моделі. Статистичні моделі призначені спрогнозувати майбутній стан фінансової системи та її окремих компонентів чи фінансових інститутів і виявити потенційні ризики в майбутньому, ще до розвитку кризових подій. Існує дві особливості таких моделей. По-перше, вони фокусуються на визначенні ризиків, що ймовірно призведуть до погіршення стану фінансової системи, базуючись на прогнозах її майбутнього розвитку. Отже, аналізується очікувана еволюція фінансової діяльності, а не її фактичний стан. По-друге, статистичні моделі використовують кількісні методи для визначення причинних зв'язків між прогнозованими показниками і розвитком нестабільності.

Прогноз фінансового сектора може базуватися як на аналізі індикаторів фінансової стійкості, так і на структурній макроекономічній моделі. Типові змінні, поведінка яких найчастіше прогнозується, – це непродуктивні кредити та динаміка депозитів і кредитів. Як правило, такі моделі використовуються для загальних прогнозів; аналітичні структури, які пов'язують діяльність окремих фінансових інститутів з функціонуванням економіки в цілому, недостатньо розроблені.

Інший тип статистичних моделей базується на даних щодо діяльності окремих фінансових інститутів, зокрема, банків. У даному разі аналізується зв'язок між залежними показниками (наприклад, банкрутство або виживання) і незалежними кількісними змінними, якими є дані про діяльність банків. Табл. 4.10 демонструє показники, що використовуються окремими розвиненими країнами у статистичних моделях діагностики кризового стану банківської сфери.

Таблиця 4.10. Показники статистичних моделей (банкрутство/виживання/нестійкість) [577]

Система (країна)	Кількість показників	Якість активів	Платоспроможність	Прибутковість	Ліквідність	Управління/ контроль	Економічні показники	Інші показники
SAABA (Франція)	5	1	1	1	1	1	-	-
SEER (США)	11	7	1	1	2	-	-	-
GMS (США)	9	6	2	-	1	-	-	-
Банківський калькулятор (США)	10	1	1	1	1	-	1	5

Різноманітність кількісних методів дослідження фінансової стійкості свідчить, що оцінювання розвитку фінансової нестабільності вимагає всебічного комплексного аналізу, а для кількісного визначення рівня фінансової нестабільності можна використовувати велику кількість змінних. Індикатори фінансової стабільності зазвичай обмежені банківською системою з двох причин: 1) статистичні дані по банківських системах доступні в більшості країн на відміну від даних щодо інших секторів фінансової системи; 2) конструювання широких індикаторів стабільності, що рівноцінно покривають банківський сектор, сегмент інституціональних інвесторів і ринок цінних паперів, пов'язане з методологічними проблемами технічного, облікового і концептуального характеру. З аналітичного погляду, обмеження аналізу банківською системою не є перешкодою для дослідження фінансової вразливості трансформаційних економік, оскільки стійкість банківського сектора має домінуючий вплив на фінансову стабільність. Однак для глибшого розуміння характеристик фінансової стабільності і аналізу розвитку нестабільності потрібен ширший аналіз фінансової системи. Оскільки на практиці проміжні стадії нестабільності (накопичення дисбалансів і системна нестабільність) найменш явно виражені, основна проблема – формування послідовної аналітичної структури для ідентифікації саме цих форм нестабільності. Представлена ієрархія нестабільності дає підставу запропонувати структуру оцінювання фінансової нестабільності з

використанням розглянутих методів кількісного аналізу. Ми виокремлюємо два можливі підходи до ідентифікації фінансової нестабільності і визначення ступеня вразливості транзитивних фінансових систем: структурний аналіз та інтегральний метод.

Структурний аналіз фінансової стабільності. Мета *структурного аналізу* – оцінювання фінансових дисбалансів. Оскільки дисбаланси пов'язані переважно з системно важливими фінансовими інститутами та окремими ринковими сегментами, в даному разі придатніші методи аналізу, які охоплюють фінансові "одиниці", а не фінансову систему в цілому. Структурний аналіз призначений оцінити характер стабільності різних фінансових сегментів за системою загальних показників, які ми визначаємо як *структурні індикатори фінансового тиску*. Пропонована система оцінювання базується переважно на індексному методі з використанням статистичних та економетричних методів. Найбільш поширена ознака накопичення дисбалансів – аномальна дисперсія. Оцінка накопичення вразливості може містити такі елементи.

Банківська система. Для оцінювання стійкості банківської системи найбільш придатні два показники. Перший – *індекс стійкості фінансової системи* (Index of Financial System Soundness – *FSSI*). Цей індекс призначений визначити ступінь (не)стійкості банківської системи; він дозволяє ідентифікувати періоди фінансових дисбалансів, які ще не призвели до кризи банківської системи.

Індекс фінансової стійкості базується на оцінці капіталу банківської системи [329, р. 10, 28]. Він складається з двох кількісних змінних – показника адекватності капіталу (*CAR*) і показника непрацюючих кредитів (*NPL*). *CAR* – це елементарний індикатор пружності фінансового інституту до шоків щодо його балансу: капітал – джерело здатності банку до абсорбції шоків. *NPL* характеризує якість портфеля фінансових інститутів і, в кінцевому рахунку, їх платоспроможність. Щоб узгодити обидва показники між собою, в цьому індексі змінна *NPL* має обернений вигляд – вище її значення відображає більшу фінансову стабільність. Зниження індексу сигналізує про зростання нестійкості банківської системи. Індекс фінансової стійкості розраховується за формулою

$$FSSI = \frac{\text{credit}}{\text{GDP}} \cdot \left[\frac{1}{2} (\text{CAR} + \text{NPLs}) \right].$$

Індекс *FSSI* зважений на частку банківського кредиту приватному сектору у ВВП (*credit/GDP*), щоб урахувати ступінь фінансового посередництва країни. Це забезпечує більш надійну основу для вимірювання стійкості банківського сектора в часі в окремій країні і дає можливість порівняння стійкості банківських систем країн з різним рівнем фінансового розвитку.

Другий показник – "відстань до дефолту" (*DD*), який оцінює перспективи дефолту в банківській системі [409, р. 46]. У стандартній моделі оцінки показник *DD* визначається трьома компонентами: 1) ринковою вартістю активів фірми (V_A), яка вимірює поточну вартість майбутніх грошових коштів, що генеруються активами фірми; 2) невпевненістю або волатильністю вартості активу (ризик) (σ_A); 3) ступенем ліверіджу або розміром договірних зобов'язань фірми (D_t), виміряних як балансова вартість зобов'язань у час t (з терміном T), щодо ринкової вартості активів. Показник "відстань до дефолту" обчислюється як сума відношення оціненої поточної вартості активів до боргу і прибутковості ринкової вартості активів, поділених на волатильність активів:

$$DD_t = \frac{\ln(V_{A,t} / D_t) + (\mu - 1/2\sigma_A^2)T}{\sigma_A\sqrt{T}},$$

де μ вимірює середнє зростання V_A . Ринкова вартість V_A і волатильність активів σ_A зазвичай оцінюються за допомогою моделі оцінки опціонів Блека – Шоулза і Мертона [247; 517]. Для простоти вартість активів може бути оцінена, як сума ринкової вартості акцій і балансової вартості боргу. Більш високе значення *DD* вказує на зменшення шансів банківського банкрутства і поліпшення фінансової стійкості.

Додатковий напрям оцінювання стійкості банківської системи умовно може бути визначений як *система раннього попередження нестійкості окремих фінансових установ*. Він містить оцінювання фінансових умов в індивідуальних банках та їх групах на основі: 1) мікропруденційного аналізу (типу структури CAMEL), що визначає, які з них найбільш вразливі до шоків і наражаються на потенційне банкрутство; 2) стрес-тестів балансів фінансових установ, насамперед банків, діяльність яких має системно важливий характер (оцінка вразливості портфеля до звичайних змін макроекономічного середовища). Хоч накопичення дисбалансів у банківській системі може розглядатися за допомогою агрегуван-

ня результатів стрес-тестів по індивідуальних установах, такий стрес-тест – це по суті аналіз часткової рівноваги: він не бере до уваги всіх можливих взаємодій між фінансовими агентами. Коли окремий фінансовий інститут наражається на шок, такий стрес-тест не враховує впливу його реакції на всіх інших економічних агентів і можливого зворотного зв'язку [449, р. 25].

Грошовий ринок. Макроекономічним індикатором збільшення фінансової нестабільності виступає посилення незбалансованості грошового ринку. Воно може бути визначене через показник "надлишкової" пропозиції реальних грошей. "Надлишок" реальних грошових залишків в економіці представляє собою різницю між попитом на гроші і пропозицією грошей. Він розраховується як відхилення оціненого попиту на гроші від наявної пропозиції грошей (вираженої, як частка грошової маси щодо ВВП). Відповідно до існуючої методики [453], "надлишок" реальних грошей визначається як залишок у такому регресійному рівнянні:

$$\frac{M_t}{GDP_t} = a_0 + a_1 Y_t + a_2 \Delta p_t + a_3 t + \varepsilon_t,$$

де M_t – грошова маса M_2 ; GDP_t – номінальний ВВП; Y_t – реальний ВВП; Δp_t – індекс споживчих цін; t – час; ε_t – залишок, який інтерпретується як показник "надлишкового" кредитування економіки. Значне зростання "надлишкової" пропозиції реальних грошей в економіці свідчить про зростання ймовірності фінансової кризи.

Ринок цінних паперів. Крихкість ринку цінних паперів визначається можливістю збитків внаслідок різкої зміни цін на фінансові інструменти і труднощами реалізації цих інструментів внаслідок їх низької ліквідності. Тому двома взаємопов'язаними характеристиками ринку цінних паперів, які визначають його стан, є рух цін і динаміка ліквідності. Несприятлива цінова динаміка пов'язана з високою волатильністю цін активів і розвитком цінової бульбашки. Важливі аспекти ліквідності – ємність (глибина) і пружність ринку. Несприятливі тенденції в динаміці ємності і пружності ринку свідчать про більш сильний тиск на швидкість і визначеність, з якою учасники ринку цінних паперів (у тому числі й фінансові інститути) можуть реалізувати свої ліквідні активи.

Волатильність цін. Волатильність котирувань акцій визначається на основі коефіцієнта варіації (CV) фондового індексу або репрезентативного портфеля. Він розраховується як відношення

$$CV = \frac{\sigma}{\bar{X}},$$

де σ – середнє квадратичне відхилення, \bar{X} – середнє значення всіх спостережень. Різке зростання волатильності на фондових ринках передує економічній рецесії. Крім того, при значному коливанні цін активів відбуваються більш значні корекції цін.

Цінова бульбашка. До бульбашок цін на активи у світовій практиці відносять рівень цін, сформований за підсумками більш, ніж дворічного безперервного зростання цін. Загроза стабільності виникає в разі, коли ціни на певний клас фінансових активів щорічно зростають на 20 % [99, с. 14]. Адекватний індикатор цінової бульбашки – річні темпи приросту фондового індексу. Якщо вони залишаються на критичному рівні (у 20 % і більше) упродовж двох років, це вказує на формування бульбашки на ринку.

Глибина ринку пов'язана з його здатністю поглинати великі обсяги торгівлі без значного впливу на ринкові ціни. Вона оцінюється через середньоденний коефіцієнт обороту (T), який розраховується як відношення числа цінних паперів, куплених і проданих упродовж даного періоду, до середнього обсягу цінних паперів, які залишаються непогашеними на початок і на кінець того ж періоду:

$$T_t = \frac{N_t}{[(S_t + S_{t-1})/2]},$$

де N – кількість (або сукупна вартість) цінних паперів, проданих/куплених упродовж даного періоду; S – кількість (або сукупна вартість) випущених і непогашених цінних паперів на кінець даного періоду. Вищий коефіцієнт обороту слугує ознакою більш ліквідного ринку.

Пружність ринку є мірою швидкості, з якою коректується "тимчасовий" рух цін на фінансові активи [318, р. 187–188, 195]. Це швидкість затухання коливань цін, викликаних незбалансованістю торгівлі, або швидкість подолання незбалансованості наказів (наприклад, перевищення ордерів на продаж проти ордерів на купівлю, або навпаки) за рахунок надходження на ринок но-

вих заявок. Для розрахунку пружності ринку використовується показник Хью-Хебеля (HHR):

$$HHR = \frac{(P_{\max} - P_{\min}) / P_{\min}}{V / (S \times \bar{P})},$$

де P_{\max} – максимальна ціна за період; P_{\min} – мінімальна ціна за період; V – сукупна вартість операцій з купівлі-продажу за період; S – середня кількість непогашених цінних паперів за період; \bar{P} – середня ціна цінного папера на момент закриття за період. Розрахований на денній основі, цей показник відображає короткотерміновий рух цін; динаміка середньомісячного HHR надає інформацію про тенденції в динаміці ємності і пружності ринку.

Показник Хью-Хебеля пов'язує обсяг торгівлі (як пропорцію запасу цінних паперів, випущених в обіг) з його впливом на ціни. Чим більший обсяг операцій з купівлі-продажу відносно відсоткової зміни цін, тим нижчий показник Хью-Хебеля. Великий обсяг торгівлі щодо відсоткової зміни цін (низьке значення HHR) характеризує більш пружний і глибокий ринок цінних паперів. Зростання HHR вказує на збільшення вразливості у фінансовій системі внаслідок зростання ризику ліквідності. За низької ліквідності зростають можливості крупних учасників ринку впливати на рівень цін і створюються додаткові ризики для інших його учасників. Оскільки ринок цінних паперів – механізм, який забезпечує фінансовим інститутам управління ліквідністю, існує тісний зв'язок між ліквідністю ринку і ліквідністю активів депозитних та небанківських інститутів.

Валютний ринок. Валютний ризик – типове джерело вразливості фінансової системи, а валютні кризи часто супроводжуються фінансовими кризами. Стан валютного ринку і стабільність курсу національної валюти в найближчому майбутньому оцінює індекс валютного тиску. Визначення тиску на валютний ринок (або тиску на валютний курс) призначене врахувати як успішні спекулятивні атаки на національну валюту, які втілюються у валютну кризу, так і невдалі.

Індекс тиску на валютний ринок – агрегований показник, який представляє собою середнє зважене трьох компонентів: темп приросту курсу національної валюти за місяць e ; темп приросту

міжнародних золотовалютних резервів \dot{R} (із протилежним знаком); рівень відсоткової ставки i (наприклад, середньозважена відсоткова ставка по банківських кредитах у національній валюті для економічних агентів реального сектора) [362; 364]. Дві останні складові відображають політику монетарної влади на валютному ринку у разі атаки на національну валюту. При регульованому (тим більше фіксованому) обмінному курсі атака на національну валюту супроводжується зменшенням міжнародних резервів. Для захисту національної валюти центральний банк за будь-якого режиму валютного курсу може підвищувати відсоткові ставки. Індекс тиску на валютний ринок розраховується за формулою

$$I = \frac{w_1 \dot{e} + w_2 (-\dot{R}) + w_3 \dot{i}}{3}, \quad (4.1)$$

де w_1, w_2, w_3 – обернені стандартні відхилення (ваги). Індекс нормалізується так, що дисперсії всіх трьох величин є однаковими, тобто $D(w_1 \dot{e}) = D(w_2 \dot{R}) = D(w_3 \dot{i})$. Отже, припускається, що

$$w_1 = 1, \quad w_2 = \sqrt{\frac{D(\dot{e})}{D(\dot{R})}}, \quad w_3 = \sqrt{\frac{D(\dot{e})}{D(\dot{i})}}.$$

Цей індекс має два порогові значення, перевищення яких оцінюється як загроза валютної кризи: 1) середнє значення індексу впродовж усього періоду; 2) значення, що дорівнює трьом стандартним відхиленням. Дослідження показують, що для різних країн і різних епізодів валютних криз або перше, або друге порогове значення є значимим [96, с. 14–15]. Згідно з іншими даними дослідників, які запропонували цей індекс, індикатором наявності валютної кризи є ситуація, коли значення індексу перевищує півтора стандартні відхилення від середнього значення, або коли середнє значення індексу підвищується більше, ніж на два стандартні відхилення [363; 365, р. 15].

Для побудови такого індексу необхідно використовувати статистичні методи аналізу часових рядів. Більшість перехідних економік не мають довготермінових серій по відсоткових ставках. З цієї причини аналіз валютного ринку може базуватися на обмеженій версії індексу, яка не містить компонента відсоткової ставки.

Альтернативний індекс тиску на валютний ринок [415, р. 19] розраховується так:

$$I_t = \Delta e/e - (\sigma_e/\sigma_R) \cdot (\Delta R/R), \quad (4.2)$$

де $(\Delta e/e)$ – темп зміни номінального валютного курсу; $(\Delta R/R)$ – темп зміни міжнародних резервів; σ_e – стандартне відхилення змін у курсі валюти; σ_R – стандартне відхилення змін у міжнародних резервах. Додатне значення $(\Delta e/e)$ говорить про знецінення національної валюти.

Традиційний аналіз визначає, що криза C_t відбувається, коли індекс у наведеному рівнянні перевищує середнє значення індексу плюс k стандартних відхилень. С. Едвардс використовує значення $k = 2$ [360, р. 6–7]. Показник кризи C_t набуває значення один (наявність кризи) згідно з таким правилом:

$$C_t = 1, \text{ якщо } I_t \geq \text{середня}(I_t) + k\sigma_1. \quad (4.3)$$

У протилежному разі $C_t = 0$, що свідчить про відсутність кризи. За даними Г. Камінскі і К. Рейнхарт, на наявність валютної кризи вказує відхилення індексу більше, ніж на три стандартні відхилення від середнього значення [456]. Важливою характеристикою цього індексу є те, що він вказує на можливість розвитку кризи, навіть якщо валютний курс не змінився значним чином. Це означає, що можлива ситуація, коли вичерпання резервів настільки значне, що воно власними силами здатне пересунути індекс валютного тиску (I_t) більше, ніж на два стандартні відхилення.

На додачу до традиційних індексів, визначених у рівняннях (4.1) і (4.2), мірою оцінювання ситуації на валютному ринку може бути *індекс валютної кризи*, запропонований С. Едвардсом [360, р. 7]. Цей показник залежить від динаміки валютного курсу і виявляє кризові ситуації там, де міжнародні резерви лишаються майже без змін, тоді як національна валюта надзвичайно знецінюється. Фактично він відображає стан припинення захисту валютного курсу до того, як міжнародні резерви зазнають найбільшого спустошення. Індекс валютної кризи визначається так: індекс набуває значення один, якщо зміна номінального валютного курсу є самостійним тригером початку руху показника кризи C_t у рівнянні (4.3). Це вказує на те, що у країні відбувається значне знецінення національної валюти без значних втрат міжнародних резервів.

Інтегральний метод оцінювання системної фінансової стабільності. Дослідження розвитку системної нестабільності вимагає інтегрованої оцінки фінансових ризиків, щоб виявити, як зміни в певних параметрах впливають на сукупну платоспроможність фінансової системи. З цією метою ми пропонуємо *інтегральний метод*, який об'єднує найбільш продуктивні сучасні підходи до оцінювання вразливості фінансових систем. Такий підхід здатний надати комплексне уявлення про розвиток системної нестабільності. Формалізована оцінка системної фінансової стабільності може містити кілька основних напрямів.

1. *Оцінка ризику системного шоку для фінансової системи на основі індикаторів системи раннього попередження*, динаміка яких свідчить про рух до передкризової ситуації. Ключовими змінними, що виступають як індикатори-передвісники фінансової напруги, є: зростання відсоткових ставок (передбачає значні коригування цін на активи); ріст відношення кредиту до ВВП (індикатор для цінних бульбашок і фінансових криз, особливо в поєднанні з інвестиційним бумом); погіршення якості кредитних портфелів банків (безпосередня причина спадів у банківському секторі); зростання міжбанківського спреда (зростання премії за ризик кредитування в банківській системі обмежує входження банків на міжбанківський ринок і засвідчує зростання напруженості з поточною ліквідністю в банківській системі) тощо. Найбільш придатним для визначення ймовірності системної фінансової кризи є підхід з використанням логіт-моделей множинного вибору.

2. *Стрес-тести еластичності фінансової системи як до шоків макроекономічного середовища, так і ймовірних шоків виняткового характеру.* Агрегований стрес-аналіз дозволяє визначити структурну вразливість фінансової системи і середню експозицію до правдоподібних ризиків, які можуть призвести до її краху. Більш придатним у цьому разі є тип сценарного аналізу, який водночас розглядає поведінку окремих ринкових змінних (наприклад, цін) і зрушення у взаємовідносинах між ринками різних активів (наприклад, кореляції і волатильність) Якщо стрес-тести припускають існування істотних експозицій до ризиків, фінансова система є крихкою; якщо – ні, вона вважається стабільною. Найбільш адекватну картину вразливості системи забезпечить проведення обох видів агрегованого стрес-аналізу – по агрегованому портфелю фінансової системи та агрегування стрес-тестів по індивідуальних портфелях. Поєднання обох підходів дозволяє отримати максима-

льну інформацію щодо сукупного впливу шоків та їх поширення в масштабах фінансової системи. Це може бути корисним для розуміння потенціалу ефектів зараження для системної стабільності.

3. *Визначення ризику міжбанківського зараження* через оцінювання зв'язків між фінансовими інститутами, які формують ризики контрагента і визначають ефект доміно (за показниками концентрації ризику і структурою двосторонніх міжбанківських позицій). Для більш точної оцінки ризику системної нестабільності, викликаного кризою системного банку, слід враховувати результати стрес-тестів для системних фінансових установ. Аналіз потенціалу міжбанківського зараження потребує також проведення міжбанківського стрес-тесту на основі даних про двосторонні міжбанківські відкриті позиції. Це дозволить з'ясувати потенційний вплив банка-банкрута на платоспроможність і ліквідність кожного з банків-контрагентів. За своїм характером це є оцінка абсолютної експозиції учасників фінансової системи до системно важливих фінансових інститутів і ринків.

4. *Оцінювання умов невизначеності на ринках фінансових активів* – акцій, облігацій, деривативів, іноземної валюти, яке вказує на додаткові джерела нестабільності і посилення диспропорцій. Відповідними індикаторами є міри ринкової ліквідності (бід-аск спред), очікувані ціни активів (вбудовані у ціни деривативів), ринковий ризик (що відображається в історичній і розрахунковій волатильності цін) тощо. Вони можуть бути доповнені індикаторами, які визначають характеристики фінансових дисбалансів.

5. *Оцінка стану фінансової системи на основі аналізу макропруденційних показників* діяльності депозитних і недепозитних інститутів та макроекономічних змінних. Індикатори фінансової стійкості показують, чи відбувається накопичення резервів стійкості фінансових інститутів, завдяки чому збільшується стійкість фінансової системи до шоків, чи вони створюють додаткові передумови для розвитку і поширення нестабільності у фінансовій сфері. Макроекономічні показники, що характеризують розвиток економіки і фактори мобільності фінансових ресурсів, відображають макроекономічні ризики, на які наражаються фінансові інститути та економічні агенти, що діють на фінансових ринках. Системний ризик має місце, коли надмірне зростання кредитування супроводжується значним ростом ціни активів і зміцненням реального обмінного курсу. Він нерідко є передвісником системної фінансової нестабільності. Зазвичай фінансові

кризи відбуваються, коли обидва типи макропруденційних індикаторів указують на вразливість фінансової системи, тобто коли фінансові інститути фінансово нестійкі і наражаються на макроекономічні шоки [542, р. 3].

6. *Аналіз макрофінансових зв'язків* між банківською системою і нефінансовими секторами для визначення взаємного впливу функціонування фінансової системи, реальної економіки і динаміки макроекономічних умов. Чим сильніші деформації у макрофінансових зв'язках, тим вищий ризик розвитку системної нестабільності.

Цей аналіз охоплює кілька ключових елементів. *Аналіз фінансової структури і ринкової структури фінансового посередництва* (рівень концентрації, розподіл за формами власності) дозволяє оцінити характер розвитку і можливі наслідки системної фінансової нестабільності для реальної економіки і посередницького потенціалу фінансової системи. Так, структура власності фінансових інститутів визначає наявність додаткових джерел зовнішньої підтримки в разі розвитку системної нестабільності (наприклад, коли банки перебувають у іноземній або державній власності), висока концентрація активів посилює потенціал поширення шоків, а незгоджена фінансова структура трансформує передатний механізм монетарної політики, обмежуючи вибір варіантів стабілізаційної політики і збільшуючи витрати, пов'язані з її впровадженням. *Аналіз взаємозв'язку між фінансовим і бюджетним секторами* показує вплив авуарів банківського сектора у формі державних боргових зобов'язань на системну стабільність і на економічну прийнятність боргу. Утримання банками надмірного обсягу вимог до суспільного сектора і формування недиверсифікованих портфелів активів підвищує вразливість окремих фінансових інститутів і фінансової системи в цілому. *Аналіз фінансового стану нефінансових корпорацій і домогосподарств* дозволяє виявити потенційне погіршення якості активів фінансової системи на ранньому етапі. Співвідношення позикових і власних коштів корпорацій і коефіцієнти, що визначають їх можливості з обслуговування боргу, по суті є індикаторами якості активів фінансового сектора, оскільки корпорації – один із найважливіших каналів, через який шоки впливають на депозитні установи. Накопичення надмірної заборгованості і відповідне послаблення здатності позичальників обслуговувати борги безпосередньо погіршує якість кредитного портфеля фінансових інститутів, збільшуючи нестійкість фінансової системи.

7. *Оцінка потенційного міжнародного фінансового зараження* на основі аналізу каналів фінансових взаємозв'язків: міжнародних потоків капіталу і спільних кредиторів з іншими країнами. Відкриту економіку необхідно розглядати як частину сукупності взаємопов'язаних у глобальному масштабі балансів, які наражаються на вплив зовнішніх шоків. Це дозволить врахувати наскільки вона вразлива до ризику міжнародного фінансового зараження. Мірою оцінки ризику міжнародного фінансового зараження є *відносний індекс спільного кредитора* [406; 661]. Індекс охоплює подібних окремих позичальників із ринків, що формуються, як частку їх сукупних запозичень від іноземних кредиторів. Відносний індекс спільного кредитора розраховується так:

$$I_{(0,i)} = \sum_{k=1}^n \left(\frac{B_{0k} + B_{ik}}{B_0 + B_i} \right) \left[1 - \frac{\left(\frac{B_{0k} - B_{ik}}{B_0 - B_i} \right)}{\left(\frac{B_{0k} + B_{ik}}{B_0 + B_i} \right)} \right],$$

де B – сума зовнішніх запозичень; 0 – країна з початковою кризою; i – інша країна з ринком, що формується, k – інвестори з країни спільного кредитора. Індекс є позитивною функцією запозичень від спільних кредиторів (відносно сукупних запозичень ринків, що формуються) і подібності частки запозичень від іноземних кредиторів для кожної країни з ринком, що формується. Тому в міру того, як загальна структура запозичень ринків, що формуються, стає більш подібною, індекс наближається до одиниці. Сильний фінансовий зв'язок з країною походження кризи через розподілення спільного кредитора, а також високий рівень міжнародних зобов'язань, свідчать про збільшення фінансової вразливості країни і ймовірність зараження.

8. *Оцінювання чистого ризику*. Рівень стійкості фінансової системи зумовлений не лише характером ризиків, на які вона наражається, а й адекватністю заходів управління ризиком. Тому інтегрована оцінка вразливості фінансової системи вимагає визначення адекватності системи регулювання. Відповідно, додатковий аналіз може стосуватися фінансової інфраструктури (включаючи платіжну систему), а також інших інфраструктурних аспектів – законодавства, системи нагляду, звітності тощо. Цей підхід уособлює *концепція чистого ризику* [449, р. 28–29].

Чистий ризик, або вразливість, визначається як відповідність між експозицією до ризику фінансових інститутів (валовий ризик) і системою нагляду:

**Чистий ризик =
Валовий ризик – адекватність управління
ризиками/система нагляду.**

Оскільки вразливість фінансової системи визначається не лише прямими ризиками фінансових інститутів, а й ризикованістю середовища їх функціонування, то визначення чистого ризику може бути модифіковане таким чином:

**Чистий ризик =
Ризикованість середовища – ефективність способів
організації нагляду.**

Відповідно до цієї концепції, стійкість фінансової системи визначається комбінацією двох параметрів, співвідношення яких формує чотири типи характеристик її стійкості:

- *вразлива система* – високі ризики і слабка система управління ризиками;
- *потенційно нестабільна система* – низькі ризики, але слабкий ризик-менеджмент, що збільшує вразливість до шоків;
- *потенційно нестабільна система* – високі ризики, але ефективний ризик-менеджмент і нагляд, що може зменшити вразливість;
- *стабільна система* – низькі ризики та ефективна система управління ризиками.

У сукупності ці методи призначені доповнити ті, що запропоновані для оцінки фінансових дисбалансів. Для забезпечення ефективнішої загальної оцінки вразливості і потенційних системних фінансових збитків, наведена оцінка має бути доповнена оцінкою накопичення вразливості. Зауважимо, що прогнозування розвитку фінансової системи на основі макроекономічного прогнозу країни – необхідний елемент підвищення точності аналізу і розробки економічної політики за всіх форм нестабільності фінансової системи.

Запропонована методологія дає лише певну інформацію про тенденції нестабільності, що формуються у фінансовій сфері, але не вказує однозначно на те, відбудеться чи ні фінансова криза. У короткотерміновій перспективі негативні тенденції (наприклад, висока вразливість системно важливого фінансового інституту) можуть компенсуватися сприятливими факторами (приміром, значним профіцитом бюджету). Натомість за погіршення кон'юнктури

накопичені диспропорції в економіці і фінансовій системі можуть спричинити системну фінансову нестабільність. Тому кожного разу рішення про збільшення чи зменшення ймовірності кризи, засвідчене індикатором, має прийматися, виходячи з конкретної ситуації в економіці країни.

4.4.2. МЕРЕЖА БЕЗПЕКИ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРА

Мережа безпеки фінансового сектора може розглядатися як інституціональний механізм, який зменшує негативні екстерналії фінансової нестабільності та обмежує її поширення. Вона містить різні компоненти, серед яких, як правило, системи фінансового захисту фінансових посередників (короткотермінова підтримка ліквідності окремих фінансових інститутів), ринків (загальна підтримка ліквідності через монетарну експансію), вкладників (система страхування депозитів), пруденційне регулювання тощо (рис. 4.3). За своїм характером застосування інструментів мережі безпеки уособлює державне втручання у функціонування фінансової системи. Основна проблема впровадження мережі безпеки зумовлена тим, що вона має забезпечити збалансування суперечливих цілей: з одного боку, обмежити вплив шоків і не допустити виникнення фінансових криз, з іншого – уникнути проблем, пов'язаних з моральним ризиком, які ведуть до втрати дисциплінуючого впливу ринку на діяльність учасників фінансової системи. Вагомість цієї дилеми зростає з огляду на те, що в міру зростання впливу мережі безпеки вплив ринкової дисципліни нелінійно знижується [534].

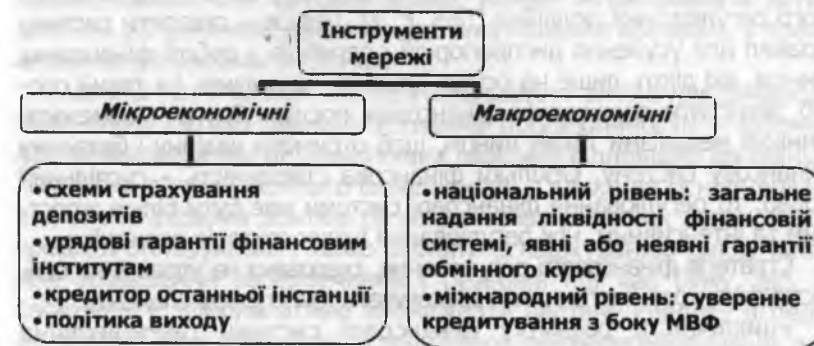


Рис. 4.3. Основні інструменти мережі безпеки

Найбільш вразлива складова транзитивних фінансових систем – банківський сегмент, внаслідок як загальних (особлива природа його зобов'язань, ключова роль у системі платежів), так і специфічних (домінування у фінансовій системі) чинників. Тому призначення мережі безпеки відповідає традиційному: відвернути масове вилучення вкладів з банків, втрати банківського капіталу і банкрутство банків, щоб запобігти дестабілізації банківської і, таким чином, усієї фінансової системи. У міру просунення у трансформаційних економіках функціональної консолідації, запобігання системній фінансовій нестабільності вимагатиме поширення мережі безпеки на інші компоненти фінансової системи.

Інструменти мережі безпеки взаємодіють між собою або як компоненти, або як субститути. Тому формування адекватного інституціонального механізму забезпечення фінансової стабільності потребує створення узгодженого комплексу таких інструментів. Ідеального пакету не існує: його композиція залежить від конкретних умов, у яких діє фінансова система [675, р. 21]. Пакет інструментів мережі безпеки має еволюціонувати в часі відповідно до змін, яких зазнає фінансова система країни. Для трансформаційних економік найбільш актуальними при створенні (або удосконаленні існуючої) мережі безпеки є три напрями:

- адекватне фінансове регулювання;
- розвиток безпечної системи захисту вкладників і запобігання банківській паніці;
- зменшення асиметричності інформації і захист прав кредиторів.

Фінансове регулювання. У загальному сенсі мета фінансового регулювання подвійна [565, с. 2]. Перше – створити систему правил для усунення диспропорцій і перебоїв у роботі фінансових ринків, які діють лише на основі власних механізмів, і у такий спосіб захистити споживачів фінансових послуг. Друге – обмежити ринкові механізми таким чином, щоб отримати надійну і безпечну фінансову систему. Оскільки фінансова стабільність – суспільний товар, то регулювання фінансової системи має бути більш жорстким та інтенсивним, ніж регулювання інших секторів економіки.

Стратегія фінансового регулювання, скерована на управління стійкістю фінансової системи, має враховувати такі ключові елементи:

- циклічність розвитку фінансової системи (антициклічна політика);

- інтернаціоналізація фінансових криз та інтегрованість національних фінансових систем у глобальні фінанси (міжнародні стандарти);
- цілісність фінансової системи (системність регулювання).

Антициклічна політика. Циклічність і проциклічність фінансової системи вказує, на те, що мета забезпечення фінансової стабільності має бути інтегрована в антициклічну політику держави. Така інтеграція означає, що 1) ефективність антициклічних заходів в межах макроекономічної політики повинна узгоджуватися з циклічністю розвитку фінансової системи; 2) механізми фінансового регулювання мають враховувати фінансовий цикл, який лежить в основі фінансової нестабільності.

У концептуальному плані політика, спрямована на зменшення циклічності фінансової системи, передбачає управління ризиками, які ведуть до накопичення фінансових диспропорцій, і структурою стимулів на фінансових ринках, яка визначає поведінкову реакцію на зміну ризиків. Важливими при цьому є два головні принципи. Перший – це симетрична політика у відповідь на експансіоністську або обмежувальну фазу фінансового циклу. Оскільки ризики зростають у період підйому і матеріалізуються під час спаду, очевидно, що ефективні антициклічні заходи – ті, що здатні діяти подібно до "вбудованих стабілізаторів" фіскальної політики. Інший важливий принцип – тривалість періоду, упродовж якого вимірюється ризик і здійснюється управління ним. Теоретично, він має охоплювати часовий період, необхідний для розгортання циклу. На сьогодні не існує загально визнаних дієвих методів чи механізмів, які дозволяють запобігти циклічності розвитку фінансової системи. Тим не менше, враховуючи світовий досвід, можна запропонувати антициклічні інструменти, придатні для регулювання коливань у транзитивних фінансових системах.

Один із потенційних методів зменшення амплітуди фінансового циклу (отже, певного усунення проциклічності) – формування застережних антициклічних резервів відповідно до оцінки "скритого ризику" повного бізнес-циклу. Оцінка на основі очікуваних або скритих збитків (а не на основі наявних втрат, коли кредити оплачуються) може сприяти згладжуванню циклу шляхом збільшення забезпечення і резервів під час буму, що, у свою чергу, допомагатиме зменшувати нестачу кредиту в період спаду, коли доступ до зовнішнього фінансування більш до-

рогий та обмежений³³⁹. Такі резерви можуть стати дієвим антициклічним інструментом, але лише в разі, якщо регулюючі органи здатні адекватно вимірювати зміни ризику в часі й оцінювати ймовірність системного стресу. У протилежному випадку застережні резерви мають бути доповнені дискретними антициклічними резервами, розрахованими на основі об'єктивних критеріїв (темپ зростання кредиту, зростання кредитування специфічної ризикованої діяльності або активів тощо). Такі дискретні резерви можуть застосовуватися і до фінансової системи в цілому, і до окремих фінансових інститутів.

Додаткові дискреційні заходи можуть бути спрямовані на обмеження розвитку і наслідків фінансової нестабільності за допомогою застосування контролюючих інструментів. Вони стосуються, насамперед, посилення регуляторних вимог для послаблення кредитного буму і охоплюють ряд інструментів, які ефективно застосовувалися у 60-70-х рр. ХХ ст. у розвинених країнах, а нині у Гонконгу і Сінгапурі. Спектр таких інструментів досить широкий – це нормативний капітал, коефіцієнт готівкових резервів, вимоги вторинної ліквідності, коефіцієнт кредит-вартість, маржові вимоги до спекулятивної торгівлі, вимоги щодо забезпечення тощо. У більш загальному плані вони охоплюють усі інструменти, які здатні впливати на ризик і практику ціноутворення через застосування наглядових заходів.

Проблема полягає в тому, що деякі інструменти фінансового регулювання, замість реального скорочення надмірно ризикованої поведінки, спричиняють переміщення ризиків між суб'єктами фінансової системи. Наприклад, стандарти, які припускають нижчу оцінку ризику короткотермінових кредитів, стимулюють схильність фінансових інститутів до короткотермінового кредитування. У результаті позичальники змушені або фінансувати свої довготермінові потреби через короткотермінові внутрішні кредити (що веде до невідповідності по термінах), або залучати довготермінове фінансування за кордоном (що веде до невідповідності по валюті). В обох випадках ризику зміщуються від фінансових

³³⁹ Більшість країн не мають застережних резервів, які б охоплювали весь бізнес-цикл, а використовують однорічний горизонт для вимірювання ризику. Однак у 1999 р. Іспанія вже почала формувати подібні антициклічні резерви, які розраховуються на основі статистичних методів, що оцінюють ризик, базуючись на минулому досвіді принаймні одного повного бізнес-циклу [679, р. 30].

установ до нефінансових економічних агентів, а фінансові інститути продовжують наражатися на непрямі ризики, пов'язані з можливим банкрутством нефінансових корпорацій. Звідси випливає, що антициклічне фінансове регулювання передбачає координацію з іншими видами економічної політики, у тому числі з політикою, яка регулює діяльність суб'єктів реального сектора.

Зрештою, оскільки проциклічність фінансової системи породжується невідповідною реакцією учасників фінансової системи на зміни ризику в часі, то важливий напрям антициклічного фінансового регулювання – стимулювання адекватного розуміння ризиків, пов'язаних з фінансовим циклом. Це можливо як через публікацію регулюючими органами оцінок системного ризику, так і шляхом запровадження на рівні окремих фінансових інститутів практики і моделей ризик-менеджменту, які вимагають більш довгих, ніж притаманні сучасній банківській практиці, горизонтів вимірювання ризику³⁴⁰.

Міжнародні стандарти. Існуючий напрям фінансового регулювання в перехідних економіках – перехід до сучасної системи пруденційного регулювання, яка базується на запровадженні міжнародних стандартів діяльності в різних сферах фінансової системи. У межах 70 стандартів, затверджених Форумом Фінансової Стабільності, виокремлюється набір стандартів, що вважаються необхідними для гарантування фінансової стабільності. Вони поділяються на три групи: прозорість монетарної і фіскальної політики і даних; інституціональна і ринкова інфраструктура; фінансове регулювання і нагляд (дод. 31). У своїй основі – це єдина сукупність міжнародних правил і принципів для внутрішньої політики у фінансовій сфері. Хоч дотримання стандартів добровільне, а їх застосування припускає варіації залежно від обставин конкретних країн, якість національних фінансових систем, як правило, оцінюється відповідно до цих стандартів³⁴¹. Невідповідність міжнарод-

³⁴⁰ Загальноприйнятий горизонт для сучасної банківської практики в області кредитного ризику – один рік, який відповідає календарному графіку бухгалтерського обліку і сплаті податків.

³⁴¹ Основний механізм, який визначає відповідність стандартам, – Звіт про дотримання стандартів і кодів (Report on the Observance of Standards and Codes – ROSC), який готується МВФ як частина консультацій Статті IV, або через Програми оцінки фінансового сектору (Financial Sector Assessment Programmes – FSAPs), здійснювані спільно МВФ і Світовим банком.

ним стандартам і нормам функціонування фінансової сфери вказує на напрям реформування і розвитку транзитивних фінансових систем, необхідний для формування фінансової стабільності.

Запровадження міжнародних стандартів має подвійну перевагу: вони надають еталон для оцінки стабільності фінансової системи і задають мінімальні стандарти поведінки фінансових інститутів і регуляторних органів, тим самим сприяючи підтримці фінансової стабільності. Недолік полягає в тому, що міжнародні стандарти за своїм характером відображають умови, що склалися в розвинених країнах, і тому не завжди адекватні для ринків, що формуються. Трансформаційні економіки більш схильні до шоків і об'єктивно потребують вищих стандартів (наприклад, достатності власного капіталу, обмежень на пов'язані кредити) та їх модифікації. Чутливий аспект усунення системних ризиків у перехідних економіках – регулювання входження на ринок і виходу з нього у фінансовій системі. Адекватна політика входження на ринок (включаючи вимоги до мінімального розміру власного капіталу фінансових установ) сприяє зміцненню захисту прав інвесторів і ефективнішому посередництву, підвищує довіру до фінансової системи та її учасників один до одного. Ефективна стратегія виходу з ринку забезпечує більшу фінансову стабільність через закриття або санацію неефективних установ, оскільки ненадійні і неефективні банки становлять загрозу всій фінансовій системі [144, с. 12]. З погляду міжнародних критеріїв необхідне удосконалення законодавства про банкрутство і неплатоспроможність, яке за своїм рівнем недостатньо відповідає міжнародним стандартам (табл. 4.11). Однак для трансформаційних економік у цьому плані не менш актуальною є активна політика виходу за участю держави. Основний аргумент – державне втручання гарантує більшу швидкість розв'язання проблем, пов'язаних з діяльністю неплатоспроможної установи проти самостійного виходу фінансового інституту з "локальної" кризи. Економічні "витрати невтручання" – витрати несвоєчасного розв'язання фінансових ускладнень у проблемних установах, за оцінками, значні навіть у розвинених фінансових системах³⁴². Затримки сприяють накопиченню дисбалансів у неплатоспроможних фі-

³⁴² За даними М. Гудфренд, своєчасне розв'язання кризи заощаджень і кредитів у США дозволило б знизити загальні витрати з 120 млрд дол. США до 20 млрд [416]. Див. також [675, р. 10–11].

нансових інститутах і потенційно скорочують ліквідність їх контрагентів, що посилює ризики розвитку системної нестабільності.

Таблиця 4.11. Рівень відповідності законів про банкрутство міжнародним стандартам неплатоспроможності [652, р. 18]

Дуже низький	Низький	Середній	Високий	Дуже високий
Литва	Азербайджан	Білорусь	Албанія	
Таджикистан	Грузія	Вірменія	Болгарія	
Туркменистан	Латвія	Естонія	Боснія	
Україна	Словенія	Казахстан	і Герцеговина	-
	Угорщина	Киргизія	Молдова	
	Узбекистан	Македонія	Румунія	
		Польща	Хорватія	
		Росія	Сербія	
		Словаччина	і Чорногорія	
		Чехія		

Інша проблема – труднощі зі втіленням запроваджених стандартів. Воно потребує врахування закономірностей інституціональних перетворень національних фінансових систем. Так, один із основних індикаторів фінансової стійкості банківського сектора – достатність капіталу. Адекватне вимірювання вартості капіталу банку потребує визначення не балансової, а істинної чистої вартості, яка визначається ринковою вартістю позик у його портфелі активів. Однак її складно оцінити внаслідок неліквідної природи кредитів (зокрема, за відсутності сек'юритизації), нестабільності цін на активи, нерозвиненості транзитивних фінансових ринків. Стає зрозумілим, що впровадження стандартів – складне завдання, яке вимагає певних пріоритетів у їх імплементації. Пріоритети мають встановлюватися залежно від умов, які склалися в країні, з урахуванням: взаємопов'язаності стандартів (приміром, ефективність регулювання і нагляду залежить від законодавчої бази та основоположної системи бухгалтерського обліку); характеру впливу стандартів на підтримку системної фінансової стабільності в умовах існуючих економічних зв'язків.

Варто підкреслити, що міжнародні стандарти не завжди мають розвинену теоретичну основу. Міжнародні стандарти фінансової звітності, які прийняті ЄС у 2005 р. і сьогодні розповсюджуються

на інші країни, мають помітно проциклічний характер³⁴³. Навіть стандарт по банківському капіталу Базель-II, безпосередньо призначений для подолання поточних і потенційних фінансових і операційних ризиків, не має однозначної оцінки. До основних прорахунків нової системи вимог до капіталу відносять неврахування ендогенності ризику та суперечливість і недосконалість моделей, що використовуються для прогнозу різних типів ризику. Вважається, що Базель-II загострює тенденцію проциклічності, посилює концентрацію ризику і сприяє некоректній банківській практиці, спонукаючи банки до стадної поведінки, яка може призвести до системного краху [107, с. 32–33; 636]. Таким чином, само по собі введення і навіть доскіпливе дотримання міжнародних стандартів навряд чи здатне повністю усунути фінансову вразливість і забезпечити стабільність транзитивних фінансових систем. Їх динамічна природа, зростання їх складності припускають, що ці стандарти мають бути достатньо гнучкими, щоб відповідати постійним змінам у фінансовій сфері. Використання неадекватних стандартів по суті створює нові ризики у фінансовій системі.

Системність регулювання. Традиційна ідеологія фінансового регулювання зорієнтована на мікропруденційний підхід до фінансової стабільності, коли основною метою є підтримка стійкості кожного окремого фінансового інституту. Це суперечить системному характеру сучасної фінансової нестабільності. Усунення системного ризику вимагає пріоритетності макропруденційного підходу, орієнтованого на системні ефекти діяльності фінансових інститутів. Критеріями оцінки системної значимості фінансових інститутів є: залучення до ризикованої діяльності, в результаті якої може відбутися крах; зв'язки між фінансовими інститутами, що формують ризики контрагента і визначають ефект доміно; важливість фінансових інститутів для всієї фінансової системи (так звані системоутворюючі інститути). Виходячи з цього, наприклад, компанія-торговець цінними паперами потребує меншого регулювання і м'якших контролюючих методів, ніж банк, який оперує на різних сегментах фінансової системи, поєднуючи інвестиційну і кредитну

³⁴³ Наприклад, норма 39 МСБЗ, яка визначає резерви на покриття витрат по позиках, не відповідає базовим інструментам вимірювання кредитного ризику і управління ним, які використовуються банками та органами нагляду [129, с. 31].

діяльність. Вимоги до фінансових інститутів, діяльність яких формує істотний системний вплив на фінансову систему, мають відображати їхню системну значимість: контролююча структура для них повинна продукувати вищий рівень фінансової стійкості, ніж передбачають традиційні міри. Регуляторний поріг щодо таких інститутів має: 1) відповідати їх профілю ризику і бути сумірним із ризиками, які вони створюють і поширюють по фінансовій системі; 2) забезпечувати пропорційно більшу здатність поглинати потенційні шоки і, таким чином, нижчу ймовірність провалу.

Інший системний аспект – інституціональний. Він стосується консолідації нагляду і регулювання за різнотипними фінансовими інститутами. Тенденція до регуляторної консолідації не стала загальним правилом для трансформаційних економік³⁴⁴. Перехід від функціональної до інтегрованої структури фінансового регулювання дозволяє реалізувати системний підхід до забезпечення стабільності фінансової системи. Концептуальні аргументи на користь консолідації регулювання стосуються двох сфер – управління системним ризиком і незалежності регулювання.

В умовах усунення межі між фінансовими послугами і появи фінансових інститутів з диверсифікованою діяльністю, інтегрований підхід до регулювання і нагляду дозволяє краще управляти системними ризиками. За регуляторної консолідації знижуються витрати на розповсюдження і збір інформації, координацію дій різних агенцій. Розширення інформаційних потоків дає можливість краще відслідковувати ризик фінансових інститутів і удосконалити якість прогнозів майбутніх фінансових проблем. Зникнення потреби у координації взаємодій кількох різних агенцій дозволяє регуляторним органам оперативніше реагувати на конкретні кризові обставини.

Невід'ємна складова ефективного фінансового регулювання – незалежність органів регулювання фінансової системи. Вона має два виміри: незалежність від уряду (політичний тиск) і незалежність від власне галузі фінансових послуг. Як засвідчують дослідження, в усіх без винятку фінансових кризах останнього часу політичне втручання у фінансове регулювання викликало або

³⁴⁴ Універсальні наглядові агенції створено в Естонії, Латвії, Казахстані, Угорщині. Їх діяльність включає не лише функції пруденційного регулювання, а й наглядові функції по захисту прав споживачів і забезпеченню конкурентоспроможності.

загострювало фінансову нестабільність, ускладнювало управління кризами і збільшувало збитки [565, р. 1, 3–4]. У трансформаційних економіках реформа центрального банку забезпечила досить міцні правові гарантії його незалежності від урядового втручання. Але необхідних механізмів подібної гарантії щодо агенцій із регулювання ринку небанківських фінансових послуг фактично не існує. Створення універсальних наглядових органів може сприяти формуванню інституціональної структури більш незалежної від зовнішнього тиску. Консолідація регулювання потенційно елімінує тиск також з боку фінансових інститутів, оскільки ускладнює встановлення неформальних зв'язків інсайдерського типу.

Захист вкладників і запобігання банківській паніці.

Традиційним механізмом захисту вкладників є система страхування депозитів. Прямі схеми страхування вкладів, внаслідок значного впливу на систему стимулів у цілому, виступають одним із найбільш важливих компонентів мережі безпеки. Гарантуючи права власності вкладників, такі системи ставлять за мету: захист загальної стабільності банківської системи; захист окремих, особливо, дрібних "неінформованих" вкладників³⁴⁵. Додатковий аргумент на користь страхування депозитів на ринках, що формуються, – забезпечуючи довіру до банківської системи, воно сприяє поглибленню фінансового розвитку.

Пряме державне страхування депозитів почало запроваджуватися в перехідних економіках із 1993 р. – спочатку в Угорщині (березень 1993 р.), пізніше в Чехії (грудень 1994 р.), Польщі (лютий 1995 р.), Словаччині (липень 1996 р.), Румунії (серпень 1996 р.) тощо. Нині такі системи діють у переважній більшості країн (табл. 4.12).

³⁴⁵ За своїм характером існуючі системи різняться між собою розміром страхового покриття депозитів і принципом їх страхування, характером фінансування та управління. При системі загального страхування зазвичай покриваються всі депозити – включаючи міжбанківські і вклади в іноземній валюті, а сама система може поширюватися на широкий спектр фінансових інститутів (банки, фінансові компанії тощо). Більш поширена система обмеженого покриття передбачає лише страхування традиційних депозитів, тоді як покриття міжбанківських депозитів відсутнє. Вважається, що відсутність подібних гарантій спонукає банки контролювати діяльність один одного.

Таблиця 4.12. Система страхування депозитів, 2007 р.
[40, с. 19–70; 655, р. 82–197]

Страхування депозитів наявне	Страхування депозитів відсутнє
Албанія, Білорусь, Боснія і Герцеговина, Болгарія, Вірменія, Казахстан, Латвія, Литва, Македонія, Молдова, Польща, Румунія, Росія,* Сербія і Чорногорія,* Словаччина, Словенія, Таджикистан,* Угорщина, Україна , Узбекистан, Хорватія, Чехія, Естонія	Азербайджан, Грузія, Киргизія, Туркменистан

* запроваджена у 2005 р.

Їхній вплив на фінансову стабільність має подвійний наслідок. Позитивний ефект зумовлений тим, що страхування вкладів – один із механізмів запобігання фінансовим кризам, особливо тим, що базуються на негативному ефекті слухів, коли страх перед панікою породжує паніку³⁴⁶. Страхування вкладів – прямий спосіб розв'язання проблеми банківської паніки: воно обмежує відтік депозитів із банківської системи і запобігає переростанню банкрутств окремих банків у системну кризу. У трансформаційних економіках запровадження страхування вкладів сприяє також зменшенню рівня концентрації фінансової системи. Воно допомагає невеликим банкам залучати або зберігати свою частку депозитів на ринку, які за відсутності подібного страхування мають тенденцію переміщуватися до великих внутрішніх або іноземних банків. Зрештою, прямі схеми страхування депозитів встановлюють певну межу для зобов'язань держави щодо вкладників в умовах кризи. Відсутність такої системи може необмежено збільшувати скриті суми державних витрат при зростанні фінансової нестабільності (внаслідок компенсації вкладів і реструктуризації збанкрутілих банків), що в кінцевому рахунку веде до несприятливого впливу на фінансовий розвиток.

³⁴⁶ В основі механізму розвитку фінансової паніки – відсутність координації в діях вкладників. Банківське обслуговування клієнтів відбувається в порядку надходження вимог. Коли клієнти банків очікують, що інші вкладники почнуть вилучати свої депозити, то кожний окремий вкладник намагається вилучити вкладені кошти якнайшвидше, щоб не зазнати втрат, коли банк буде змушений ліквідувати свої довготермінові активи. Відбувається масове вилучення вкладів з банків.

Негативний ефект полягає в тому, що наявність страхування депозитів підвищує ризики у фінансовій системі, створюючи стимули до ризикованої поведінки. Оскільки страхування депозитів знижує ризик фінансових збитків для вкладників, вони стають менш чутливими до банківських ризиків. Критерієм розміщення заощаджень виступає лише відсоткова ставка: ризикованість кредитної установи до уваги не береться. Пряме страхування депозитів також зумовлює обмежену відповідальність банків, отже, елімінує механізми ринкової дисципліни. Оскільки банки мають можливість перекладати свої збитки, вони отримують стимул діяти менш ефективно, але більш ризиковано. Спрацьовує ефект так званої надлишкової "субсидізації" банківської системи через мережу безпеки: зменшення залежності банківських витрат на залучення коштів від ступеня ризику портфеля їх активів, стимулює банки брати на себе надлишкові ризики. Акумулюючи великі суми застрахованого капіталу, банки отримують можливість здійснювати фактично необмежені високоприбуткові спекулятивні інвестиції, ігноруючи пов'язаний з ними ризик. Мотивація до надмірного ризику посилюється під час негативних економічних шоків, коли не повертається велика кількість наданих позик. По суті, наявність такої системи дозволяє здійснювати більш ризиковані і масштабні операції з позиками і заощадженнями, ніж це було б можливо без неї. У результаті елемент мережі безпеки, призначений обмежувати вразливість фінансової системи, стає джерелом її крихкості та економічних збитків.

Наявність негативного ефекту на практиці значна. Емпіричні дослідження показують: пряме страхування депозитів, хоч і забезпечує захист від паніки вкладників, у середньому асоціюється з меншою стабільністю банківського сектора [361, р. 44–45]. Кореляція страхування депозитів з кризами визначається поєднанням збільшення масштабів залучення вкладів банками і збільшенням рівня ризику, який беруть банки. Як засвідчує міжнародний досвід, без відповідних заходів з боку держави моральний ризик внаслідок фінансового страхування породжує кризи банківської сфери навіть у розвинених країнах (наприклад, криза позиково-ощадних асоціацій у США 1990 р.). Дестабілізуючий ефект особливо істотний при слабкому інституціональному середовищі, коли правові норми недосконалі, якість управління низька, високий рівень корупції, слабка інформаційна база, поширене політичне

втручання тощо [340]. Це вказує, що традиційне страхування депозитів має сенс лише у короткотерміновому періоді, коли фінансова система в цілому функціонує стабільно та ефективно. Під час системної нестабільності, коли виникає потреба у повних гарантіях повернення вкладів, її функціонування починає суперечити стимулам, необхідним для підтримання стабільності та ефективності банківської системи у довготерміновому періоді.

Моральний ризик і потенційна неефективність функціонування банків викликають потребу в удосконаленні моделі страхування депозитів, щоб обмежити її негативний вплив на фінансову стабільність. Основний спосіб – упровадження стимулів, які змушують учасників фінансової системи самостійно контролювати і дисциплінувати один одного. Така можливість існує, якщо страхування депозитів відносно дешеве (вкладники не очікують отримати повної компенсації), обмежене (не поширюється на всі зобов'язання комерційних банків), приватні банки залучені в управління і моніторинг державної системи страхування тощо. Ці характеристики задають принципи функціональної оптимізації сучасної системи страхування депозитів. Їх ключова риса – обмеження масштабів страхування і спільна відповідальність учасників фінансової системи (табл. 4.13). Модель страхування депозитів, скоригована відповідно до принципів функціональної оптимізації, хоч і не може повністю усунути проблему морального ризику у фінансовій системі, задовольняє двом вимогам: 1) забезпечує захист дрібних вкладників, не порушуючи при цьому дисциплінуючого впливу ринку на їх рішення щодо розміщення заощаджень; 2) сприяє зменшенню ризикованої діяльності банків. Для трансформаційних економік обмежувальний підхід до страхування депозитів доцільний також через його вплив на фінансову структуру. Легкий доступ до мережі страхування фактично означає субсидування банків, яке заохочує розвиток економіки, високо залежної від банків і з надмірним рівнем заборгованості [154, с. 134]. При цьому стимулюється перерозподіл капіталів на користь більш ризикованих проектів (у тому числі інсайдерське кредитування), що не завжди відповідає потребам економічного розвитку.

Таблиця 4.13. Принципи функціональної оптимізації моделі страхування депозитів

Принцип	Зміст/Сутність принципу
Кодифіковане страхування	Система захисту депозитів має бути законодавчо визначеною з відповідним описом процедури страхування депозитів і юридичною відповідальністю банків перед вкладниками, а не базуватися на актуальному реагуванні на поточні проблеми в банківській сфері
Орієнтованість на масового вкладника	Розмір страхового покриття має встановлюватися на рівні, який відповідає реальній потребі захисту <i>дрібних вкладників</i> . За деякими оцінками це – від одного до двох річних ВВП на душу населення [39, с. 81]. Великим вкладникам має надаватися обмежене покриття
Консолідоване страхування	Прийнятий рівень максимального покриття має застосовуватися до <i>окремого індивіда</i> , а не до кожного окремого рахунку
Спільне страхування	Страхування депозитів має передбачати відшкодування втрат у співвідношенні меншому, ніж один до одного (що дозволить посилити відповідальність вкладників)
Системність страхування	У систему страхування депозитів мають бути залучені <i>всі</i> фінансово-кредитні установи, що залучають депозити, зі стягненням <i>страхових премій</i> з кожної з них на <i>регулярній</i> основі. Страхові премії мають бути ув'язані з рівнем ризику банківського портфеля і часткою непрацюючих кредитів (що дозволить зменшити моральний ризик у діяльності банків)
Послідовність	За відсутності системної фінансової кризи програма гарантування захисту депозитів має вступати в дію лише після реорганізації банку-банкрута (що дозволить посилити якість банківського нагляду)
Спільна відповідальність держави і приватного сектора	Суто державні схеми знижують ринкову дисципліну і тому більш схильні до криз. Реалізація державних гарантій створює додаткове навантаження на систему державних фінансів. Приватні депозитні схеми більш схильні до банкрутства, а в разі системних криз приватні структури можуть втратити свої фонди. Доцільний варіант – формувати змішану "державно-приватну" систему страхування з розподілом функцій: за звичайних обставин функціонують приватні системи страхування; у випадку системної кризи – залучається державна підтримка страхування депозитів. Роль держави обмежується наданням ліквідності за необхідності (що сприятиме обмеженню порушень ринкової дисципліни та її впливу на системний ризик)

Альтернативні способи захисту вкладників пов'язані з наявністю дієвих механізмів підтримки ліквідності банківської системи. Традиційним є механізм кредитора останньої інстанції. Проте коли центральний банк забезпечує додаткову ліквідність усій банківській системі, можлива поява проблеми морального ризику: фінансові інститути, розраховуючи на підтримку, схильні вести більш ризиковану діяльність. Цієї проблеми можна уникнути за допомогою "селективної" кредитної підтримки неліквідних, але платоспроможних комерційних банків. У разі банківської паніки центральний банк спрямовує ліквідність у ті банки, які мають достатньо активів для покриття депозитів, однак, не мають можливості негайно задовольнити вимоги вкладників, оскільки частина активів вкладена у довготермінові інвестиції³⁴⁷. Звернімо увагу, як і у випадку страхування депозитів, надання ліквідності вирішує проблему відсутності координації: при даному механізмі вкладники очікують, що за потреби вилучення коштів, комерційний банк буде здатний задовольнити їхні вимоги. На відміну від страхування депозитів, однак, забезпечення ліквідністю дозволяє уникнути морального ризику, якщо допомога надається лише платоспроможним банкам. Тому "селективна" політика підтримки ліквідності банківської системи не лише здатна запобігти банківській паніці, але й дозволяє уникнути ризику, який заохочується при системі страхування депозитів. Інший можливий механізм – функціонування агенцій, які беруть на себе функцію викупу в банків простроченої заборгованості з відповідним дисконтом. "Ліквідуючи" непродуктивні кредити, такі агенції потенційно запобігають банківській паніці через рефінансування комерційних банків. Це зменшує ймовірність виникнення масштабних криз банківської системи, тоді як продаж "поганих" кредитів з дисконтом лімітує моральний ризик у діяльності банків. Таким чином, за характером їх діяльності такі агенції можна розглядати як "не-

³⁴⁷ Надання банку фінансової допомоги має бути зумовлене ліквідацією проблемних кредитів. В ідеальному варіанті збільшення капіталу банків не повинне набувати форми купівлі привілейованих акцій або субординованих боргових зобов'язань. Найбільш адекватний інструмент – угоди репо. У такому разі комерційний банк тимчасово обмінює свої неліквідні активи на ліквідність, щоб розрахуватися з вкладниками, і не має при цьому ніяких збитків.

традиційний" децентралізований механізм кредитора останньої інстанції, який підтримує ліквідність банківської системи.

Зменшення асиметричності інформації і захист прав кредиторів. Можна визначити принаймні три основні механізми, які здатні зменшити асиметричність інформації у транзитивних фінансових системах. Перший механізм – *ринкові сигнали*. Якщо виходити з концепції сигналів ринку М. Спенса [621], можна припустити, що у сфері кредитування роль подібних сигналів виконують гарантії і зобов'язання погашення кредиту, насамперед, застава. Гарантії і зобов'язання ефективно сигналізують про якість позичальника, оскільки довготермінові зобов'язання такого роду обходяться дорожче "низькоякісним" боржникам, ніж "високоякісним": у разі неплатоспроможності перші втрачають заставу. Внаслідок цього "низькоякісні" позичальники не зацікавлені у заставних механізмах. Отже, кредитор може справедливо вважати заставу сигналом про якість позичальника. Реалізація цього механізму передбачає наявність інституціонального забезпечення у вигляді, зокрема, юридичної підтримки прав кредиторів (щодо стягнення застави) і створення реєстру застави (щоб уникнути множинного використання "об'єкта" застави).

Другий механізм – *паралельність інформаційної відкритості* учасників фінансової системи. Розкриття інформації на рівні нефінансових економічних агентів – це створення максимально повних і достовірних баз даних про банківських позичальників і відповідних кредитних реєстрів, у тому числі й реєстру безнадійних позичальників. Публічно доступна кредитна історія потенційного позичальника розширює коло потенційних кредиторів, які можуть перевірити позичальника (отже, збільшує можливості залучення фінансування в економіці), а також слугує як засіб покарання і стимул до ефективної поведінки тих позичальників, які не виконують своїх зобов'язань (через підвищення вартості та обмеження доступу до кредиту). Функцію збору і поширення статистичної інформації про позичальників можуть здійснювати як державні централізовані моніторингові системи (наприклад, на базі центрального банку), так і приватні бюро кредитних історій³⁴⁸.

³⁴⁸ Закон України "Про організацію та обіг кредитних історій" вступив у силу у січні 2006 р. Структура українського ринку кредитних історій на

Публічність інформації має обмежувати не лише позичальників, а й власне фінансових посередників. На загальному рівні довіра і репутація – цінний конкурентний "актив" для фінансових інститутів. Прагнення зберегти цей "актив" – потужний стимул уникнення некоректної поведінки. На практиці проблема інформаційної відкритості фінансових інститутів залишається актуальною, хоч приватні інститути спільного інвестування демонструють високу активність щодо збільшення інформаційної відкритості³⁴⁹. Один із способів посилення "публічності" фінансових інститутів – впровадження рейтингу відносної фінансової стабільності, призначеного ранжувати в рамках єдиної послідовної системи відносні рівні фінансової стабільності банків, страхових компаній, пенсійних фондів тощо. Це дозволить створити єдину "систему координат", в якій національні фінансові інститути класифікуються відповідно до їх надійності. Наявність індикатора відносної стабільності фінансових інститутів у рамках країни, може відігравати потрібну роль. Для інвесторів такий рейтинг розв'язує проблему зменшення кількості параметрів, які потрібно оцінити при виборі інвестиційної стратегії, допомагає певною мірою уникнути невизначеності, пов'язаної з інвестуванням коштів і дає можливість без застережень вступати у трансакції з фінансовими інститутами. Для фінансових інститутів такий рейтинг виступає інструментом ширшого доступу до національних заощаджень, розширення інвестиційної бази і диверсифікації джерел фінансування, оцінювання контрагентів. Для державних регуляторів такий рейтинг – додатковий поточний індикатор стабільності окремого фінансового інституту. Динаміка рейтингу відносної стабільності до-

початок 2007 р. охоплювала чотири зареєстровані, але не діючі бюро кредитних історій: Перше всеукраїнське бюро кредитних історій (32 українських банки, 2 страхові компанії, Асоціація українських банків, CreditInfo Group), Міжнародне бюро кредитних історій (Національна асоціація кредитний спілок України, ІФГ ТАС, CreditInfo Group), Українське бюро кредитних історій (Приватбанк, BigOptima), Перше бюро кредитних історій (створене на базі кредитних спілок).

³⁴⁹ Так, пайові інвестиційні фонди Росії надають щоденну інформацію про вартість паїв і чистих активів фондів, дані про структуру активів тощо. Така інформація представлена як на серверах керуючих компаній, так і на інтернет-сайті Центру колективних інвестицій – www.cic.ru. [169, с. 100–101].

зволяє оцінити траєкторію фінансової стабільності кожного з фінансових інститутів, а також загальні тенденції розвитку фінансової системи країни та її окремих сегментів – банківської системи, страхового сектора, інвестиційних посередників тощо.

Такий рейтинг може базуватися на цілій системі оцінок, які характеризують різні аспекти фінансово-економічної діяльності фінансового інституту³⁵⁰. Наприклад, збалансованість внутрішніх показників фінансового інституту (для банків це, приміром, достатність капіталу, ліквідність, якість активів, орієнтація на реальний сектор тощо), здатність погашати випущені боргові зобов'язання на внутрішньому ринку (щодо конкретного випуску облігацій) тощо. Попри те, що підхід може варіювати залежно від країни, важливим є дотримання двох основних принципів. *Перший* – обмеженість рейтингу: він призначений виключно для позначення відносної стабільності фінансових інститутів. Щоб не спричинити паніку на ринку, рейтинг не повинен передбачати ймовірність дефолту конкретних установ. *Другий* – "національний" характер рейтингової шкали: рейтинг призначений для внутрішніх інвесторів, що вкладають кошти в зобов'язання внутрішніх фінансових інститутів у національній валюті. Він не повинен включати іноземні фінансові установи, які не є активними на місцевих фінансових ринках і не домінують у національній фінансовій системі, оскільки це призведе до згрупування місцевих фінансових інститутів у нижчій частині шкали.

Третій механізм пов'язаний із *застосуванням власне мережі безпеки* фінансового сектора. Зменшення морального ризику при впровадженні мережі безпеки вимагає прозорості у структурі і в діях її інструментів [675, р. 21–22]. Учасникам фінансової системи *ex ante* має бути доступна інформація про те хто, що і як робить задля підтримки стабільності національної фінансової системи. Ця проблема є складною на практиці. Існує альтернатива між правилами і дискреційністю у дії інструментів мережі безпеки. Одні з них за своєю природою краще задовольняють правилам (приміром, їх застосування регламентоване необхідністю дотримання заздалегідь прийнятих зобов'язань у формі "тільки, якщо"); інші краще використовувати як дискреційні (у формі адаптивної реакції на непередбачений розвиток подій). Приклад пер-

³⁵⁰ Методика розрахунку подібних рейтингів докладно представлена у [59].

ших – система страхування депозитів, яка чітко визначає поріг для її вживання. Застосування механізму кредитора останньої інстанції під час шоку ліквідності – приклад дискреційної політики. Єдиної оптимальної стратегії застосування інструментів мережі безпеки не існує. Фінансова система внутрішньо нестабільна, а економічний механізм саморегулювання інертний і працює повільно. Щоб усунути цю інертність і згладити фази ділового циклу, центральний банк має активно впливати на реальну економічну активність, змінюючи пропозицію грошей і відсоткові ставки. Саме адаптивна стратегія дозволяє йому підтримувати фінансову стабільність, оперативно реагуючи на короткотермінові коливання економічної кон'юнктури. Однак, небезпечні коливання в економіці часто є результатом неправильно обраної стратегії регулювання, а кожний конкретний політичний захід має обмежені можливості щодо стабілізації фінансової системи. У підсумку в кожний конкретний момент виникає проблема необхідного компромісу між інструментами мережі безпеки і способами їх застосування та іншими заходами економічної політики.

Таким чином, антикризове управління у фінансовій системі представляє собою систему заходів і рішень щодо економічного діагностування, попередження, нейтралізації і подолання кризових явищ та їх причин і наслідків на всіх рівнях фінансової системи. У трансформаційних економіках воно знаходиться на початку свого становлення. Внаслідок "багаторівневої" природи фінансової нестабільності і нелінійних взаємозв'язків між різними елементами і компонентами фінансової системи [172, с. 3] створення узагальнюючого показника фінансової стабільності або нестабільності не можливе. На основі аналізу найбільш продуктивних сучасних підходів до управління фінансовою стабільністю, ми пропонуємо структурний та інтегральний методи оцінювання фінансової стабільності. Сукупні результати структурного аналізу дозволяють ідентифікувати зміни в тенденціях розвитку різних компонентів фінансової системи і можуть інтерпретуватися як відображення фінансових дисбалансів. Вони дають можливість або виявити вже існуючі проблеми у функціонуванні фінансової системи, або завдяки аналізу поточних ризиків, отримати сигнали про потенційне погіршення її стану у майбутньому. На основі структурного аналізу можна здійснювати як постійний моніторинг фінансової стабільності, так і експрес-аналіз вразливості фінансової системи. Інтегра-

льний метод дозволяє оцінювати ситуацію на поточний момент та її динаміку по періодах, наприклад, за повний економічний цикл. Однак існує межа можливостей контролю змін фінансової нестабільності. Для значної кількості показників не існує визначеного конкретного рівня, який однозначно засвідчує збільшення (або зменшення) ймовірності фінансової кризи. Аналіз індикаторів-передвісників значною мірою базується на експертних оцінках поточної ситуації. Більш того, не існує значень індикаторів, які можна було б назвати "нормальними" для стабільного розвитку фінансової системи: залежно від економічної ситуації одне і те саме значення індикатора може як засвідчувати накопичення негативних явищ, так і говорити про стабільність розвитку. Тому важливого значення набуває мережа безпеки фінансової системи. Ми пропонуємо рекомендації щодо удосконалення такої мережі для транзитивних фінансових систем. Недосконале регулювання може не тільки підвищити ймовірність банківської кризи, але й дестабілізувати економіку в цілому шляхом посилення природних флуктуацій. Запропонована стратегія забезпечення стабільності фінансової системи – усього лише каркас, який може бути доповнений у різних напрямках, але він може слугувати схемою, яка дозволяє коректно оцінити характеристики стійкості фінансової системи і застосувати відповідні методи її підтримки.

Додаток 1

Динаміка і структура фінансового і ринкового посередництва окремих розвинених країн, % ВВП (складено і розраховано за [278, р. 90–92; 694; 701])

Країна	Рік	Скупні активи фінансового сектора	Активи депозитно-грошових банків	Активи не грошових інститутів	Внутрішній кредит банківського сектора	Капіталізація ринку акцій	Скупний обсяг торгівлі на ринку акцій	Капіталізація ринку корпоративних облігацій	Капіталізація ринку державних облігацій
Канада	1980		59,3	16,2	83,8				
	1990		77,6	18,9	103,0	46,8	12,4	12,6	65,8
	2000		83,6	24,6	114,5	115,6	88,8	26,3	62,3
	2007		141,3	63,6 ¹	233,2 ¹	147,4	124,1	29,6	51,3
Німеччина	1980	162,0	104,3	12,0*	87,7				
	1990	221,4	115,9 ²	19,5*	101,8	21,2	29,4	32,9	17,5
	2000	347,7	145,7	27,7*	145,4	71,6	56,3	61,5	32,0
	2007		126,7		132,0 ¹	57,1	102,0	34,5	39,9
Франція	1980	202,7	79,1	5,0*	110,6				
	1990	268,1	99,9	18,2*	102,0	27,6	9,4	46,2	20,0
	2000	409,7	101,4	31,7*	103,4	110,7	81,6	39,2	45,5
	2007		117,3		115,5 ¹	102,2	133,4	48,5	51,4
Велика Британія	1980	231,2	48,3	18,3*	36,6				
	1990	395,5	113,7	25,6*	120,8	85,2	28,2	12,6	24,2
	2000	625,6	123,0	32,1*	133,4	192,4	127,2	19,6	31,1
	2007		175,9		176,9 ¹	141,4	378,5	15,8	32,1

Країна	Рік	Сукупні активи сектора	Активи депозитно-грошових банків	Активи не грошових інститутів	Внутрішній кредит банківського сектора	Капіталізація ринку акцій	Сукупний обсяг торгівлі на ринку акцій	Капіталізація ринку корпоративних облігацій	Капіталізація ринку державних облігацій
Італія	1980	152,3	71,2	1,64*	89,0				
	1990	147,1	69,0	7,1*	87,0	14,1	3,8	24,3	72,3
	2000	239,9	89,6	26,7*	96,4	68,6	70,9	32,5	92,3
	2007		116,2		112,9 ¹	50,2	109,8	54,8	79,1
Японія	1980		166,1	80,5	193,1				
	1990		226,8	118,5	267,0	122,6	53,1	40,5	45,9
	2000		236,4	160,4 ³	316,8	83,6	57,9	47,9	78,8
	2007		153,3		419,2 ¹	105,8	148,4	38,8	159,9
США	1980		65,2	45,8	131,5				
	1990		62,3	81,8	173,0	57,5	30,4	69,6	52,1
	2000		55,9	139,9	233,8	163,7	326,3	101,3	43,9
	2007		65,9	161,2	270,4 ¹	143,7	308,5	125,1	46,8

¹ Дані за 2006 р.

² Дані за 1989 р.

³ Дані за 1997 р.

* – сукупні активи страхових компаній та пенсійних і взаємних фондів як відносна частка сукупних активів фінансового сектора.

Додаток 2

Ступінь реформування фінансового сектора трансформаційних економік
(складено за [651; 652, р. 200])

Шкала	Банківська система і лібералізація відсоткових ставок		Фондовий ринок і небанківські фінансові інститути	
	Аналітична оцінка реформ	Оцінка країни, 2007	Аналітична оцінка реформ	Оцінка країни, 2007
1	Прогрес в основному обмежується створенням дворовневої банківської системи	Туркменістан	Незначний прогрес	Таджикистан, Туркменістан
1.7	Досягнуто найвищого рівня в категорії	Узбекистан	Досягнуто найвищого рівня в категорії	Албанія, Азербайджан, Боснія і Герцеговина, Чорногорія, Грузія
2-2.3	Суттєва лібералізація відсоткових ставок і розміщення кредитів; обмежене використання директивних кредитів або стель на відсоткові ставки	Азербайджан, Білорусь, Киргизія, Таджикистан	Формування фондових бірж, маркет-мейкерів і брокерів; окремі операції з державними паперами та/або цінними паперами; правова і регуляторна база для випуску та операцій з цінними паперами в зародковому стані	Македонія, Сербія, Білорусь, Вірменія, Киргизія, Молдова, Узбекистан
2.7	Досягнуто найвищого рівня в категорії	Албанія, Боснія і Герцеговина, Македонія, Сербія, Чорногорія, Вірменія, Грузія, Росія	Досягнуто найвищого рівня в категорії	Словенія, Болгарія, Казахстан, Румунія, Україна

Шкала	Банківська система і лібералізація відсоткових ставок		Фондовий ринок і небанківські фінансові інститути	
	Аналітична оцінка реформ	Оцінка країни, 2007	Аналітична оцінка реформ	Оцінка країни, 2007
3-3.3	Суттєвий прогрес в галузі забезпечення платоспроможності банків та створення інфраструктури пруденційного нагляду і регулювання; повна лібералізація відсоткових ставок з обмеженими пілями щодо отримання дешевого рефінансування; значні обсяги позик приватним підприємствам і суттєва присутність приватних банків	Словенія, Румунія, Казахстан, Молдова, Україна	Великий обсяг випуску цінних паперів приватними підприємствами; створення незалежних реєстраторів акцій, безпечних клірингових і розрахункових процедур, забезпечено певний захист меноритарних акціонерів; поява небанківських фінансових інститутів (наприклад, інвестиційних фондів, приватних страхових і пенсійних фондів, лізингових компаній) та відповідної регуляторної інфраструктури	Латвія, Литва, Словаччина, Хорватія, Росія
3.7	Досягнуто найвищого рівня в категорії	Литва, Польща, Словаччина, Болгарія	Досягнуто найвищого рівня в категорії.	Естонія, Чехія, Польща

Шкала	Банківська система і лібералізація відсоткових ставок		Фондовий ринок і небанківські фінансові інститути	
	Аналітична оцінка реформ	Оцінка країни, 2007	Аналітична оцінка реформ	Оцінка країни, 2007
4	Помітне наближення банківського законодавства і регулюючих норм до стандартів БМР; розвинута конкуренція у банківській сфері та ефективний пруденційний нагляд; значні обсяги термінових позик приватним підприємствам; суттєве фінансове поглиблення	Естонія, Латвія, Угорщина, Чехія, Хорватія	Законодавство про цінні папери та регуляторні норми наближаються до стандартів Міжнародної організації комісії з цінних паперів; висока ліквідність ринку та значна капіталізація; добре функціонуючі небанківські фінансові інститути та ефективне регулювання	Угорщина
4+	Типові для промислово розвинених країн стандарти і показники: повна відповідність банківського законодавства і регуляторних норм стандартам БМР; надання повного набору банківських послуг на конкурентних засадах		Типові для промислово розвинених країн стандарти і показники: повна відповідність законодавства про цінні папери та регуляторних норм стандартам Міжнародної організації комісії з цінних паперів; добре розвинуте небанківське посередництво	

Додаток 3

Ємність транзитивних фінансових систем, % ВВП (складено за [651; 701])

Країна	1995			2000			2005			2007		
	Внутрішній кредит банківського сектора	Ринкова капіталізація	Внутрішній кредит приватному сектору	Внутрішній кредит банківського сектора	Ринкова капіталізація	Внутрішній кредит приватному сектору	Внутрішній кредит банківського сектора	Ринкова капіталізація	Внутрішній кредит приватному сектору	Внутрішній кредит банківського сектора	Ринкова капіталізація	Внутрішній кредит приватному сектору
ЦСЄБ												
Естонія	13,4		14,1	35,4	32,8	23,3	67,0	25,1	56,4	93,4	28,4	94,4
Латвія	13,2	0,2	8,1	23,3	7,2	19,2	71,9	15,8	68,2	94,8	11,5	93,9
Литва	14,2	2,1	15,2	15,2	13,9	13,2	43,5	31,8	41,3	61,1	26,4	61,2
Польща	30,1	3,3	16,9	34,4	18,3	26,6	37,4	30,9	28,9	46,8	49,3	39,9
Словацьчина	46,2	6,3	36,2	56,4	6,0	50,9	48,6	9,3	35,5	51,6	9,3	42,4
Словенія	33,3	1,5	25,6	43,6	13,0	36,4	66,5	22,5	57,3		63,7	
Угорщина	82,5	5,4	22,6	53,5	25,1	31,4	62,2	29,5	51,2	74,5	34,5	61,6
Чехія	71,5	28,3	70,8	49,4	19,4	49,0	43,4	30,7	36,9	54,9	43,7	49,5
ПСЄ												
Албанія	39,9		3,8	48,3		4,7	48,6		14,9	63,7		30,3
Болгарія	68,8	0,5	39,9	17,8	4,9	12,6	42,8	18,7	43,6	59,2	55,1	66,8

Продовження дод.

Країна	1995			2000			2005			2007		
	Внутрішній кредит банківського сектора	Ринкова капіталізація	Внутрішній кредит приватному сектору	Внутрішній кредит банківського сектора	Ринкова капіталізація	Внутрішній кредит приватному сектору	Внутрішній кредит банківського сектора	Ринкова капіталізація	Внутрішній кредит приватному сектору	Внутрішній кредит банківського сектора	Ринкова капіталізація	Внутрішній кредит приватному сектору
Боснія і Герцеговина				38,6		38,5	44,1	36,2	44,3	54,7	71,8	54,7
Македонія	25,7		23,1	14,4	0,2	17,8	20,7	11,1	25,7	35,9	35,8	38,4
Румунія	23,6	0,3	7,8	14,0	2,9	7,2	20,8	20,8	20,0	35,7	27,1	35,8
Сербія				60,6		47,5	28,0	20,6	27,9	29,7	57,6	33,0
Чорногорія							19,2	50,8	19,7		99,1	88,4
Хорватія	48,8	3,1	31,2	47,2	14,9	37,4	73,4	33,2	60,6	82,9	128,7	72,1
СНД												
Азербайджан	12,5		1,2	9,6		5,9	11,2		9,5	18,2		15,3
Білорусь	15,0		6,1	19,2	4,1	8,9	21,8		15,9	27,2		25,1
Вірменія	9,1		7,3	11,5	1,3	9,9	8,8	0,9	8,0	12,2	1,1	13,6
Грузія	8,1		6,1	21,5	0,8	8,7	21,7	5,5	14,8	31,6	13,7	28,3
Казахстан	9,5		7,1	12,3	7,3	11,2	24,7	18,4	35,7	41,4	39,8	59,5

Країна	1995			2000			2005			2007		
	Внутрішній кредит банківського сектора	Ринкова капіталізація	Внутрішній кредит приватному сектору	Внутрішній кредит банківського сектора	Ринкова капіталізація	Внутрішній кредит приватному сектору	Внутрішній кредит банківського сектора	Ринкова капіталізація	Внутрішній кредит приватному сектору	Внутрішній кредит банківського сектора	Ринкова капіталізація	Внутрішній кредит приватному сектору
Киргизія	25,7		12,5	12,2	0,3	4,2	9,4	1,7	8,0	15,2	3,5	16,3
Молдова	23,7		6,7	25,2	30,4	12,7	31,5		23,6	40,2		36,9
Росія	25,5	4,0	9,4	24,7	15,0	13,3	20,6	71,8	25,7	24,9	116,4	37,7
Таджикистан				17,9		13,8	16,4		17,2			
Туркменістан	1,1		3,2	26,9		2,0			1,4			
Україна	15,5		1,5	23,8	6,0	11,2	33,2	29,0	32,2	62,0	79,6	59,1
Узбекистан			18,5		0,2	27,9		0,3	21,8			15,0

ДОДАТОК 4

Розмір фінансового сектора:
сума внутрішнього кредиту банківського сектора і капіталізації фондового ринку, % ВВП
(розраховано за [651; 701])

Країна	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ЦСЄБ																	
Естонія	66,7	12,3	12,3	12,1	13,4	20,9	52,6	40,4	64,6	68,2	62,8	77,4	91,4	113,9	93,4	117,9	121,6
Латвія			18,3	22,6	13,4	14,3	19,7	22,8	23,2	30,5	36,9	43,4	55,1	66,0	87,6	102,4	106,3
Литва			15,6	19,2	16,3	22,4	29,7	23,1	26,7	29,1	25,5	28,2	42,2	59,3	75,3	83,7	87,5
Польща	36,1	39,2	44,5	40,6	33,3	36,9	40,2	45,6	53,9	52,7	50,6	51,7	55,6	65,8	68,5	86,4	96,1
Словаччина			70,3	61,6	52,5	63,5	73,2	65,6	62,8	62,4	67,1	58,8	52,5	53,6	57,8	60,5	60,5
Словенія	36,8	22,7	33,6	36,1	35,3	36,4	41,3	48,9	50,4	57,4	61,5	66,0	74,7	87,9	91,0	117,0	142,7
Угорщина	102,9	97,7	99,1	97,0	87,8	84,2	98,4	93,0	87,1	78,6	68,5	72,6	76,7	86,0	91,6	105,3	109
Чехія			74,3	90,4	99,8	96,4	89,4	78,6	74,2	68,8	60,8	63,4	67,9	72,9	74,2	82,4	98,6
ПСЄ																	
Албанія				50,3	39,9	41,2	58,1	56,2	49,8	48,3	48,0	47,0	46,9	45,4	48,6	54,5	63,7
Боснія і Герцеговина							59,0	56,1	45,6	38,6	26,4	30,3	34,6	60,7	80,3	107,6	126,5
Болгарія	118,5	120,7	133,1	103,4	69,3	108,8	20,8	23,4	20,8	22,7	23,9	28,3	38,4	46,8	61,5	75,8	114,3
Македонія			148,6	78,8	25,7	31,4	29,7	19,0	19,9	14,6	20,8	20,7	26,6	29,8	31,8	41,4	71,7
Румунія	62,4	31,7	20,2	18,0	23,8	29,0	20,5	24,1	20,3	16,9	18,3	23,8	25,2	32,5	41,6	53,8	62,8

Країна	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Сербія							25,9	30,1	36,9	65,8	44,2	21,2	26,5	37,7	48,6	57,9	87,2
Чорногорія												7,7	14,4	37,1	70,0	109,4	187,5
Хорватія			100,9	53,0	51,9	59,9	66,5	63,4	59,6	62,1	69,6	79,4	84,4	97,1	106,6	148,2	211,5
СНД																	
Азербай- джан		65,9	52,1	44,3	12,5	13,0	13,0	13,0	10,7	9,6	9,8	8,7	9,4	10,9	11,2	13,8	18,2
Білорусь				39,8	15,0	15,1	21,4	38,7	23,3	23,3	17,6	18,0	22,2	21,2	21,8	27,2	27,2
Вірменія		62,3	44,1	15,3	9,1	9,3	9,0	11,7	12,0	12,8	9,4	7,8	6,5	7,2	9,7	9,0	13,3
Грузія					8,1	8,1	12,9	15,6	19,5	22,3	22,8	23,5	25,3	23,1	27,2	32,5	45,2
Казахстан			49,6	29,1	9,5	7,9	12,6	17,0	23,5	19,7	17,1	18,5	22,6	30,1	43,2	86,4	81,2
Киргизія					25,7	25,1	18,2	20,0	15,1	12,5	10,3	12,1	13,2	9,9	11,1	15,0	18,7
Молдова	62,8	56,0	25,4	19,7	23,7	26,2	29,7	37,0	31,9	55,7	51,1	52,6	55,1	54,1	31,5	35,0	40,2
Росія			25,9	31,7	29,5	37,3	61,1	52,5	70,2	39,7	47,9	60,8	80,0	70,2	92,4	128,5	141,3
Таджикистан								22,1	20,8	17,9	24,3	21,1	14,0	16,5	16,4	15,4	
Туркменістан			24,9	-16,7	1,1	-19,1	8,4	25,2	26,2	26,9	18,6						
Україна		83,2	30,6	24,2	15,5	14,8	24,4	25,9	28,8	29,8	27,8	35,4	41,7	49,8	62,2	86,5	141,6
Узбекистан ¹			46,5	18,5	20,1	24,1	26,6	22,1	28,1	37,1	34,3	27,6	24,50	22,1	21,6	15,0	

¹ Дані по Узбекистану за всі роки і по Словенії та Чорногорії за 2007 р. враховують не внутрішній, а приватний кредит банківського сектора.

Продовження

ДОДАТОК 5

Розмір фінансового сектора: ліквідні зобов'язання МЗ, % ВВП (розраховано за [701];
дані по Туркменістану й Узбекистану у 2002–2007 рр. за [119, с. 63, 67])

Країна	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ЦСЄБ																	
Естонія	136,0	31,3	28,6	27,2	25,2	26,6	29,8	27,3	32,3	34,7	37,7	37,4	37,0	39,4	47,7	51,6	49,9
Латвія			31,6	34,2	21,3	21,3	25,2	24,6	24,3	27,8	30,3	32,9	36,2	39,4	44,8	50,4	45,8
Литва			23,1	25,8	21,6	16,6	18,2	18,6	20,5	22,9	26,1	28,5	30,9	35,6	41,6	44,4	45,8
Польща	33,3	36,5	36,6	35,2	31,7	33,2	35,1	37,7	40,7	40,6	44,4	42,0	42,4	41,7	44,3	47,1	48,6
Словаччина			60,8	59,2	60,3	62,6	61,5	59,2	61,3	63,9	66,0	63,1	63,4	60,5	57,8	58,6	58,4
Словенія	27,9	20,7	24,9	27,9	27,9	30,4	33,3	41,2	41,8	45,7	53,4	54,1	52,9	54,1	54,7	55,0	
Угорщина	47,4	56,8	55,4	51,5	48,4	48,1	46,5	45,5	46,6	44,2	45,5	46,2	47,1	46,9	49,9	53,0	54,3
Чехія			69,6	71,0	74,0	68,7	64,9	60,8	59,9	66,0	68,3	69,7	71,6	68,5	69,9	71,0	75,7
ПСЄ																	
Албанія				37,7	47,8	49,1	61,6	58,1	61,7	61,8	66,9	65,3	65,0	65,7	68,7	74,4	79,2
Болгарія	74,5	76,4	79,0	79,7	66,8	74,8	34,1	29,6	31,7	36,8	41,8	43,0	48,4	53,6	60,5	66,9	76,8
Боснія і Герцеговина							22,2	23,8	25,6	22,8	39,8	39,2	40,6	45,7	50,6	56,3	65,9
Македонія			73,9	13,4	11,8	11,3	13,3	14,3	17,5	18,9	31,9	28,1	32,5	35,7	38,3	44,1	52,8
Румунія	49,4	35,2	28,8	26,1	30,6	34,3	31,6	32,8	33,8	32,3	25,7	28,9	26,6	31,6	32,5	32,3	36,5
Сербія							11,8	11,7	11,9	16,4	16,0	18,8	20,9	22,6	26,2	29,8	37,2
Чорногорія												11,6	13,0	14,5	24,6	45,2	48,6
Хорватія			25,7	20,0	24,9	33,9	40,9	41,6	39,7	47,6	64,0	64,0	64,9	65,5	67,3	73,2	78,9

Продовження

Країна	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
СНД																	
Азербайджан	38,6	54,8	55,9	12,3	11,3	13,8	10,7	11,7	16,3	12,8	12,9	13,8	17,1	14,4	17,9	21,7	
Білорусь			39,0	14,8	14,2	15,8	30,9	16,7	17,7	14,9	14,6	16,1	17,4	19,1	21,9	24,4	
Вірменія	79,9	69,1	13,1	7,7	8,2	8,7	10,1	11,1	14,7	13,4	15,6	14,4	15,0	16,3	18,3	22,0	
Грузія				7,7	6,8	8,3	7,4	8,0	10,4	11,1	11,7	12,5	15,5	16,6	19,5	23,7	
Казахстан			27,9	13,1	11,4	9,9	10,3	8,6	13,6	15,3	17,1	19,2	21,1	27,8	27,2	36,0	36,4
Киргизія				17,2	13,6	13,7	14,5	13,6	11,3	11,1	14,6	17,5	20,6	21,2	28,6	33,0	
Молдова	70,3	43,5	19,2	15,9	19,2	18,3	21,6	20,0	20,5	22,3	25,1	29,0	30,9	36,8	42,0	43,7	51,2
Росія			23,9	21,2	19,3	17,8	19,7	24,1	20,6	21,5	23,9	26,4	29,9	31,1	33,4	37,7	44,3
Таджикистан							7,1	6,7	8,3	7,8	8,3	8,3	7,0	7,6	9,4		
Туркменістан			20,6	25,5	18,7	8,1	10,3	14,9	12,7	17,9	16,1	13,0	13,2	12,1	10,5	9,4	15,0
Україна			50,1	32,5	26,7	12,7	11,5	13,4	15,2	16,8	18,6	22,1	28,5	35,4	43,8	47,7	55,2
Узбекистан											10,6	10,3	12,2	14,4	15,2	16,3	

ДОДАТОК 6

Структура-розмір: капіталізація фондового ринку щодо внутрішнього банківського кредиту
(розраховано за [651; 697; 701])

Країна	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ЦСЄБ														
Естонія				0,735	0,301	0,991	0,929	0,617	0,753	0,762	0,877	0,374	0,445	0,303
Латвія		0,014	0,233	0,388	0,339	0,301	0,309	0,294	0,215	0,227	0,223	0,219	0,151	0,121
Литва	0,052	0,145	0,962	1,324	0,715	0,642	0,916	0,633	0,580	0,814	0,939	0,732	0,692	0,432
Польща	0,083	0,109	0,170	0,238	0,353	0,485	0,530	0,370	0,390	0,446	0,747	0,825	1,038	1,053
Словачина	0,127	0,135	0,192	0,131	0,070	0,089	0,106	0,124	0,152	0,191	0,244	0,191	0,201	0,182
Словенія	0,130	0,045	0,098	0,250	0,313	0,251	0,298	0,305	0,456	0,515	0,510	0,338	0,533	0,810
Угорщина	0,041	0,065	0,161	0,499	0,472	0,639	0,468	0,396	0,372	0,348	0,485	0,474	0,545	0,463
Чехія	0,190	0,397	0,434	0,334	0,330	0,359	0,393	0,330	0,500	0,398	0,630	0,708	0,702	0,796
ПСЄ														
Боснія і Герцеговина											0,640	0,821	1,252	1,313
Болгарія		0,007	0,001	0,001	0,499	0,357	0,275	0,184	0,199	0,297	0,321	0,437	0,763	0,931
Македонія			0,076	0,007	0,012	0,011	0,014	0,069	0,302	0,415	0,348	0,537	0,744	0,997
Румунія	0,010	0,012	0,006	0,095	0,111	0,138	0,206	0,407	0,717	0,592	0,924	1,002	1,006	0,759
Сербія							0,086	0,280	0,281	0,357	0,549	0,736	1,455	1,936
Чорногорія											1,007	2,643	1,805	1,120
Хорватія	0,071	0,063	0,334	0,465	0,303	0,279	0,315	0,316	0,278	0,325	0,464	0,453	0,838	1,551

Країна	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
СНД														
Азербай-джан					0,005	0,008								
Білорусь				0,259	0,099	0,171	0,214							
Вірменія			0,022	0,125	0,093	0,121	0,113	0,011	0,058	0,174	0,076	0,099	0,117	0,090
Грузія							0,037	0,138	0,150	0,251	0,211	0,255	0,361	0,430
Казахстан				0,931	0,951	1,327	0,594	0,467	0,417	0,533	0,435	0,744	1,662	0,961
Киргизія				0,027	0,040	0,021	0,023	0,025	0,039	0,138	0,183	0,182	0,281	0,230
Молдова			0,118	0,146	0,090	0,113	1,207	0,860	0,811	0,868	0,690			
Росія	0,001	0,158	0,341	1,074	0,169	1,106	0,608	1,077	1,448	2,016	1,818	3,478	5,009	4,675
Україна				0,428	0,055	0,141	0,253	0,148	0,262	0,259	0,573	0,872	0,871	1,284
Узбекистан			0,047	0,154	0,086	0,033	0,007	0,005	0,009	0,004	0,002	0,013	0,241	

ДОДАТОК 7

Структура-активність: сукупна вартість торгівлі на фондовому ринку
щодо банківського кредиту приватному сектору (розраховано за [651; 694; 697])

Країна	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ЦСЄБ														
Естонія				1,2151	0,6976	0,2107	0,2496	0,1459	0,1271	0,1872	0,1737	0,3153	0,0755	0,1039
Латвія			0,0299	0,1246	0,0861	0,0397	0,1514	0,0754	0,0410	0,0322	0,0157	0,0088	0,0064	0,0053
Литва		0,0319	0,0510	0,2095	0,1574	0,1845	0,1342	0,1277	0,0798	0,0466	0,0715	0,0697	0,1390	0,0436
Польща	0,2783	0,1179	0,1838	0,2430	0,2298	0,2604	0,3215	0,1431	0,1074	0,1396	0,2326	0,3408	0,4839	0,5038
Словачина	0,0190	0,1166	0,2535	0,1813	0,0863	0,0426	0,0863	0,1228	0,0822	0,0627	0,0511	0,0041	0,0042	0,0009
Словенія		0,0657	0,0728	0,0665	0,1073	0,0986	0,0651	0,1021	0,1122	0,0608	0,0722	0,0392	0,0397	0,0756
Угорщина	0,0245	0,0352	0,1647	0,6718	1,4089	1,1499	0,8070	0,2746	0,2558	0,2326	0,2779	0,4229	0,4984	0,5580
Чехія	0,0422	0,0928	0,1975	0,1761	0,1267	0,1228	0,2369	0,1331	0,2623	0,3029	0,4945	0,8916	0,5621	0,5030
ПСЄ														
Болгарія		0,0008	0,0000		0,0089	0,0342	0,0364	0,0345	0,0560	0,0360	0,0571	0,1171	0,1012	0,2081
Македонія			0,0007	0,0216	0,1383	0,0356	0,1863	0,0777	0,0426	0,0120	0,0266	0,0650	0,1042	0,1732
Румунія	0,0023	0,0004	0,0015	0,0908	0,1225	0,1103	0,0887	0,0732	0,0867	0,0542	0,0797	0,1721	0,1330	0,1363
Сербія					0,0030	0,0086	0,0011	0,0002	0,0426	0,1422	0,0815	0,0911	0,1565	0,1848
Чорногорія										0,1574	0,0814	0,2561	0,2931	0,1193
Хорватія	0,0596	0,0080	0,0390	0,0458	0,0116	0,0100	0,0273	0,0140	0,0127	0,0152	0,0249	0,0339	0,0618	0,1047

Закінчення дод.

Країна	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
СНД														
Вірменія							0,0113	0,0267	0,0138	0,0023	0,0065	0,0028	0,0086	0,0037
Грузія							0,0434	0,0215	0,0301	0,0384	0,0498	0,0402	0,0630	0,0155
Казахстан				0,0017	0,0184	0,0138	0,0434	0,0215	0,0301	0,0384	0,0498	0,0528	0,1031	0,1440
Киргизія						0,0852	0,3982	0,3219	0,3503	0,1204	0,4243	0,0661	0,3365	0,2454
Молдова			0,0190	0,2865	0,3435	0,2545	0,1529	0,1007	0,0641	0,0857	0,0993	0,0239	0,0279	0,0623
Росія	0,0056	0,0125	0,0906	0,3749	0,2478	0,1107	0,5893	0,4536	0,5908	0,8961	0,9169	0,8104	1,6923	1,5504
Україна					0,0284	0,0457	0,0825	0,0456	0,0169	0,0086	0,0123	0,0238	0,0251	0,0237
Узбекистан			0,0261	0,0140		0,0101	0,0050	0,0029	0,0056	0,0088	0,0015	0,0119	0,0074	0,0267

ДОДАТОК 8

Структура-ефективність: коефіцієнт обороту
щодо чистої відсоткової маржі

(розраховано за [694]; коефіцієнт обороту для Вірменії за [701])

Країна	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ЦСЄБ														
Естонія					21,95	4,91	4,19	3,15	3,94	6,50	5,09	15,16	6,72	4,10
Латвія			2,21	7,76	3,16	2,23	11,16	7,20	6,17	5,85	3,17	1,36	1,41	1,55
Литва			1,17	4,46	3,21	4,05	3,09	3,96	4,36	3,06	3,76	4,59	10,15	4,15
Польща	23,24	9,79	12,32	12,85	8,61	8,90	10,21	6,45	4,38	6,22	7,59	8,97	15,96	12,73
Словацьчина		22,60	54,74	33,49	21,64	13,06	24,11	24,52	12,98	8,07	6,93	0,63	0,57	0,16
Словенія		18,07	17,82	7,21	8,70	9,00	5,04	9,34	8,55	3,61	4,91	3,58	3,62	6,25
Угорщина	4,62	3,55	10,06	19,71	30,11	26,66	19,52	8,79	8,77	10,10	10,14	12,77	18,86	17,15
Чехія		10,35	21,89	15,34	8,02	12,30	25,59	15,31	23,70	26,68	34,11	44,13	25,74	27,47
ПСЄ														
Албанія									2,78	1,06	1,80	0,87	2,06	1,53
Болгарія		0,01			0,51	1,23	1,33	2,59	6,20	3,57	4,60	7,07	4,41	7,59
Македонія				6,25	156,20	56,68	244,50	27,87	4,11	0,67	1,29	3,19	3,49	7,01
Румунія				7,48	6,51	2,18	2,10	1,71	1,62	1,21	1,67	3,72	2,90	5,40
Сербія										5,78	2,07	1,97		
Чорногорія												1,91		
Хорватія	1,51	2,24	1,96	0,44	0,42	1,26	0,85	0,97	0,93	1,28	1,61	2,83	2,39	

Країна	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
СНД														
Вірменія				0,55	0,35	0,45				0,48		0,60	1,31	
Грузія								0,87	0,29	0,04	1,46	1,62	2,37	0,53
Казахстан					0,14	0,16	0,75	0,91	1,80	2,05	5,65	3,19	3,06	3,66
Киргизія							74,16	71,56	97,10	11,69	36,25	4,81	16,52	16,90
Молдова						6,12	1,16	0,60	0,61	0,99	1,37	1,00		
Росія	29,49	0,41	0,83	2,51	2,05	0,66	4,83	5,91	5,91	7,53	6,53	5,68	8,56	9,79
Україна					0,33	1,34	2,25	1,83	0,84	0,54	0,42	0,76	0,97	0,57
Узбекистан				3,93			2,94	4,68	7,70	19,50	8,07	29,68	1,22	

ДОДАТОК 9

Структура-ефективність: коефіцієнт обороту щодо накладних витрат банків
(розраховано за [694]; коефіцієнт обороту для Вірменії за [701])

Країна	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ЦСЄБ														
Естонія					18,64	4,36	4,15	3,44	3,73	6,23	4,23	14,99	8,38	7,50
Латвія			1,91	5,98	2,49	1,82	10,42	4,90	4,67	4,81	2,82	1,43	1,69	2,00
Литва			1,21	2,69	2,22	3,70	2,63	2,60	2,83	2,04	2,87	3,78	9,37	4,64
Польща	35,11	15,09	14,35	16,33	9,99	9,34	9,56	5,33	4,46	6,83	7,71	9,71	16,27	16,20
Словацьчина			22,42	31,98	23,10	22,89	21,39	6,62	10,96	8,34	5,91	0,53	0,67	0,19
Словенія			17,07	20,63	7,57	9,30	8,68	10,01	9,33	4,49	5,64	3,99	3,88	7,47
Угорщина	5,02	4,37	10,43	19,27	25,64	18,08	18,00	9,44	9,07	11,35	10,39	15,51	19,55	9,65
Чехія			12,90	13,32	11,60	5,76	8,24	15,74	11,42	22,02	21,00	30,16	35,56	33,22
ПСЄ														
Албанія									3,57	1,24	2,23	1,34	3,56	2,08
Болгарія			0,02		0,22	0,95	1,26	2,31	5,48	3,24	5,34	9,72	7,07	13,74
Македонія				6,61	170,24	71,64	358,86	33,86	3,93	0,64	1,53	4,94	4,32	7,15
Румунія			0,82	9,60	9,27	2,99	2,10	1,79	1,56	1,12	1,80	3,91	3,43	3,58
Сербія										5,97	1,53	1,20		
Чорногорія												1,16		
Хорватія	1,44	2,46	1,72	0,40	0,40	0,44	1,41	0,90	1,07	1,08	1,50	1,90	3,36	2,89

Країна	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
СНД														
Вірменія				0,86	0,60	0,55				0,51		0,67	1,51	
Грузія								1,53	0,51	0,07	1,62	1,84	2,71	0,64
Казахстан					0,16	0,11	0,61	0,89	1,89	2,57	7,33	4,29	5,16	6,77
Киргизія							32,24	46,98	54,64	8,03	37,39	5,75	21,36	26,38
Молдова						7,02	1,29	0,71	0,66	1,17	1,87	1,14		
Росія	55,39	0,47	1,02	2,25	1,77	0,60	4,51	5,83	6,21	8,54	6,39	5,05	6,89	7,66
Україна					0,43	1,33	2,36	2,07	0,98	0,58	0,47	0,83	1,28	0,68
Узбекистан				4,50			3,15	6,20	8,84	18,64	7,52	26,69	0,92	

ДОДАТОК 10

Динаміка реальних відсоткових ставок у перехідних економіках (складено за [701])

Країна	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ЦСЄБ																	
Естонія		-86,6	-27,7	-10,8	-9,4	-7,6	1,2	5,6	6,3	-0,8	2,4	2,8	1,0	3,8	-1,2	-1,1	-2,9
Латвія			21,3	14,4	5,5	9,5	7,7	9,3	9,4	7,4	9,3	4,2	1,8	0,4	-3,7	-2,4	-2,1
Литва			-52,8	0,4	-14,5	0,9	0,2	7,7	13,8	11,4	9,9	6,8	6,8	3,0	-0,4	-1,4	-1,6
Польща	9,4	8,2	11,1	3,9	-5,2	6,9	9,9	12,1	10,2	12,0	14,5	9,6	6,9	3,3	4,1	3,9	
Словаччина			-12,4	1,0	6,3	10,0	13,4	15,3	12,6	4,8	5,9	5,4	3,5	2,9	4,2	5,0	6,8
Словенія	374,3	-4,2	8,4	13,3	-2,8	10,2	10,7	8,6	5,5	9,6	5,9	5,1	4,8	5,1	6,0	5,3	1,5
Угорщина	-0,4	9,5	3,4	6,6	4,6	5,1	2,8	5,9	7,3	-0,2	3,4	2,2	3,6	8,1	6,2	4,2	3,5
Чехія			-3,6	-2,0	-3,6	2,0	4,4	1,6	5,7	5,6	2,2	3,8	5,0	1,5	6,1	3,5	5,6
ПСЄ																	
Албанія		-65,5	-39,7	-9,7	8,9	-3,5			16,4	17,0	15,7	11,6	10,5	5,4	9,3	10,7	13,3
Болгарія	-53,3	9,1	17,1	17,3	10,1	77,1	-70,1	-7,8	9,4	4,4	4,2	4,6	6,6	3,5	4,7	0,4	2,0
Боснія і Герцеговина								76,3	14,7	10,5		6,7	9,2	7,5	6,2	2,2	1,2
Македонія				3,1	24,6	18,2	16,8	19,4	17,2	9,9	15,2	14,4	15,7	11,0	8,0	6,7	6,2
Румунія				-20,3	11,4	6,9	-30,2	0,1	12,1	6,7	5,8	9,7	1,2	9,2	6,5	3,5	1,6
Сербія										-41,3	-28,5	-4,1	3,1	2,5	1,5	1,5	3,6
Чорногорія																8,3	7,1
Хорватія	81,0	-1,5	41,9	14,1	18,2	7,6	6,8	10,8	7,0	5,4	8,9	7,4	7,4	7,5	7,8	6,3	5,1

Країна	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
СНД																	
Азербайджан									17,0	6,4	16,8	13,8	8,9	6,8	0,8	5,9	-0,7
Білорусь			-85,1	-87,8	-63,9	5,6	-23,2	-28,1	-63,8	-41,2	-18,1	-5,5	-5,1	-4,7	-6,4	-1,7	-3,1
Вірменія					-18,9	39,1	31,0	34,1	38,8	33,4	21,8	18,3	15,5	11,6	14,3	11,4	13,1
Грузія						10,6	41,4	36,5	21,6	26,8	20,8	24,5	27,9	21,1	12,7	9,5	9,8
Киргизія						21,9	25,2	59,0	16,9	19,5	28,0	22,3	14,6	23,0	18,2	12,8	16,5
Молдова						7,7	18,5	23,9	-6,4	5,1	14,8	12,5	3,9	12,0	9,1	4,1	2,7
Росія					72,3	69,3	14,8	19,6	-19,0	-9,6	1,2	0,1	-0,8	-7,2	-7,2	-4,6	-3,1
Таджикистан							6,2	-19,7	-0,2	2,4	-7,0	-5,4	-8,9	2,9	12,5	3,4	-3,9
Україна			-91,7	-66,7	-56,8	8,3	26,3	37,9	21,4	15,0	20,3	19,2	9,1	2,0	-6,7	0,3	-6,3

Додаток 11

Рівень непродуктивних кредитів у транзитивних банківських системах
% сукупних кредитів (складено за [651, 701])

Країна	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
ЦСЄБ																
Естонія		3,5	2,4	2,0	2,1	4,0	2,9	1,3	1,2	0,8	0,5	0,3	0,2	0,2	0,5	1,6
Латвія		11,0	18,9	20,5	10,0	7,0	6,2	4,5	2,8	2,0	1,4	1,1	0,7	0,5	0,4	2,2
Литва		27,0	17,3	32,2	28,3	12,5	11,9	10,8	7,4	5,8	2,6	2,4	0,7	1,0	1,1	1,1
Польща	36,4	34,0	23,9	14,7	11,5	11,8	14,9	16,8	20,5	24,7	25,1	17,4	11,6	7,7	5,4	4,4
Словаччина	12,2	30,3	41,3	31,8	33,4	44,3	32,9	26,2	24,3	11,2	9,1	7,2	5,5	7,1	2,6	2,9
Словенія		13,8	9,3	10,1	10,0	9,5	9,3	9,3	10,0	10,0	9,4	7,5	6,4	5,5	3,9	1,6
Угорщина					6,6	7,9	4,4	3,1	3,0	4,9	3,8	3,7	3,1	3,0	2,8	2,9
Чехія			40,4	30,6	30,2	31,5	37,8	33,8	14,5	9,4	5,0	4,1	4,0	3,8	2,8	3,1
ПСЄ																
Албанія			34,9	40,1	91,2	35,4	32,7	42,6	6,9	5,6	4,6	4,2	2,3	3,1	3,4	4,1
Боснія і Герцеговина				40,0	16,1	79,1	58,7	15,8	20,7	11,5	8,4	6,1	5,4	4,1	3,0	3,1
Болгарія	6,7	6,8	12,5	15,2	13,0	11,8	17,5	10,9	7,9	5,6	4,4	3,7	3,8	3,2	2,5	2,4
Македонія				66,1	59,5	50,3	62,6	46,5	44,4	35,7	34,9	27,5	22,2	15,1	10,9	6,6
Румунія		18,5	37,9	48,0	56,5	58,5	35,4	5,3	3,5	2,3	1,5	1,7	1,7	1,8	3,0	9,8
Сербія										21,6	24,1	22,8	23,2	21,4	3,8	5,3
Чорногорія											4,7	5,7	5,2	2,8	3,2	4,5
Хорватія		12,2	12,9	11,2	8,2	12,6	20,2	19,8	15,1	11,0	9,7	8,6	7,1	5,9	4,8	4,8

Країна	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
СНД																
Азербайджан	26,6	15,7	21,9	20,2	19,9	19,6	35,1	14,4	20,5	19,7	14,6	14,5	14,9	12,0	8,1	
Білорусь		8,4	11,8	14,1	12,5	16,5	13,1	15,2	11,9	8,3	3,7	2,8	1,9	1,2	2,0	0,6
Вірменія		34,0	36,1	22,6	7,9	10,4	4,7	7,2	6,8	4,9	4,9	2,1	2,1	2,6	2,5	3,9
Грузія	10,0	24,3	33,1	6,7	6,6	6,9	6,9	7,2	11,3	7,9	7,5	6,2	3,8	2,5	2,6	12,8
Казахстан			14,9	19,9	6,0	4,7	5,5	2,1	2,1	4,1	3,9	4,2	3,3	2,4	2,7	6,5
Киргизія		92,2	72,0	26,1	7,5	10,2	34,2	16,3	13,8	17,6	11,2	6,1	7,7	6,2	3,5	
Молдова		31,0	36,0	45,5	26,0	32,0	29,3	20,6	10,4	7,6	6,4	6,9	5,3	4,4	3,7	5,2
Росія		4,6	5,6	4,5	4,5	21,8	17,8	9,6	7,5	6,4	5,6	3,6	2,8	2,4	2,0	2,5
Таджикистан			2928,8	3015,6	3,2	15,8	10,8	12,5	84,2	73,6	18,7	13,8	11,4	4,9		
Туркменістан		11,2	11,4	13,9	2,2	0,5	0,2	0,3	0,3	0,3	0,5	0,4	0,3	0,2	0,2	
Україна						34,6	34,2	12,5	6,3	4,5	3,4	3,2	2,2	1,7	1,3	14,5
Узбекистан	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,1	0,1	0,0		8,5	10,9	9,3	8,9	8,8		

Динаміка обсягу депозитів у перехідних економіках, % ВВП
(складено за [701])

Країна	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ЦСЄБ																	
Естонія	95,2	9,5	5,7	7,0	6,2	6,4	9,4	10,5	11,1	12,9	14,7	14,9	14,3	14,7	19,4	21,3	18,6
Латвія			13,4	17,0	7,6	7,5	9,3	9,2	9,3	11,7	13,7	14,7	11,3	12,5	13,1	14,0	17,6
Литва			8,0	11,1	8,2	5,5	5,4	6,2	8,5	10,5	12,2	12,5	12,3	11,5	12,3	14,1	16,9
Польща	18,9	22,7	23,3	22,3	19,8	20,0	22,3	24,8	26,3	28,5	31,4	26,8	25,5	24,5	24,7	21,1	19,7
Словаччина			32,9	34,6	34,7	36,1	38,6	40,6	43,3	44,1	43,9	41,0	34,2	30,7	26,0	26,8	26,1
Словенія	27,9	20,7	24,9	27,9	27,9	30,4	33,3	35,8	35,8	39,6	46,8	44,3	42,5	35,2	32,6	31,7	
Угорщина	22,9	29,4	30,0	29,1	30,4	30,2	28,6	27,8	27,9	26,6	27,3	27,0	25,8	26,8	26,4	28,4	29,3
Чехія			42,7	36,8	44,6	41,8	41,8	40,6	38,4	43,2	43,5	35,6	34,2	32,0	31,0	30,0	31,1
ПСЄ																	
Албанія				17,0	21,4	20,4	33,2	37,8	40,0	38,4	42,6	42,3	44,5	44,9	46,8	50,5	55,8
Болгарія	56,2	57,5	62,2	65,2	49,1	46,7	15,5	13,1	14,7	18,9	21,5	22,4	25,2	27,0	31,4	34,3	40,1
Боснія і Герцеговина							17,1	18,8	12,9	9,9	17,2	16,2	17,9	21,7	24,4	27,2	34,4
Македонія			63,4	5,8	5,0	4,9	6,2	7,0	8,5	9,9	21,0	17,3	20,9	24,5	26,9	31,6	38,4
Румунія	12,2	15,6	17,4	16,7	20,6	23,9	24,1	26,9	28,4	26,6	20,2	23,0	20,9	25,4	24,0	27,0	21,2
Сербія							5,0	5,8	4,8	9,6	8,6	9,6	12,4	14,8	17,9	20,4	27,0
Хорватія			17,6	12,4	16,5	23,3	29,8	31,7	29,9	35,8	49,7	47,0	47,8	49,4	50,5	53,9	57,8

Закінчення дод.

Країна	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
СНД																	
Азербайджан		13,4	13,1	36,0	4,3	3,1	4,1	3,9	4,4	9,6	6,5	6,4	6,8	9,5	8,4	8,1	8,2
Білорусь				23,9	6,5	6,1	6,5	19,4	9,0	12,1	9,7	9,8	10,6	11,2	11,5	13,1	15,3
Вірменія		42,9	37,6	5,9	1,9	2,2	3,3	4,5	5,8	7,8	6,9	7,1	6,8	8,0	7,3	7,2	7,4
Грузія					1,2	1,2	2,1	2,4	3,0	4,2	5,2	5,6	6,4	7,2	8,0	10,3	12,9
Казахстан							1,3	1,7	3,4	6,2	8,8	9,1	12,1	16,3	16,7	23,5	24,3
Киргизія					1,8	1,3	3,6	5,1	5,0	4,3	3,6	4,4	4,9	6,8	6,1	8,2	8,2
Молдова	35,4	12,3	5,9	4,8	5,6	5,6	7,0	7,9	8,4	9,7	12,4	14,2	15,8	19,4	22,6	25,2	30,7
Росія			10,3	10,3	8,8	8,3	7,1	11,2	9,9	9,7	10,8	12,8	13,7	14,6	15,8	17,1	21,5
Таджикистан								1,3	1,5	2,5	2,8	3,2	3,6	3,1	4,2	6,0	
Туркменістан			3,2	6,7	2,6	3,0	3,0	5,7	4,4	7,8	7,6						
Україна		9,0	9,4	11,3	4,1	3,7	3,7	5,0	5,9	6,3	7,5	10,6	15,5	16,9	21,4	25,0	29,5

ДОДАТОК 13

Динаміка державного боргу в перехідних економіках, % ВВП
(складено за [651])

Країна	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ЦСЄБ																	
Естонія					9,0	7,5	6,4	5,6	6,0	4,7	4,7	5,6	5,5	5,1	4,6	4,3	3,5
Латвія				12,8	15,1	13,9	11,1	9,6	12,5	12,3	14,0	13,5	14,6	14,9	12,4	10,7	9,5
Литва							15,2	16,5	23,0	23,8	22,9	22,4	21,2	19,4	18,6	18,2	17,3
Польща	81,8	86,7	88,7	72,4	49,6	43,9	43,0	39,5	39,7	36,8	37,6	42,2	47,1	45,7	47,1	47,6	45,4
Словацьчина			28,3	24,8	22,1	31,2	33,8	34,5	47,2	49,9	49,0	43,4	42,4	41,4	34,2	30,4	29,4
Словенія		45,6	21,1	18,5	17,4	21,0	21,4	23,4	24,6	27,1	27,3	28,0	27,5	27,2	27,0	26,7	23,4
Угорщина	74,6	79,0	90,4	86,0	87,4	73,7	64,0	62,0	61,1	54,2	52,1	55,8	58,1	59,4	61,7	65,6	65,8
Чехія			18,8	17,6	14,4	12,3	12,2	12,9	13,4	18,2	25,9	28,5	30,1	30,4	29,8	29,6	28,7
ПСЄ																	
Албанія					57,5	55,2	77,1	75,0	71,7	71,1	67,4	65,6	60,7	57,7	58,2	56,1	52,8
Болгарія	184,5	165,5	172,0	183,2	114,9	319,8	105,1	79,6	79,3	73,6	66,2	53,6	45,9	37,9	29,2	22,7	18,2
Македонія							47,9	52,0	57,4	47,9	48,8	42,9	39,0	36,6	39,5	32,9	25,5
Румунія					20,5	27,8	16,5	17,8	24,2	22,7	26,0	25,0	21,5	18,8	15,8	12,4	13,0
Хорватія				22,0	19,3	29,2	32,4	37,6	46,4	39,7	40,1	40,0	40,9	43,2	43,7	40,8	37,8

Країна	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
СНД																	
Азербайджан				25,7	19,6	14,1	13,5	14,9	24,2	20,3	20,9	20,5	20,0	18,6	14,2	10,8	9,4
Білорусь				17,9	9,8	11,6	11,6	11,3	13,0	16,5	13,2	11,0	10,4	8,9	8,3	8,8	11,6
Вірменія				30,9	29,7	34,3	39,8	39,5	44,4	46,8	45,3	46,6	40,9	51,5	39,7	34,2	20,0
Грузія								58,2	77,0	69,7	68,3	67,4	61,5	47,0	36,6	28,9	23,4
Казахстан				27,7	14,5	13,8	17,1	22,4	31,5	25,5	18,0	15,6	15,0	11,4	8,1	6,7	5,9
Киргизія			43,6	42,4	52,4	57,7	64,8	114,1	136,5	122,3	107,3	106,9	106,9	92,9	85,9	72,5	57,7
Молдова				5,7	7,4	57,1	63,7	108,5	103,3	91,7	78,4	73,1	58,9	46,0	34,7	33,9	28,4
Росія				47,8	46,3	49,0	57,2	81,9	90,0	62,5	48,2	41,4	32,4	25,9	16,5	10,6	9,5
Таджикистан			0,0	75,5	118,7	75,5	70,3	67,5	107,9	118,3	101,3	89,4	64,8	43,1	42,3	35,5	34,8
Україна				21,8	24,2		30,1	37,6	51,0	45,9	36,9	33,5	29,3	25,9	19,7	16,3	13,4
Узбекистан				10,7	8,6	8,8	7,8	29,2	29,4	42,1	59,4	54,6	41,6	35,1	28,2	20,8	15,7

ДОДАТОК 14

Взаємозв'язок між фінансовими послугами і міжнародними потоками капіталу
(складено за [466, р. 13; 633, р. 27])

Види фінансових послуг ¹	Методи поставки ²						Інструменти руху капіталу										
	ТП	СК	КП	ПФО	накові цінні папери	боргові цінні папери	торговельний кредит	позики	депозити і валюта	інші зобов'язання							
Страхові і пов'язані з ними послуги																	
Пряме страхування (включаючи співстрахування)	*		*														
життя																*	
не життя																*	
Перестрахування, ретроцесія			*													*	
Банківські послуги																	
Залучення депозитів	*	*	*												**		
Кредитування (включаючи іпотечний і споживчий кредити, факторинг, фінансування комерційних угод)	*	*	*										**	**	**	**	**
Фінансовий лізинг		*											**				
Платежі і переказ грошей (включаючи кредитні картки, дорожні чеки, банківські тратти)	*	*	*								*	*	*	*	*	*	*
Гарантії і зобов'язання	*	*	*								*	*	*	*	*	*	*

Інші фінансові послуги									
Торгівля цінними паперами	*	*	*	*	*	*	*	*	*
інструменти грошового ринку	*	*	*	*	*	*	*	*	*
валютний ринок	*	*	*	*	*	*	*	*	*
деривативи	*	*	*	*	*	*	*	*	*
валютні і відсоткові інструменти	*	*	*	*	*	*	*	*	*
переказні цінні папери	*	*	*	*	*	*	*	*	*
інші обігові інструменти	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Випуск та андеррайтинг цінних паперів	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Брокерські послуги на грошовому ринку	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Управління активами (включаючи управління в пенсійних фондах, кастодіальні, депозитарні і трастові послуги)	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Розрахункові і клірингові послуги по фінансових активах (включаючи цінні папери, деривативи та інші обігові інструменти)	*	*	*	*	*	*	*	*	*

¹ Взаємозв'язок фінансових послуг і руху капіталу: * – тип фінансової послуги значно пов'язаний з рухом капіталу через певний метод поставки, але власне фінансова послуга і рух капіталу можуть бути розмежовані між собою; ** – тип фінансової послуги прямо пов'язаний з рухом капіталу через певний метод поставки, а рух капіталу є власне фінансовою послугою.

² До методів поставки відносяться: ТП – транскордонна поставка; СК – споживання за кордоном; КП – комерційна присутність; ПФО – присутність фізичних осіб.

ДОДАТОК 15

Рівень фінансової лібералізованості перехідних економік, 2008 р.
(складено за [651; 701])

Країна	Конвертованість поточного рахунку	Контроль припливу ПІІ*	Лібералізація відсоткових ставок**	Режим валютного курсу	Фінанси ***
ЦСЄБ					
Естонія	Повна	Немає	Повна	Валютна рада в ERM II	8,8
Латвія	Повна	Немає	Повна	Фіксована прив'язка в ERM II	9,9
Литва	Повна	Немає	Повна	Валютна рада в ERM II	15,2
Польща	Повна	Немає	Повна	Плавання	46,3
Словачина	Повна	Немає	Повна	Кероване плавання в ERM II ³	10,9
Словенія	Повна	Немає	Повна	Плавання ³	14,9
Угорщина	Повна	Немає	Повна	Плавання ⁴	32,9
Чехія	Повна	Є	Повна	Кероване плавання	25,2
ПСЄ					
Албанія	повна	Немає	Повна	Кероване плавання	27,1
Боснія і Герцеговина	Повна	Є	Повна	Валютна рада (прив'язка до євро)	34,9

Країна	Конвертованість поточного рахунку	Контроль припливу ПІІ*	Лібералізація відсоткових ставок**	Режим валютного курсу	Фінанси ***
Болгарія	Повна	Немає	Повна	Валютна рада	31,1
Македонія	Повна	Є	Повна	Де-факто фіксований до євро	41,0
Румунія	Повна	Немає	Повна	Кероване плавання	31,7
Сербія	Повна	Немає	Повна	Кероване плавання	-
Чорногорія	Повна	Немає	Повна	Одностороння евроізація (євро)	-
Хорватія	Повна	Немає	Повна	Кероване плавання	17,9
СНД					
Азербайджан	Повна	Немає	Повна	Кероване плавання	12,5
Білорусь	Обмежена	Є	Обмежена де-факто	Повзуча прив'язка	29,5
Вірменія	Повна	Немає	Повна	Плавання	28,0
Грузія	Повна	Немає	Повна	Кероване плавання	31,2
Казахстан	Повна	Є	Повна	Фактична прив'язка до долара США	20,0
Киргизія	Повна	Немає	Повна	Кероване плавання	32,7
Молдова	Повна	Немає ¹	Повна	Кероване плавання	40,7
Росія	Повна	Є ²	Повна	Кероване плавання	21,8
Таджикистан	Повна	Немає	Повна	Кероване плавання	10,0

Країна	Конвертованість поточного рахунку	Контроль припливу ПІІ*	Лібералізація відсоткових ставок**	Режим валютного курсу	Фінанси ***
Туркменістан	Обмежена	Немає	Обмежена де-юре	Фіксований	..
Україна	Повна	Немає	Повна	Кероване плавання	40,5
Узбекистан	Обмежена де-факто	Є	Обмежена де-юре	Кероване плавання	16,0

¹ Існував до 2005 р.

² У 2005 р. не існував, але ПІІ в нефінансові компанії вимагали авторизації у Центральному банку Росії.

³ Сьогодні є членами зони євро (2009 р).

⁴ До 2007 р. включно фіксований до євро в межах коридору.

* Відсутність контролю над приливом прямих інвестицій ("немає") – відсутність обмежень на приплив ПІІ, за винятком випадків, пов'язаних з виробництвом озброєння. Наявність контролю ("є") – контроль на іноземну власність та/або мінімальні вимоги до капіталу.

** Повна лібералізація відсоткових ставок – банки вільно встановлюють депозитні і кредитні ставки. Обмеження де-факто – відсутність юридичних обмежень на встановлення банками відсоткових ставок, але наявність обмежень, що виникають внаслідок істотних ринкових викривлень (директивні кредити, слабке функціонування або висока неліквідність грошових і кредитних ринків). Обмеження де-юре – обмеження на встановлення банками відсоткових ставок через закони, декрети або регулювання центрального банку.

*** *Фінанси* вимірюють відсоток старших менеджерів, які класифікували доступ до фінансів або вартість фінансів як головне або дуже строге обмеження (дані за 2005 р.).

ДОДАТОК 16

Динаміка прямих іноземних інвестицій до трансформаційних економік –
чистий приплив за платіжним балансом, млн дол. США
(складено і розраховано за [651; 652, р. 45])

Країна/ субрегіон	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Кумуляти- вний приплив за 1989–2007 на душу населення	
	ЦСБ																
Естонія	212	199	111	130	574	222	324	343	153	763	698	2 249	673	1 115	1 050	8 001	5 960
Латвія	279	245	379	515	303	331	400	114	250	254	528	585	1 491	1 913	1 500	7 635	3 347
Литва	31	72	152	328	921	478	375	439	715	142	510	689	1 551	1 409	1 100	7 841	2 322
Польща	1846	3 617	4 445	4 863	6 049	7 239	9 327	5 804	3 901	4 284	11 761	6 951	10 727	17 976	13 700	99 771	2 621
Словаччина	236	194	199	84	374	701	1 897	1 520	4 130	1 913	3 052	2 279	3 797	2 881	3 000	23 579	4 366
Словенія	129	161	167	303	221	59	71	226	1 508	-174	281	-67	-215	-353	-295	2 482	1 241
Угорщина	1097	4 772	3 335	3 715	3 070	3 060	2 151	3 573	2 722	479	3 405	5 586	3 640	2 197	2 200	48 557	4 829
Чехія	749	2 531	1 280	1 259	3 575	6 220	4 942	5 474	8 282	1 814	3 941	11 630	4 598	7 930	5 500	65 782	6 337

Продовження дод.

Країна/ субрегіон	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Кумуляти- вний приплив за 1989–2007 на душу населення	
	ПСЄ																
Албанія	65	89	97	42	45	51	143	207	135	178	324	258	315	641	463	2 655	830
Болгарія	105	98	138	507	537	802	998	803	876	2 070	2 879	4 003	7 333	8 154	8 011	29 444	3 854
Боснія і Герцеговина	0	0	0	0	100	90	146	119	266	382	708	579	710	2 023	1 200	5 124	1 348
Македонія	24	10	11	30	128	32	175	441	106	118	322	94	424	321	416	2 234	1 117
Румунія	341	417	415	1 267	2 079	1 025	1 051	1 154	1 080	2 156	6 368	6 587	10 957	9 818	11 065	44 894	2 069
Сербія			0	740	113	112	50	165	475	1 365	966	1 550	4 264	2 195	3 100	11 995	1 599
Хорватія	110	101	466	348	842	1 392	1 105	1 398	553	1 927	732	1 551	3 212	4 644	4 125	18 515	4 168
Чорногорія								10	84	44	63	482	585	717	789	1 986	3 009
СНД																	
Азербайджан	22	330	627	1 115	1 023	510	149	299	1 048	2 353	2 351	458	-1 301	-5 201	-2 016	3 784	451

Країна/ субрегіон	1994		1995		1996		1997		1998		1999		2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008		Кумулятивний приплив за 1989-2007 на душу насе- лення
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022		
Білорусь	11	15	105	350	201	443	119	96	453	170	163	303	351	1 769	1 706	4 564	473														
Вірменія	8	25	18	52	221	122	104	70	111	121	217	252	340	455	482	2 117	658														
Грузія	8	6	54	236	221	62	153	80	122	335	420	529	1 115	1 536	1 227	4 877	1 079														
Казахстан	660	963,9	1 137	1 320	1 143	1 468	1 278	2 861	2 164	2 213	5 436	2 123	6 630	7 100	3 400	37 868	2 504														
Киргизія	38	61	31	83	87	38	-7	-1	5	46	132	43	182	208	224	961	183														
Молдова	12	25	23	78	75	38	127	102	132	71	146	195	223	443	600	1 724	502														
Росія	408	1 460	1 656	1 681	1 492	1 102	-463	216	-72	-1 769	1 662	119	10 753	6 800	5 000	25 045	176														
Таджикистан	12	10	18	18	25	21	24	10	36	32	272	55	66	160	180	775	121														
Туркменістан	103	233	108	108	62	125	131	170	276	226	354	418	731	804	820	3 928	604														
Україна	151	257	516	581	747	489	594	769	698	1 411	1 711	7 533	5 737	9 218	9 500	31 070	674														
Узбекистан	73	-24	90	167	140	121	75	83	65	70	187	88	195	739	918	2 095	77														
Усі пере- хідні еко- номіки	6731	15867	15576	19918	24367	26354	25437	26542	30272	22993	49588	57125	79082	87611	78965	499304	1 237														

О – оцінка.

П – прогноз.

ДОДАТОК 17

Вимоги і зобов'язання трансформаційних економік
проти іноземних банків, млн дол. США
(складено і розраховано за [241, р. А36-А43; 242, р. А36-А43; 243,
р. А36-А43; 244, р. А36-А43; 245, р. 30-37])

Країна/ субрегіон	Кредити іноземних банків												Депозити в іноземних банках											
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007		
ЦСЄБ																								
Естонія	687	992	620	517	630	1076	1591	2660	4260	7645	13094	524	407	640	851	724	1143	1163	1509	1595	1757	3323		
Латвія	166	374	338	354	561	805	1321	2206	4958	10598	19360	584	625	753	866	839	1140	1319	2243	1916	2263	4261		
Литва	438	871	888	752	764	830	1718	2496	3651	8340	15308	571	426	681	816	816	1049	722	1667	1710	2341	3398		
Польща	6597	9595	10973	12771	12960	15467	19402	22789	22203	33661	60904	15480	10794	13941	16532	19253	17286	18365	30740	33569	38360	45065		
Ловаччина	4040	4344	2863	2098	1973	2504	4247	6919	9269	7367	15158	1777	1543	973	1297	1938	1148	1683	2847	2147	3520	4323		
Словенія	1084	1353	2157	2540	2626	3943	6027	7735	13756	18885	28325	2950	2348	2104	2533	3510	4222	3878	3015	4017	3738	6955		
Угорщина	6041	7155	6581	7310	7028	9935	16468	20793	23302	29728	44252	3364	4437	5417	3332	4145	4923	5028	7434	8384	9103	11181		
Чехія	8798	9122	8277	8254	8798	10769	15370	17083	17304	22399	31885	8297	7738	10910	10492	13603	11236	9738	11347	16552	19274	20469		
ПСЄ																								
Албанія	48	73	55	73	70	60	61	103	986	144	290	246	313	387	363	408	455	476	505	460	980	1328		
Болгарія	1241	822	615	650	569	981	1019	2750	3242	6454	12251	2730	1797	1966	2701	2638	2791	2552	4690	4735	7334	8503		
Боснія і Герцеговина	36	32	86	307	375	590	643	947	1899	2302	3494	243	338	876	1185	1742	2234	2705	3408	3805	5029	6469		
Македонія	53	61	133	136	115	120	118	123	126	164	302	233	208	395	397	450	598	735	1036	942	1603	1195		
Румунія	2640	2643	2172	2047	2333	2864	3951	7162	10634	19859	44017	2612	1696	1479	2344	2477	2172	2561	3902	4988	6663	8615		

Країна/ субрегіон	Кредити іноземних банків										Депозити в іноземних банках											
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Сербія			560	330	401	684	1716	3421								1140	2103	3121	3687	3669	4831	
Чорногорія																						
Сербія									4502	7262												1959
Хорватія	1548	2104	3010	3270	3128	5941	9566	11325	16761	22353	38996	33329	2945	3867	5062	6239	7047	9627	10699	8977	11634	14978
Чорногорія									157	908												65
СНД																						
Азербайджан	25	15	82	218	199	214	207	468	810	1188	1834	137	185	348	472	954	835	990	1514	1638	1780	2886
Білорусь	287	308	261	270	347	408	504	616	718	1423	2590	441	308	531	334	464	494	778	906	1344	1401	4770
Вірменія	37	60	43	38	28	17	13	21	65	105	174	63	136	183	192	227	277	350	399	407	830	714
Грузія	18	94	4	148	358	156	174	121	159	223	371	278	149	168	170	115	248	371	342	335	588	1065
Казахстан	776	827	889	498	794	991	2423	3163	5953	13334	15798	515	450	1033	694	1060	788	947	2284	4609	5368	11955
Киргизія	58	88	79	108	81	70	74	38	27	29	35	82	86	75	118	8	72	121	148	220	274	254
Молдова	38	34	56	83	78	67	7	82	76	244	406	196	125	139	185	190	186	272	350	428	567	843
Росія	52460	50918	41103	31942	32381	29679	42385	53951	79637	84648	14927	14808	12795	16235	23299	28386	39001	57561	86092	15286	21997	23139
Таджикистан	29	90	67	40	59	56	87	88	90	96	114	42	74	57	49	81	61	110	168	124	142	189
Туркменістан	887	1031	1084	1293	1122	926	800	833	443	406	334	263	169	928	1332	1435	1767	1974	1712	1455	5049	9668
Україна	1095	920	663	714	808	753	1588	3034	6495	11857	22902	1884	933	783	914	1132	2634	3356	6027	12660	16148	20620
Узбекистан	399	564	931	1105	1070	1092	1193	1036	814	712	697	400	382	711	645	816	779	1116	1472	2204	3399	5680
Усі перехідні економіки	89527	94490	84022	78096	79585	90735	13	16	23	30	52	62044	51407	65580	78315	95753	10	13	19	27	37	43
							1641	9758	10559	8821	0333						7707	2185	0125	6917	1143	7739

ДОДАТОК 18

Динаміка портфельних інвестицій в облігації, млн дол. США
(складено і розраховано за [701])

Країна/ субрегіон	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ЦСЄБ														
Латвія	0	42,8	0	-3,1	0	240	-30	179,1	0	0	503,4	124,6	239,9	0
Литва	0	0	110	90	0	745,1	312,3	179,1	-200	-763,3	1193,6	-404,9	1255,6	
Польща	137,6	249,9	216,2	1202,9	401,7	1146,1	138,5	920,6	1309,1	3595	3468,4	11383,6	3036	2021
Словацьчина	203,7	0	389,7	151,8	543,5	776,8	549,6	-283,3	-188,9	-124,7	621,6	-934,3	-350,7	
Угорщина	2240,6	2120,2	-1142,3	-1192,1	591,6	1260,3	-1177,3	94,1	-742,5	65,3	2875,2	2977,6	6314,9	
ПСЄ														
Албанія	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Болгарія	-207,4	-5,5	-205	-61,5	-55,9	18,2	-46,2	201,5	-79,2	-14,6	-442,3	-1256,8	166,1	-87
Боснія і Герцеговина						0	0	0	0	0	0	0	0	0
Македонія	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	186,9	0	0
Румунія	0	0	804,3	421,5	0	-456,3	63,6	374,6	-148,1	791,6	-186,5	249,2	0	0
Сербія	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	165
Хорватія	0	0	66,5	450,7	65,4	515,7	704	789,8	98,4	695,8	1524	-1007,4	-280	92
Азербайджан	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Білорусь	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	19
Вірменія	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Грузія	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Закінчення дод.

Країна/ субрегіон	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
СНД														
Казахстан	0	0	200	350	100	100	350	0	-50	725	3075	3050	6218,9	10243
Киргизія	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Молдова	0	0	0	75	0	0	0	-25,3	-43,6	-2	-2	-6,4	-6,4	-6
Росія	-34,1	-810,1	20,7	5459,9	11537,9	0	-1017,8	-679	2745,4	4421,6	7973,6	10033,3	212174,7	36505
Таджикистан	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Туркменістан	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Україна	0	-200	-80	0	1387,3	-106,9	-33,1	-133,4	100,9	-554,5	856,5	575,9	359,8	4068
Узбекистан	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Разом	2340,4	1397,3	380,1	6945,1	14571,5	4239	-186,4	1617,8	2801,5	8835,2	21460,5	24971,3	291288,8	53820

ДОДАТОК 19

Динаміка портфельних інвестицій в акції, млн дол. США (складено і розраховано за [701])

Країна/ субрегіон	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ЦСЄБ														
Латвія	0	0	-2,5	6,4	30,0	6,7	-7,1	0,8	23,3	39,3	31,6	12,4	22,2	-13
Литва	4,6	6,2	15,9	30,5	11,4	8,9	121,5	-16,3	5,6	4,2	7,9	130,0	72,0	-166
Польща	0	219,0	749,0	599,0	1734,0	14,0	447,0	-307,0	-545,0	-837,0	1660,0	1333,0	-2134,0	-453
Словаччина	111,3	-15,9	27,5	102,3	-34,8	46,9	-52,9	0	9,8	58,9	0	0	0	232
Угорщина	224,0	-62,3	358,5	979,1	555,9	1191,2	-369,3	134,2	-137,3	268,7	1490,8	-16,3	916,6	-5014
ПСЄ														
Албанія	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Болгарія	0	0	2,0	52,0	19,3	1,9	4,9	-8,6	-22,9	-23,2	21,5	363,1	94,7	101
Боснія і Герцеговина	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Македонія	0	0	0,8	4,6	0	0	0	0	0	0,7	15,3	51,7	76,8	0
Румунія	0	0	0	195,0	95,0	68,0	58,0	8,0	21,0	69,0	111,0	228,7	300,5	746
Сербія	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Хорватія	9,9	4,4	-6,4	16,5	2,1	-18,3	-0,2	14,0	34,7	15,7	177,6	112,9	411,1	435

Закінчення дод.

Країна/ субрегіон	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
СНД														
Азербайджан	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,8
Білорусь	0	0	0	0	2,7	0	0,5	2,5	0,7	3,3	0,5	0,6	-1,2	5
Вірменія	0	0	1,9	0,5	0,7	-0,3	0,4	0,5	-0,4	0,1	1,4	1,3	-0,6	0
Грузія	0	0	0	2,4	0	6,2	0	0	0	0	0	2,5	117,8	34
Казахстан	0	0	0	0	0	0	19,3	55,4	39,3	63,8	-12,8	149,7	2797,0	841
Киргизія	0	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2
Молдова	0,6	-0,5	0,8	3,7	6,5	5,2	2,9	2,8	2,3	0,7	-0,8	0,6	1,8	2
Росія	44,0	46,0	2154,0	1264,7	714,0	-286,6	150,2	542,4	2626,2	421,8	233,4	-215,2	6148,6	18844
Таджикистан	0	0	0	0	0	0	0	0	1,5	0,3	0	0	0	0
Туркменістан	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Україна	0	0	46,0	248,0	227,0	129,0	-193,0	-734,0	-1958,0	-1705,0	-61,0	82,0	322,0	715
Узбекистан	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Усього	394,4	196,9	3347,5	3504,7	3363,8	1172,8	182,2	-305,3	100,8	-1618,7	3676,4	2237,0	9146,1	16313

ДОДАТОК 20

Динаміка залучення фінансування на міжнародних фінансових ринках, млн дол. США
(складено і розраховано за [401, с. 31-32; 409, р. 182-183; 411, р. 176-177; 412, table 14])

Країна/ субрегіон	Разом міжнародні облігації, міжнародні акції, синдиковані кредити														
	1989-1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
ЦСЄБ															
Естонія	82,0	3,0	68,0	454,0	381,0	289,2	232,4	202,1	333,9	457,3	1181,4	692,8	470,9	299,2	328,9
Латвія	82,0	45,0		63,0	114,0	288,9	23,0	212,1	74,6	70,7	881,6	516,1	1457,4	1614,7	1824,9
Литва	85,0	92,0	124,0	320,0	35,0	959,7	679,4	247,3	374,3	431,7	986,0	1219,9	1292,0	1645,3	213,3
Польща	685,0	1211,0	846,0	3817,0	4247,0	3780,7	4468,5	3135,1	5941,2	8550,3	5259,3	16391,7	8246,7	7252,0	9400,5
Словацьчина	614,0	540,0	927,0	879,0	1501,0	994,7	1293,9	219,9	143,1	940,6	1319,0	711,5	1210,7	1354,2	
Словенія	265,0	278,0	827,0	487,0	647,0	687,7	672,7	827,2	309,3	394,8	1321,9	1887,3	1837,8	4537,7	3828,9
Угорщина	14209,0	4421,0	2898,0	3123,0	3346,0	3471,2	1252,9	1347,2	1040,2	3870,4	9260,2	9341,7	7328,7	5330,8	9103,9
Чехія	2255,0	816,0	2030,0	1281,0	1922,0	540,3	127,1	485,1	453,4	1518,8	4086,2	4001,1	2181,4	4262,7	8424,7
ПСЄ															
Албанія															78,1
Болгарія	823,1			23,0	10,0	53,9	8,9	230,4	1260,8	322,5	1099,9	1103,7	1727,1	1360,0	1415,0
Македонія			20,0	20,0	15,0						66,0	176,5		14,4	
Румунія	342,0	369,0	1440,0	753,0	338,0	176,0	589,4	1347,2	1442,2	1738,8	1116,7	2611,0	747,2	1129,1	1890,0
Сербія								19,4*			213,4*	1252,6*	60,2	568,6	243,3
Чорногорія													0,8	21,4	6,4
Хорватія		94,0	472,0	1320,0	528,0	1504,9	1456,6	1724,2	1384,1	1944,4	2737,4	1263,7	1896,7	2786,6	1413,1

Країна/ субрегіон	Разом міжнародні облігації, міжнародні акції, синдиковані кредити														
	1989- 1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
СНД															
Азербайджан				16,1		77,2		16,0			1217,2	4000,2	183,8	315,7	116,6
Білорусь										24,0	21,4	32,0	338,6	302,8	327,0
Вірменія												1,3	30,0	19,1	11,0
Грузія	20,0									6,0		11,1	220,8	341,6	649,6
Казахстан	44,0		217,0	595,0	185,0	417,0	449,6	573,5	1043,5	2200,0	6376,2	8199,1	16655,7	18049,7	11137,1
Киргизія	84,0	155,0							95,0			2,0			7,4
Молдова			55,0	75,0		40,0					7,0	13,1			174,3
Росія	3941,0	2093,0	4623,0	17148,0	13156,0	166,8	8312,5	2831,2	8534,5	12238,8	22121,2	37003,7	59165,4	86535,9	60879,9
Таджикистан					75,0						5,2	1,2		2,0	16,7
Туркменістан		72,0			612,0										
Україна	70,0	22,0		541,0	1100,0	290,7	1127,4	15,0	514,0	1400,0	2617,1	3334,4	5378,1	8672,9	4849,8
Узбекистан	38,0	241,0	14,0	41,0		142,0	40,0	5,0	46,0	37,8	28,0	3,6	4,9		16,4
Усі перехідні економіки	23942,1	10452	14561	29675,1	28212	13880,9	20734,3	13418,5	22990,1	36146,9	61688,9	92518,7	110434,9	144416,4	116353,8

* Дані для Сербії і Чорногорії

ДОДАТОК 21

Динаміка випусків єврооблігацій, % ВВП (складено за [651])

Країна	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ЦСЄБ												
Естонія	1,4	6,2	3,5	2,3	5,6	1,9	8,7	5,8	8,1	2,5		0,2
Латвія		0,5	1,9	3,4		4,2				0,8	1,3	
Литва	0,6	3,0	0,2	5,9	5,6	1,8	0,7	0,1	5,0	3,0	4,2	3,9
Польща	0,2	1,1	0,7	0,8	0,8	1,4	11,2	0,7	1,7	4,0	1,4	1,0
Словацьчина	1,3	0,0	6,1	4,8	5,3	1,1		0,5	2,9			6,5
Словенія	4,1	1,5	3,4	2,5	2,3	3,2			0,7			2,7
Угорщина	1,6	0,9	3,7	5,0	1,2	2,4		0,5	4,2	6,1	6,0	2,7
Чехія	0,8	0,8	1,3	0,7		0,1	0,3	0,9	2,8	1,1	0,7	0,9
ПСЄ												
Болгарія		0,3		4,2		2,0	6,6		1,1	1,4	2,0	
Боснія і Герцеговина		11,1										
Македонія		5,9								3,0		
Румунія	2,9	1,2		1,1	0,7	2,2	3,3	0,9		1,2		
Сербія												0,4
Хорватія	7,4	2,6	0,5	3,2	5,2	5,9	11,4	2,9	4,3		0,9	1,3
СНД												
Грузія				0,4	10,9	3,7						2,0
Казахстан	1,0	1,6	3,4	3,0	1,9	1,1	1,3	1,7	8,1	4,9	9,7	7,9
Молдова	1,8	11,1										
Росія	0,3	1,8	4,8		1,8	0,4	1,0	1,2	2,8	2,3	2,1	2,5
Україна	0,9	3,0	0,9			8,8	6,3	3,6	2,5	2,8	2,8	2,8

Характеристики зовнішнього боргу перехідних економік, 2006-2007 рр.
(складено і розраховано за [701])

Країна	Сукупний зовнішній борг, % ВВП		Приведена вартість зовнішнього боргу		Короткотерміновий борг					
	2006 р.	2007 р.	% експорту товарів і послуг	% ВВП	% сукупного зовнішнього боргу					
					2006 р.	2007 р.				
Латвія	117,2	150,3	266,1	373,0	135,0	192,0	46,0	42,4	232,2	289,5
Литва	68,9		121,2		78,8		40,6		133,4	
Польща	38,7	47,7	96,8	121,0	41,1	53,0	17,0	30,9	44,1	91,8
Словацьчина	51,1		66,7		58,1		57,5		116,6	
Угорщина	102,7		127,2		99,5		13,9		69,4	
Албанія	25,2	24,2	55,2	61,0	21,4	22,0	24,6	27,7	31,7	34,6
Болгарія	66,5	84,3	109,7	144,0	73,5	100,0	38,4	42,6	68,4	80,0
Боснія і Герцеговина	44,2	40,8	84,2	89,0	42,8	42,0	20,2	24,9	33,9	35,1
Македонія	42,8	49,2	102,2	100,0	49,8	54,0	11,4	31,8	16,0	52,8
Румунія	46,6	51,5	148,5	175,0	58,4	67,0	32,2	35,7	58,7	76,3
Сербія	43,8	68,3	127,4	198,0	51,9	86,0	13,8	10,1	15,1	18,7
Хорватія	90,2	97,7	168,5	197,0	92,9	109,0	14,9	10,5	48,5	37,3
Азербайджан	11,1		15,4		11,9		15,9		12,1	

Країна	Сукупний зовнішній борг, % ВВП		Приведена вартість зовнішнього боргу		Короткотерміновий борг					
	2006 р.	2007 р.	% експорту товарів і послуг	% ВВП	% сукупного зовнішнього боргу					
					2006 р.	2007 р.				
Білорусь	16,6	21,3	27,8	40,0	17,4	25,0	72,2	63,4	319,0	143,8
Вірменія	32,0	30,5	77,8	117,0	29,2	38,0	14,4	15,9	27,8	27,7
Грузія	26,2	21,7	56,5	52,0	22,5	20,0	5,2	9,8	12,0	16,3
Казахстан	103,4	103,7	222,1	218,0	132,2	131,0	17,0	12,2	65,8	66,6
Киргизія	85,6	65,0	92,1	65,0	51,8	43,0	1,2	3,2	13,2	6,5
Молдова	64,3	66,5	90,1	98,0	64,9	72,0	34,0	34,2	105,9	82,1
Росія	26,2	29,4	88,1	105,0	33,5	39,0	16,1	21,4	13,3	16,6
Таджикистан	42,5	34,0	42,3	33,0	35,7	30,0	8,1	6,2	46,4	
Туркменістан	8,9	5,9	14,9	10,0	10,8	7,0	17,2	12,1		
Україна	47,6	52,9	105,8	131,0	57,9	66,0	30,8	31,1	68,7	70,5
Узбекистан	22,7	17,3	66,6	51,0	26	20,0		4,9		
Перехідні економіки	51,0	53,1	98,9	118,9	54,0	60,8	24,5	23,6	70,6	67,4

ДОДАТОК 23

Активи іноземних банків, % сукупних активів банківської системи (складено за [651])

Країна	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ЦСЄБ															
Естонія	0,4	0,3	1,8	1,6	28,8	90,2	89,8	97,4	97,6	97,5	97,5	98,0	99,4	99,1	98,7
Латвія			34,6	51,5	70,6	79,1	74,0	74,4	65,2	42,8	53,0	48,6	57,9	63,3	63,8
Литва	0,0	0,0	0,0	28,0	40,6	50,7	37,1	54,7	78,2	96,1	95,6	90,8	91,7	91,8	91,7
Польща	2,8	3,4	4,4	14,4	16,0	17,4	49,3	72,6	72,2	70,7	71,5	71,3	74,3	74,2	75,5
Словацьчина				12,7	19,3	23,7	24,1	42,7	78,3	84,1	96,3	96,7	97,3	97,0	99,0
Словенія		3,9	4,8	5,3	5,4	4,9	4,9	15,3	15,2	16,9	18,9	20,1	22,6	29,3	28,8
Угорщина	9,4	13,3	36,8	46,2	61,3	59,2	61,5	67,4	66,5	85,0	83,5	63,0	82,6	82,9	64,2
Чехія	7,3	11,2	15,5	19,0	23,3	26,4	38,4	65,4	89,1	85,8	86,3	84,9	84,4	84,7	84,8
ПСЄ															
Албанія						14,4	18,9	35,2	40,8	45,9	47,1	93,3	92,3	90,5	94,2
Болгарія						32,5	42,8	75,3	72,7	75,2	82,7	81,6	74,5	80,1	82,3
Боснія і Герцеговина				2,4	4,2	1,9	3,8	21,6	65,3	76,7	79,7	80,9	90,9	94,0	93,8
Македонія				9,4	11,8	11,4	11,5	53,4	51,1	44,0	47,0	47,3	51,3	53,2	85,9
Румунія					11,5	151,3	43,6	46,7	51,4	52,9	54,8	58,5	59,2	87,9	87,3
Сербія		0,1	0,2	0,2	0,6	0,5	0,4	0,5	13,2	27,0	38,4	37,7	66,0	78,7	75,5
Чорногорія										16,9	23,5	31,0	87,7	91,9	78,7
Хорватія		0,1	0,2	0,9	3,0	6,6	40,3	84,1	89,3	90,2	91,0	91,3	91,3	90,8	90,4

Закінчення дод.

Країна	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
СНД															
Азербайджан								4,4	4,6	4,1	5,2	5,8	6,6	6,1	7,5
Білорусь			0,7	0,7	1,4	2,3	2,8	4,0	7,5	8,1	20,4	20,0	16,2	14,7	19,7
Вірменія		7,4	16,1	37,6	40,1	40,5	44,3	45,5	57,6	54,2	51,8	56,7	48,7	45,8	49,0
Грузія		1,3	4,5	15,2	26,7	19,3	15,9	16,5	15,3	12,2	34,9	58,1	75,9	86,9	90,6
Казахстан			4,6	8,8	11,3	18,9	19,4	19,8	17,3	34,3	56,9	5,5	7,3	5,4	38,5
Киргизія					18,3	35,8	16,5	24,6	32,7	50,4	61,2	70,1	73,6	71,5	58,7
Молдова						22,4	34,4	39,8	34,9	36,7	35,2	33,6	19,6	22,9	24,8
Росія			3,0	4,4	6,7	10,1	10,6	9,5	8,8	8,1	7,4	7,6	8,3	12,1	17,2
Таджикистан					15,0	70,2	60,9	71,9	70,3	1,8	3,6	6,2	8,9	6,5	6,6
Туркменістан			0,0	0,6	0,8	1,3	1,6	1,3	1,3	1,7	1,6	1,0	1,0	1,0	1,1
Україна					8,2	9,2	10,5	11,1	12,1	12,3	12,1	12,1	21,3	35,0	39,4
Узбекистан	0,0	0,2	0,1	0,8	1,5	2,7	2,0	2,2	2,4	3,2	4,3	4,4			

Примітка. До іноземних належать банки, участь іноземного капіталу в яких перевищує 50 % станом на кінець року.

ДОДАТОК 24

Характеристика міжнародних золотовалютних резервів перехідних економік
(складено за [701])

Країна	Сукупні резерви, % зовнішнього боргу					Сукупні резерви (включаючи золото), млн дол. США					Сукупні резерви, місяці імпорту				
	1993	1995	2000	2005	2006	1993	1995	2000	2005	2007	1993	1995	2000	2005	2007
ЦСЄБ															
Естонія						389,2	583,0	922,8	1 947,3	3 269,4	3,72	2,4	2,09	1,78	1,9
Латвія	223,24	130,14	18,93	16,27	19,79	526,4	602,1	919,1	2 359,7	5 760,7	4,99	3,22	2,75	2,6	3,46
Литва	127,07	107,73	28,94	30,38	30,45	422,9	829,0	1 362,7	3 815,6	7 721,1	2,08	2,51	2,63	2,57	
Польща	9,48	33,93	42,37	43,07	38,52	4 276,7	14 957,0	27 469,4	42 560,7	65 724,8	2,06	4,86	5,41	3,98	3,79
Словаччина	27,1	67,25	36,05	64,64	49,34	919,6	3 862,8	4 376,3	15 479,9	18 973,4	1,34	4,24	3,45		
Словенія						787,9	1 820,9	3 196,1	8 159,7	1 065,7	1,27	1,99	3,25	4,17	0,35
Угорщина	27,64	37,97	38	28,14	20,05	6 744,5	12 017,2	11 217,3	18 602,8	24 052,2	4,93	6,38	3,35	2,64	
Чехія						4 551,2	14 612,5	13 141,6	29 553,5	34 907,2	2,86	5,59	3,86	3,67	
ПСЄ															
Албанія	21,18	58,13	60,93	78,14	77,47	166,5	265,3	646,3	1 439,6	2 161,9	2,52	3,68	5,14	4,41	
Болгарія	8,64	15,76	31,28	55,4	56,18	1 052,5	1 635,2	3 507,2	8 697,1	17 544,6	2,06	2,77	5,06	4,74	5,85
Боснія і Герцеговина			17,91	47,8	59,48			496,6	2 530,9	4 524,8			1,41	3,74	4,96
Македонія	11,57	21,54	31,62	59,77	70,99	120,5	275,1	460,2	1 340,5	2 264,2			2,33	4,28	

Закінчення Дод.

Країна	Сукупні резерви, % зовнішнього боргу					Сукупні резерви (включаючи золото), млн дол. США					Сукупні резерви, місяці імпорту				
	1993	1995	2000	2005	2006	1993	1995	2000	2005	2007	1993	1995	2000	2005	2007
Румунія	44,87	38,41	30,43	55,28	54,81	1 921,3	2 624,3	3 395,7	21 601,2	39 974,2	3,23	2,71	2,78	5,48	5,72
Сербія			4,49	35,85	85,96			516,8	5 842,3	14 214,3					
Хорватія	38,18	49,5	28,33	28,9	30,65	616,2	1 895,7	3 524,4	8 800,3	13 674,5	1,24	2,43	4,06	4,44	5,01
СНД															
Азербайджан	1,66	37,66	51,17	64,89	131,63	0,6	120,9	679,6	1 177,7	4 273,1		1,11	3,38	1,6	3,46
Білорусь		22,25	16,38	28,31	22,64		377,0	350,5	1 341,8	4 196,9		0,78	0,52	0,89	1,62
Вірменія	10,15	30	34,29	35,98	51,71	13,6	111,2	314,2	669,5	1 659,1	0,55	1,8	3,71	3,28	4,9
Грузія		16	7,15	25,22	47,4		198,5	116,0	478,6	1 361,2			1,12	1,64	2,57
Казахстан	41,16	44,26	16,88	16,3	25,8	711,2	1 659,9	2 099,0	7 069,7	17 641,0		3,17	2,43	2,66	3,51
Киргизія	16,52	21,93	14,33	30,21	34,31	48,2	133,6	261,8	612,4	1 176,5	1,15	2,1	4,17	4,9	4,26
Молдова	27,49	36,97	13,14	29,1	32,1	76,3	257,0	222,5	597,4	1 333,7		2,97	2,45	2,52	3,49
Росія	8,77	14,85	17,29	79,57	120,99	9 817,6	18 023,6	27 656,3	182 272,1	476 450,9		2,39	4,57	10,9	15,89
Таджикистан			9,12	18,28	17,67			94,3	188,9					1,31	
Туркменістан	289,04	290,37				799,0	1 168,0								
Україна	4,31	12,68	12,12	58,23	44,82	166,1	1 068,8	1 477,2	19 388,2	32 483,8		0,68	0,93	5,12	5,12

ДОДАТОК 25

Чисті трансфери фінансових ресурсів до перехідних економік за 1993 – 2009 рр.
млрд дол. США

(складено за [679, р. 77; 684, р. 58; 685, р. 62])

Субрегіон	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
СНД і ПСЕ без Боснії і Герцеговини	1,8	-3,9	-2,3	-6,2	2,7	3,0	-24,0	-48,8	-30,5	-27,0	-34,4	-57,6				
СНД і ПСЕ			-2,7	-6,3	2,8	3,6	-23,7	-49,4	-29,1	-26,1	-33,7	-54,6	-86,8	-125,1*		
СНД і ПСЕ без Болгарії і Румунії						0,7	-25,1	-51,5	-33,2	-28,6	-39,2	-63,3	-100,7	-124,6	-101,1	-171,1*

Примітка. Наведено дані щодо країн СНД (Азербайджан, Білорусь, Вірменія, Грузія, Казахстан, Киргизія, Молдова, Росія, Таджикистан, Туркменістан, Україна, Узбекистан) і ПСЕ (Албанія, Боснія і Герцеговина, Болгарія, Хорватія, Румунія, Македонія, Сербія і Чорногорія).

* Попередні оцінки.

ДОДАТОК 26

Фінансові дисбаланси в перехідних економіках

(складено і розраховано за [412, р. 10, 14; 701])

Країна	Середній ріст реального кредиту за останні 5 років, щорічний %	Коефіцієнт кредиту/ депозити, 2007 р.	Частка валютних кредитів, % сукупних кредитів	Чиста зовнішня позиція проти іноземних банків, % ВВП	Розподіл транскордонних кредитів по країнах- кредиторах, % загального обсягу												
					Австрія	Бельгія	Франція	Німеччина	Італія	Нідерланди	Португалія	Іспанія	Швеція	Швейцарія	Велика Британія	Інші	
Албанія		0,54			46,6	0,0	9,8	0,5	20,1	0,1					0,1	0,1	22,8
Білорусь		1,64			48,8	1,3	3,6	29,7	5,5	4,2	0,7	0,7	0,7	0,1	2,4	0,3	2,6
Боснія і Герцеговина		1,59			49,9	0,1	0,1	22,5	25,7	0,7			0,0	0,0	0,3	0,0	0,5
Болгарія	35,9	1,67	66,9	-34,9	15,0	5,1	6,8	6,0	20,4	1,8			0,2	0,1	11,3	0,2	33,2
Чехія	16,0	1,59	13,6	-13,1	29,7	24,3	18,2	5,8	9,9	3,6	0,1	0,4	0,4	0,1	0,5		7,4
Естонія	27,3	5,06	85,3	-68,8	0,8	0,3	0,3	3,2	1,6	0,1			0,1	78,7	0,1	0,0	14,9
Хорватія	13,1	1,3	62,0	-44,5	36,4	0,4	8,2	19,4	32,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,6	2,1
Угорщина	14,3	2,1	65,7	-50,2	24,6	12,0	7,0	23,4	18,4	4,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,6		8,5

Країна	Середній ріст реального кредиту за останні 5 років, щорічний %	Коефіцієнт кредиту/депозити, 2007 р.	Частка валютних кредитів, % сукупних кредитів	Чиста зовнішня позиція проти іноземних банків, % ВВП	Розподіл транскордонних кредитів по країнах-кредиторах, % загального обсягу													
					Австрія	Бельгія	Франція	Німеччина	Італія	Нідерланди	Португалія	Іспанія	Швеція	Швейцарія	Велика Британія	Інші		
Казахстан	50,1	2,45	43,6	-5,1														
Латвія	38,4	5,33	89,3	-57,6	1,9	0,0	0,6	10,4	2,9	0,0	0,0	0,0	0,1	58,6	0,1	0,5	24,9	
Литва	43,2	3,6	64,0	-41,5	0,9	0,2	0,8	8,6	1,7	0,2	0,1	0,0	0,0	64,4	0,4	0,1	22,4	
Македонія		1,0			6,9	0,3	0,2	5,4	1,4	0,2		0,2			0,6		84,7	
Молдова		1,2			32,5	1,1		19,5	33,2	4,7	3,2	0,7				0,7	4,3	
Чорногорія					34,1	0,5	1,5	37,6	24,5	0,2					0,3		1,4	
Польща	14,7	2,0	32,6	-15,4	6,2	8,0	7,4	18,1	20,5	9,9	4,7	1,6	2,5	2,2	1,1	17,7		
Румунія	47,1	1,69	55,5	-32,5	33,1	0,7	15,0	15,7	8,3	5,8	0,1	0,1	0,1	0,1	5,6	0,2	15,4	
Росія	34,5	1,75	15,3	3,1	8,7	3,7	13,1	19,6	9,0	9,0	0,1	0,8	2,9	8,8		24,2		
Сербія	26,2	1,2	68,0	-12,2	36,3	0,2	5,8	12,8	19,5	0,0		0,0	0,0	0,0	5,7	0,1	19,5	
Словацьчина		1,6			36,1	15,3	6,8	4,7	23,6	5,8	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1		8,4	
Україна	47,5	2,0	59,5	-10,3	25,6	1,3	20,1	9,1	5,9	6,4	0,2	0,1	4,0	16,2	1,3	9,9		

Додаток 27

Заходи з послаблення фінансової кризи 2008-2009 рр., реалізовані країнами ОЕСР
([539; р. 34])

Країна	Банківські зобов'язання			Банківські активи			Інше			
	Підвищення гарантій за депозитами	Гарантування або купівля банківського боргу ¹	Вливання капіталу ²	Націоналізація ²	Ізолування "поганих" активів	План щодо купівлі "токсичних" активів	Купівля комерційних цінних паперів	Фінансування цінних паперів, забезпечених активами	Заборона або обмеження коротких продажів	
Австралія	x	x						x	x	
Австрія	x	x	x						x	
Бельгія	x	x	x						x	
Велика Британія	x	x	x	x					x	
Греція	x	x	x							
Данія	x	x	x						x	
Ірландія	x	x	x	x						
Ісландія	x	x	x	x						
Іспанія	x	x							x	
Італія	x	x								

Країна	Банківські зобов'язання				Банківські активи		Інше		
	Підвищення гарантій за депозитами	Гарантування вкля або купівля банківського боргу ¹	Вливання капіталу ²	Націоналізація ²	Ізольованія "поганих" активів	План щодо купівлі "токсичних" активів	Купівля комерційних цінних паперів	Фінансування цінних паперів, забезпечених активами	Заборона або обмеження коротких продажів
Зона євро	X								
Канада		X				X		X	X
Корея		X							
Люксембург	X	X	X						
Мексика		X							
Нідерланди	X	X	X	X					X
Німеччина	X	X	X				X		X
Нова Зеландія	X	X							
Норвегія	Уже високі	X	X						
Польща	X		X						
Португалія	X	X	X						
Словаччина	X								

Країна	Банківські зобов'язання				Банківські активи		Інше		
	Підвищення гарантій за депозитами	Гарантування вкля або купівля банківського боргу ¹	Вливання капіталу ²	Націоналізація ²	Ізольованія "поганих" активів	План щодо купівлі "токсичних" активів	Купівля комерційних цінних паперів	Фінансування цінних паперів, забезпечених активами	Заборона або обмеження коротких продажів
США	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Туреччина									
Угорщина	X	X	X						
Фінляндія	X	X	X				X		X
Франція	Уже високі	X	X						X
Чехія									
Швейцарія	X		X			X	X	X	
Швеція	X	X	X					X	
Японія		X	X				X	X	X

¹ Капітал, що вже був улитий у банки або фонди, створені для майбутніх капітальних вливань.

² Націоналізація визначається як отримання державою контролю над значною часткою банківської діяльності (розуміння в широкому сенсі).

Оцінка економічних витрат глобальної фінансової кризи
в термінах макроекономічних показників розвинених країн
(складено за [539, р. 4, 9, 45; 682, р. 203])

	2006	2007	2008	2009	2010
США					
Фактичний фіскальний баланс, % номінального ВВП	-2,2	-2,9	-5,8	-10,2	-11,9
Базовий фіскальний баланс, % потенційного ВВП	-2,9	-3,3	-5,4	-7,6	-8,2
Валові фінансові зобов'язання, % номінального ВВП	61,7	62,9	71,9	88,1	100
Зростання реального ВВП, % щорічного зростання	3,1	2,7	0,9	-4,3	-0,1
Рівень безробіття, % робочої сили			5,8	9,1	10,3
Розрив випуску, % потенційного ВВП	1,6	1,2	0,2	-4,1	-5,5
Японія					
Фактичний баланс, % номінального ВВП	-1,6	-2,5	-2,6	-6,8	-8,4
Базовий фіскальний баланс, % потенційного ВВП	-3,5	-3,2	-3,7	-4,6	-4,6
Валові фінансові зобов'язання, % номінального ВВП	172,1	167,1	172,1	186,2	197,3
Зростання реального ВВП, % щорічного зростання	2,0	2,4	-0,6	-6,6	-0,5
Рівень безробіття, % робочої сили			4,0	4,9	5,6
Розрив випуску, % потенційного ВВП	-0,4	0,3	-1,6	-8,0	-7,9
Зона євро					
Фактичний фіскальний баланс, % номінального ВВП	-1,3	-0,7	-1,8	-5,4	-7,0
Базовий фіскальний баланс, % потенційного ВВП	-1,3	-0,9	-1,4	-2,1	-2,7
Валові фінансові зобов'язання, % номінального ВВП	74,6	71,2	71,0	77,7	84,4
Зростання реального ВВП, % щорічного зростання	3,0	2,6	0,7	-4,1	-0,3

	2006	2007	2008	2009	2010
Рівень безробіття, % робочої сили			7,5	10,1	11,7
Розрив випуску, % потенційного ВВП	0,6	1,4	0,7	-4,3	-5,4
ОЕСР					
Фактичний фіскальний баланс, % номінального ВВП	-1,3	-1,4	-3,0	-7,2	-8,7
Базовий фіскальний баланс, % потенційного ВВП	-2,1	-2,1	-3,2	-4,8	-5,2
Валові фінансові зобов'язання, % номінального ВВП	76,0	74,5	78,8	90,6	99,9
Зростання реального ВВП, % щорічного зростання	3,1	2,7	0,9	-4,3	-0,1
Рівень безробіття, % робочої сили			6,0	8,4	9,9
Розрив випуску, % потенційного ВВП	0,7	1,0	-0,4	-6,5	-8,5
Зростання світової торгівлі	9,5	6,9	2,5	-13,2	1,5

Показники фінансової стійкості
[111, с. 2]

Базовий набір (депозитні установи)	
Достатність капіталу	Співвідношення нормативного капіталу щодо активів, зважених на ризик. Співвідношення нормативного капіталу першого рівня щодо активів, зважених на ризик. Співвідношення необслуговуваних кредитів і позик за вирахуванням створених резервів щодо капіталу
Якість активів	Співвідношення необслуговуваних кредитів і позик щодо сукупних валових кредитів і позик. Співвідношення розподілу кредитів і позик по секторах щодо сукупних кредитів і позик
Прибуток і рентабельність	Норма прибутку на активи. Норма прибутку на власний капітал. Співвідношення прибутку по відсотках щодо валового доходу. Співвідношення невідсоткових витрат щодо валового доходу
Ліквідність	Співвідношення ліквідних активів щодо сукупних активів (коефіцієнт ліквідних активів). Співвідношення ліквідних активів щодо короткотермінових зобов'язань
Чутливість до ринкового ризику	Співвідношення чистої відкритої валютної позиції щодо капіталу

Продовження дод.

Рекомендований набір	
Депозитні установи	Співвідношення капіталу щодо активів. Співвідношення крупних відкритих позицій щодо капіталу. Співвідношення географічного розподілу кредитів і позик щодо сукупних кредитів і позик. Співвідношення валової позиції по похідних фінансових інструментах на стороні активів щодо капіталу. Співвідношення валової позиції по похідних фінансових інструментах на стороні пасивів щодо капіталу. Співвідношення доходу від трейдингових операцій щодо сукупного доходу. Співвідношення витрат на персонал щодо невідсоткових витрат. Спиред між довідковими ставками за кредитами і депозитами. Спиред між максимальною і мінімальною міжбанківськими ставками. Співвідношення депозитів клієнтів щодо сукупних кредитів і позик (без міжбанківських). Співвідношення валютних кредитів і позик щодо сукупних кредитів і позик. Співвідношення валютних зобов'язань щодо сукупних зобов'язань. Співвідношення чистої відкритої позиції по інструментах участі в капіталі щодо капіталу
Інші фінансові корпорації	Співвідношення активів щодо сукупних активів фінансової системи. Співвідношення активів щодо ВВП
Сектор не фінансових корпорацій	Співвідношення сукупного боргу щодо власного капіталу. Норма прибутку на власний капітал. Співвідношення прибутку щодо витрат на відсотки і погашення основної суми боргу. Співвідношення чистої відкритої валютної позиції щодо власного капіталу. Співвідношення активів щодо сукупних активів фінансової системи

Рекомендований набір	
Домогосподарства	Співвідношення боргу домогосподарств щодо ВВП. Співвідношення виплат домогосподарств в рахунок обслуговування боргу і погашення його основної суми щодо доходу
Ринкова ліквідність	Середній спред між курсами пропозиції і попиту на ринку цінних паперів ¹ . Коефіцієнт середньоденної оборотності на ринку цінних паперів ¹
Ринки нерухомості	Ціни на нерухомість. Співвідношення кредитів і позик на житлову нерухомість щодо сукупних кредитів і позик. Співвідношення кредитів і позик на комерційну нерухомість щодо сукупних кредитів і позик

¹ Або на інших ринках, які є найбільш значущими для банківської ліквідності, наприклад, на валютних ринках.

ДОДАТОК 30

Основні індикатори-передвісники нестабільності фінансової системи
(складено за [96, с. 26, 46])

	Індикатори банківської кризи	Індикатори фінансової нестабільності
Темп економічного зростання	Темп приросту реального ВВП Динаміка промислового виробництва	Темп росту ВВП Обсяг промислового виробництва
Платіжний баланс	Реальний ефективний обмінний курс Реальний обмінний курс Імпорт та експорт	Сальдо поточного рахунку Золотовалютні резерви Зовнішній борг Умови торгівлі (ціна експорту) Імпорт та експорт Реальний ефективний курс Відтік капіталу
Відсоткові ставки	Реальні відсоткові ставки Різниця між світовою і внутрішньою реальними відсотковими ставками	Реальні відсоткові ставки Різниця між внутрішньою і зовнішньою відсотковими ставками Співвідношення ставок по кредитах і ставках по депозитах
Грошові індикатори	Інфляція Дефлятор ВВП Грошовий мультиплікатор	ІСЦ Динаміка внутрішнього кредиту в реальному вираженні Грошовий мультиплікатор Співвідношення грошової маси і золотовалютних резервів

	Індикатори банківської кризи	Індикатори фінансової нестабільності
Темп економічного зростання	Темп приросту реального ВВП Динаміка промислового виробництва	Темп росту ВВП Обсяг промислового виробництва
Грошові індикатори	Інфляція Дефлятор ВВП Грошовий мультиплікатор	Темп зростання депозитів у реальному вираженні Надлишкова пропозиція грошей у реальному вираженні
Інші індикатори	Рахунки національного доходу (споживання) Банківський сектор (банківські депозити в реальному вираженні щодо ВВП; кредити приватному сектору в реальному вираженні) Сукупні іноземні зобов'язання щодо ВВП	Індикатор тиску на валютний ринок

ДОДАТОК 31

Основні міжнародні стандарти для фінансових систем ([448; 679, р. 32])

Сфера застосування	Ключові стандарти	Розробник стандарту
	Прозорість макроекономічної політики і даних	
Прозорість монетарної та фінансової політики	Кодекс належної практики з прозорості в монетарній і фінансовій політиці	МВФ
Прозорість фіскальної політики	Кодекс належної практики з прозорості у фіскальній політиці	МВФ
Політика щодо поширення інформації	Спеціальний стандарт розповсюдження даних / Загальна система розповсюдження даних	МВФ
	Інституціональна і ринкова інфраструктура	
Неплатоспроможність та права кредиторів	Принципи та рекомендації про режими неплатоспроможності та прав кредиторів	Світовий банк
Корпоративне управління	Принципи корпоративного управління	Організація економічного співробітництва та розвитку
Бухгалтерський облік	Міжнародні стандарти бухгалтерського обліку (МСБО)	Комітет з Міжнародних стандартів бухгалтерського обліку (КМСБО)*
Аудит	Міжнародні стандарти аудиту (МСА)	Міжнародна федерація бухгалтерів (МФБ)*
	Основні принципи функціонування системно важливих платіжних систем	Базельський комітет з платіжних і розрахункових систем (БМР)
Платежі та розрахунки	Рекомендації для розрахункових систем по цінних паперах	Базельський комітет з платіжних і розрахункових систем і Міжнародна організація комісій з цінних паперів

Сфера застосування	Ключові стандарти	Розробник стандарту
Відмивання грошей	Сорок рекомендацій щодо відмивання грошей / Дев'ять спеціальних рекомендацій щодо фінансування тероризму	Робоча група з фінансових заходів щодо відмивання грошей (ФАТФ)
Банківський нагляд	Основні принципи ефективного банківського нагляду	Базельський комітет з банківського нагляду (БКН)
Регулювання операцій із цінними паперами	Цілі та принципи регулювання операцій із цінними паперами	Міжнародна організація комісій з цінних паперів
Нагляд за страховою діяльністю	Основні принципи нагляду за страховою діяльністю	Міжнародна асоціація органів нагляду за страховою діяльністю

* Позначені структури – КМСБО та МФБ – відрізняються від інших органів, які визначають міжнародні стандарти, тим, що вони належать до приватного сектора. І на відміну від інших стандартів, КМСБО та МФБ, хоч і застосовуються в певних країнах, але не визнані в усіх національних юрисдикціях.

СПИСОК ЛІТЕРАТУРИ

1. *Александрова, М. М.* Гроші. Фінанси. Кредит : навчально-методичний посібник / М. М. Александрова, С. О. Маслоva. – К. : ЦУЛ, 2002.
2. *Алле, М.* Уловия эффективности в экономике / М. Алле. – М. : Наука для общества, 1998.
3. *Анохин, П. К.* Методологическое значение кибернетических закономерностей / П. К. Анохин // Материалистическая диалектика и методы естественных наук. – М. : Наука, 1968.
4. *Анохин, П. К.* Узловые вопросы теории функциональной системы / П. К. Анохин. – М. : Наука, 1980.
5. *Аржевітін, С.* Якщо зараз одночасно дозволити юридичним і фізичним особам вільно виводити валюту за кордон, біди не оберемося / С. Аржевітін // Дзеркало тижня. – № 15 (644). – 2007. – 21–27 квіт.
6. *Аткінсон, Э. Б.* Лекции по экономической теории государственного сектора / Э. Б. Аткінсон, Дж. Э. Стиглиц. – М. : Аспект Пресс, 1995.
7. *Афанасьев, В. Г.* Мир живого: системность, эволюция и управление / В. Г. Афанасьев. – М. : Политиздат, 1986.
8. *Афанасьев, В. Г.* Системность и общество / В. Г. Афанасьев. – М. : Политиздат, 1980.
9. *Базелер, У.* Основы экономической теории: принципы, проблемы, политика / У. Базелер, З. Сабов, Й. Хайнрих, В. Кох. – СПб. : Питер, 2000.
10. *Бальцерович, Л.* Свобода і розвиток: економія вільного ринку / Л. Бальцерович. – Львів : Арсенал, 2000.
11. *Барановський, О. І.* Фінансова безпека / О. І. Барановський; НАН України, Ін-т екон. прогнозування. – К. : Фінекс, 1999.
12. *Бектенова, Д. Ч.* Формирование рыночной денежно-финансовой системы / Д. Ч. Бектенова // Вест. КРСУ. – 2002. – № 3.

13. *Бессонов В. А.* Проблемы анализа российской макроэкономической динамики переходного периода / В. А. Бессонов. – М. : ИЭПП, 2005.
14. *Бланшар, О.* Трещины в системе: ремонт поврежденной глобальной экономики / О. Бланшар // Финансы & развитие. – 2008. – Т. 45 (№ 4).
15. *Блауг, М.* Экономическая мысль в ретроспективе / М. Блауг. – М. : Дело Лтд, 1994.
16. *Боди, З.* Финансы / З. Боди, Р. К. Мертон. – М. ; СПб. ; К. : Вильямс, 2000.
17. *Бондаренко, В. Л.* Визначення сутності фінансів із точки зору філології та історії фінансової науки / В. Л. Бондаренко // Фінанси України. – 1999. – № 11.
18. *Бубула, А.* Нераскрытая загадка биполярности / А. Бубула, И. Откер-Роуб // Финансы & развитие. – 2004. – Т. 41 (№ 1).
19. *Бузгалин, А.* "Рыночноцентрическая" экономическая теория устарела / А. Бузгалин, А. Колганов // Вопр. экономики. – 2004. – № 3.
20. *Буитер, У.* Основные задачи второго десятилетия трансформации в России / У. Буитер // Трансформація. – 2000. – № 5.
21. Бюлетень Національного банку України / Щомісячне аналітично-статистичне видання Національного банку України. – 2008. – № 12 (189), груд.
22. *Вайн, С.* Инвестиции и трейдинг: формирование индивидуального подхода к принятию инвестиционных решений / С. Вайн. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2006.
23. *Варналій, З. С.* Глобалізація інвестиційних процесів і фінансова безпека України / З. С. Варналій // Стратегічна панорама. – 2001. – № 3–4.
24. *Василик, О. Д.* Державні фінанси України / О. Д. Василик. – К. : Вища шк., 1997.
25. Вехи перехода к рыночной экономике // Трансформация. – 1999. – № 1.
26. *Вінод, Т.* Якість економічного зростання / Т. Вінод, М. Дайламі, А. Дарешвар. – К. : Основи, 2002.
27. *Владимирова, И. Г.* Слияния и поглощения компаний: характеристика современной волны / И. Г. Владимирова // Менеджмент в России и за рубежом. – 2002. – № 1.
28. *Гайдуцкий, А.* 21 миллиард долларов в год присылают украинцы из-за границы / А. Гайдуцкий // Дело. – 2007. – № 101 (391), 20 июня.

29. *Гальперин, В. М.* Макроэкономика / В. М. Гальперин, П. И. Гребенников, А. И. Леусский, Л. С. Тарасевич. – СПб. : Изд-во СПбГУЭФ, 1997.

30. Глобальные трансформации и стратегии развития. – К.: Ориане, 2000.

31. Глобальный экономический кризис: системные сбои и многосторонние способы преодоления / ЮНКТАД ООН. – Нью-Йорк ; Женева, 2009.

32. Голос Украины. – 1998. – 23 янв.

33. *Губайдуллина Ф. С.* Как привлекать иностранные инвестиции. Опыт стран Центральной и Восточной Европы и Китая / Ф.С. Губайдуллина // ЭКО. – 2003. – № 9.

34. *Данилов, Ю. А.* О мифах фондового рынка : доклад на семинаре "Институциональные проблемы российской экономики" / Ю. А. Данилов. – М. : ГУ ВШЭ, 2003.

35. Декларация саммита "Группы 20" по финансовым рынкам и мировой экономике [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://bin.com.ua/templates/news_article_big.shtml?id=84201.

36. Деньги. Кредит. Банки / под ред. О. И. Лаврушина. – М. : Финансы и статистика, 2001.

37. *Джереффи, Г.* Международное хозяйство и экономическое развитие / Г. Джереффи // Эконом. социология. – 2004. – Т. 5 (№ 5).

38. *Джобст, А.* Что такое секьюритизация? / А. Джобст // Финансы & развитие. – 2008. – Т. 45 (№ 3).

39. Доклад о мировом развитии 2002 года. Создание институциональных основ рыночной экономики. – М. : Весь мир, 2002.

40. Доклад о процессе перехода за 2007 год. Жизнь в переходный период. – Лондон : ЕБРР, 2007.

41. *Домбровски, М.* Фискальные проблемы в период трансформации / Исследования и анализ № 122. / М. Домбровски. – Варшава : CASE, 1998.

42. *Дорнбуш, Р.* Макроекономіка / Р. Дорнбуш, С. Фішер. – К. : Основи, 1996.

43. *Доронин И.* Мировой финансовый рынок на пороге XXI в. / И. Доронин // МЭиМО. – 2000. – № 8.

44. *Дробышевский, С.* Сравнительный анализ денежно-кредитной политики в переходных экономиках / С. Дробышевский, А. Козловская, Д. Левченко. – М. : ИЭПП, 2003.

45. Дробышевский, С. Взаимодействие потоков капитала и основных макроэкономических показателей в Российской Федерации: науч. тр. № 94 / С. Дробышевский, П. Трунин. – М. : ИЭПП, 2006.

46. Дружинин, В. В. Проблемы системологии / В. В. Дружинин, Д. С. Конторов. – М. : Сов. радио, 1976.

47. Евстигнеев, В. Р. Идеи И. Пригожина в экономике. Нелинейность и финансовые системы / В. Р. Евстигнеев // Обществ. науки и современность. – 1998. – № 1.

48. Економічний розвиток і державна політика / за заг. ред. Ю. Еханурова, І. Розпутенка. – К. : К.І.С., 2001.

49. Економічний словник: банківська справа, фондовий ринок / за ред. Л. М. Алексєнко, В. М. Олексієнко, А. І. Юркевич. – К. : Максимум, 2001.

50. Ерохина, Е. А. Теория экономического развития: системно-синергетический поход / Е. А. Ерохина. – Казань, 2000.

51. Ермошенко, М. М. Визначення загрози національним інтересам держави у фінансово-кредитній сфері / М. М. Ермошенко // Економіка України. – 1999. – № 1.

52. Ермошенко, М. М. Фінансова безпека держави: національні інтереси, реальні загрози, стратегія забезпечення / М. М. Ермошенко. – К. : Вид. Центр КНТЕУ, 2001.

53. Ещенко, П. С. Новая модель держави / П. С. Ещенко, Б. Е. Кваснюк, О. А. Бірюков. – Слов'янськ : Печатный двор, 2002.

54. Занг, В.-Б. Синергетическая экономика: время и перемены в нелинейной экономической теории / В.-Б. Занг. – М. : Мир, 1999.

55. Земцова, Л. В. Принцип фрактальности в новой научной парадигме социально-экономического развития / Л. В. Земцова. // Фракталы и циклы развития систем : материалы 5-го Всерос. науч. семинара /– Томск : ИОМСО РАН, 2001.

56. Зимовець, В. В. Фінансове посередництво : навч. посіб. / В. В. Зимовець, С. П. Зубик. – К. : КНЕУ, 2004.

57. Индермит, Дж. Еще раз об экономическом росте / Дж. Индермит, Н. Гобинд, Р. Зага // Финансы & развитие. – 2006. – Т. 43 (№ 1).

58. Йонаш, И. Финансовая либерализация и банковский кризис / И. Йонаш // Проблемы теории и практики управления. – 1999. – № 1.

59. Карминский, А. М. Рейтинги в экономике. Методология и практика / А. М. Карминский, А. Е. Пересецкий, А. Е. Петров – М. : Финансы и статистика, 2005.

60. Карпінський, Б. А. Фінансова система: навч. посібник / Б. А. Карпінський, О. В. Герасименко. – Київ : ЦНЛ, 2003.

61. Карстенс, А. Предотвращение банковских кризисов в Латинской Америке / А. Карстенс, Д. Харди, Д. Пазарбашиоглу // Финансы & развитие. – 2004. – Т. 41 (№ 3).

62. Кемме, Д. Реформа грошової, банківської та кредитної системи в Центральній Європі / Д. Кемме // Економічна реформа : антологія. – К. : ПЕРУ, 1995. – Т. 1.

63. Кидуэлл, Д. С. Финансовые институты, рынки и деньги / Д. С. Кидуэлл, Р. Л. Петерсон, Д. У. Блэкуэлл. – СПб. : Питер, 2000.

64. Кларк, Э. Модели освоения странами ЦВЕ мирового опыта предпринимательства / Э. Кларк // Проблемы теории и практики управления. – 2003. – № 5.

65. Клейнер, Г. Б. Эволюция институциональных систем / Г. Б. Клейнер. – М. : Наука, 2004.

66. Клементс, Б. Могут ли меры по облегчению бремени задолженности стимулировать экономический рост в бедных странах? / Б. Клементс, Р. Бхаттачариа, Тоан Кок Нгуен // Вопр. экономики. – 2005. – № 34.

67. Климонтович, Н. Ю. Без формул о синергетике / Н. Ю. Климонтович. – Минск : Высшая школа, 1986.

68. Князева, Е. Н. Синергетика и принципы коэволюции сложных систем [Электронный ресурс] / Е. Н. Князева, С. П. Курдюмов. – Режим доступа : [//www.synergetic.ru/science/index.php?article=kurdumov](http://www.synergetic.ru/science/index.php?article=kurdumov)

69. Колодко, Гж. От шока к терапии. Политическая экономия постсоциалистических преобразований / Гж. Колодко. – М. : Журнал Эксперт, 2000.

70. Коломойцев В. Э. Универсальный словарь экономических терминов / В. Э. Коломойцев. – К. : Молодь, 2000.

71. Концепции самоорганизации: становление нового образа научного мышления. – М.: Наука, 1994.

72. Корииков, А. М. Основы системного анализа и теории систем / А. М. Корииков, Е. Н. Сафьянова. – Томск : Изд-во Том. ун-та, 1989.

73. Корнаи, Я. Бюрократия и рынок / Я. Корнаи // Вопр. экономики. – 1989. – № 12.

74. Коуз, М. Э. Ограничения на либерализацию счета операций с капиталом / М. Э. Коуз, И. Прасад // Финансы & развитие. – 2004. – Т. 41 (№ 3).

75. Кремянский, В. И. Структурные уровни живой материи / В. И. Кремянский. – М. : Наука, 1969.

76. *Крупка, М. І.* Реформування власності й залучення в Україну іноземного капіталу / М. І. Крупка // *Фінанси України*. – 2002. – № 5.
77. *Кузнецова, Н. В.* Финансово-промышленные группы японского типа / Н. В. Кузнецова // *Менеджмент в России и за рубежом*. – 2004. – № 1.
78. *Ласло Чеба.* Десять лет процесса трансформации: опыт России и Венгрии / Чеба Ласло // *Трансформация*. – 2000. – № 3–4.
79. *Липшиц, Л.* Обратить внимание на финансы / Л. Липшиц // *Финансы & развитие*. – 2007. – Т. 44 (№ 1).
80. *Лисицький, В.* Гроші та борги в українській економіці / В. Лисицький, О. Руднев, І. Лисицький // *Вісн. НБУ*. – 1999. – № 12.
81. *Любимов, Л. Л.* Механизм общественного саморазвития: цивилизационный подход / Л. Л. Любимов, Е. В. Яровая // *МЭМО*. – 1993. – № 2.
82. *Ляпунов, А. М.* Общая задача об устойчивости движения / А. М. Ляпунов. – М. ; Л.: ГИТТЛ, 1950.
83. *Маевский, В. И.* Пора вернуться к эволюции / В. И. Маевский // *Эксперт*. – 2000. – № 38.
84. *Маевский, В. И.* Эволюционная теория и неравновесные процессы (на примере экономики США) / В. И. Маевский // *Экон. наука современной России*. – 1999. – № 4.
85. *Майер, Дж. М.* Основні проблеми економіки розвитку / Дж. М. Майер, Дж. Е. Раух, А. Філіпенко. – К. : Либідь, 2003.
86. *Мальцев, В. А.* Системно-нелинейный подход к управлению рыночными диссипативными структурами [Электронный ресурс] / В. А. Мальцев. – 2002. – Режим доступа : <http://ipur.tsu.ru/Public/art2002/sbornik/034.htm>.
87. *Маркс, К.* Капитал : в 3 т. / К. Маркс. – М. : Изд-во пол. лит-ры, 1978. – Т. 3, ч. 1.
88. *Материалистическая диалектика* : в 5 т. Т. 1. Объективная диалектика / под общ. ред. Ф. В. Константинова, В. Г. Марахова ; отв. ред. Ф. Ф. Вяккерев. – М. : Мысль, 1981.
89. *Мертенс, А.* Инвестиции. Курс лекций по современной финансовой теории / А. Мертенс. – К. : Киев. инвест. агентство, 1997.
90. *Миллер, Р. Л.* Современные деньги и банковское дело / Р. Л. Миллер, Д. Д. Ван-Хуз. – М. : ИНФРА-М, 2000.
91. *Миркин, Я. М.* Ценные бумаги и фондовый рынок / Я. М. Миркин. – М. : Перспектива, 1995.
92. *Мишкін, Фр. С.* Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків / Фр. С. Мишкін. – К. : Основи, 1998.

93. *Мікроекономіка і макроекономіка* / за заг. ред. С. М. Будаговської. – К. : Основи, 2007.
94. *Мониторинг индикаторов-предвестников нестабильности финансовой системы РФ (на основе индикаторов-предвестников кризисов в РФ и других странах с формирующимися рынками)*. – М. : ИЭПП, 2005.
95. *На пороге XXI века. Доклад о мировом развитии 1999/2000 года*. – М. : Весь мир, 2000.
96. *Некоторые подходы к разработке системы индикаторов мониторинга финансовой стабильности* / С. М. Дробышевский (рук. авт. кол.) [и др.] – М. : ИЭПП, 2006.
97. *Норт, Д.* Інституції, інституційна зміна та функціонування економіки / Д. Норт. – К. : Основи, 2000.
98. *Ноув, А.* Какой должна быть экономическая теория переходного периода? / А. Ноув // *Вопр. экономики*. – 1993. – № 11.
99. *Обзор финансовой стабильности / Financial Stability Review: годовой выпуск: 2003 год*. – М. : Центр. банк Рос. Фед., 2004.
100. *Ойкен, В.* Основные принципы экономической политики / В. Ойкен. – М. : Прогресс, 1995.
101. *Опарін, В. М.* Фінанси (Загальна теорія) : навч. посібник / В. М. Опарін. – К. : КНЕУ, 2004.
102. *Орлова, Н.* Эпоха доллара в России закончена. Россия прощается с долларом / Н. Орлова, А. Тихонов // *Финанс. изв.* – 2004. – 19 янв.
103. *Осипов, Ю. М.* Основы теории хозяйственного механизма / Ю. М. Осипов. – М. : Изд-во МГУ, 1994.
104. *Ослунд, А.* Строительство капитализма : рыночная трансформация стран бывшего советского блока / А. Ослунд. – М. : Логос, 2003.
105. *От плана к рынку / Отчет о мировом развитии* – 1996. – Вашингтон : МБРР/Всемирный банк, 1996.
106. *Пазарбашолу, Ч.* Меняющийся облик инвесторов / Ч. Пазарбашолу, М. Госвами, Дж. Ри // *Финансы и развитие*. – 2007. – Т. 44 (№ 1).
107. *Персо, А.* Пуская стадо с обрыва. Повторение / А. Персо // *Финансы & развитие*. – 2008. – Т. 45 (№ 2).
108. *Перспективы развития мировой экономики. Апрель 2008. Жилье и экономический цикл / Обзоры мировой экономики и финансов*. – Вашингтон : МВФ, 2008.
109. *Платіжні системи* : навч. посіб. для студ. вищ. закл. освіти / В. А. Ющенко, А. С. Савченко, С. Л. Цокол [та ін.]. – К. : Либідь, 1998.

110. Поздняков, А. В. Свойства целостных систем [Электронный ресурс] / А. В. Поздняков. – 1998. – Режим доступа : // <http://pur.tsu.ru/Public/art98/a010898.html>.
111. Показатели финансовой устойчивости. Руководство по составлению. – Вашингтон : МВФ, 2007.
112. Пол Г. Формирование рынков капитала в Центральной и Восточной Европе. / Г. Пол, Г. Еджейчак, Р. Андерсон. – Вашингтон : МБРР, 1995.
113. Политическая экономия // Экон. энциклопедия. М. : Сов. энциклопедия, 1980. – Т. 4.
114. Полтерович, В. М. Институциональные ловушки и экономические реформы / В. М. Полтерович. – М. : ЦЭМИ РАН, РЭШ, 1999.
115. Полтерович, В. М. На пути к новой теории реформ / В. М. Полтерович. – М. : ЦЭМИ РАН, РЭШ, 1999.
116. Попков, В. В. Экономическая физика и эволюционная экономика – перспективное направление исследований [Электронный ресурс] / В. В. Попков, Д. Б. Берг // Всерос. Интернет-Конференция "Проблемы экономической и эволюционной экономики": Международный ин-т А. Богданова. – Режим доступа : <http://www.eques.ru/vved/issl.php>;
117. Принципы нелинейного развития денежно-кредитных систем [Электронный ресурс] // Форум российской банковской аналитики, 2 окт. 2003 г. – Режим доступа : <http://www.finanaliz.ru>.
118. Проблеми економічного розвитку: переклади актуальних досліджень. – 1995. – № 5.
119. Процесс перехода и показатели стран СНГ и Монголии. Извлечение из Доклада о процессе перехода за 2008 год. – Лондон : ЕБРР, 2008.
120. Радыгин, А. Д. Особенности формирования национальной модели корпоративного управления / А. Д. Радыгин, Р. М. Энтов, И. В. Межераупс / Науч. тр. № 55Р. – М. : ИЭПП, 2003.
121. Розширення ЄС: можливі наслідки для України // Урядовий кур'єр. – 2004. – 15 січ. – № 7.
122. Россия: банковская система в переходной период / Региональные исследования Всемирного банка. – Вашингтон : Всемирный банк, 1993.
123. Рубцов, Б. Мировые фондовые рынки / Б. Рубцов // МЭМО. – 2001. – № 8.
124. Русско-английский толковый словарь международных финансовых, валютных, биржевых терминов и понятий. – М. : Партнер, 1991.
125. Рынок в рыночную экономику. Реформы в Украине: взгляд изнутри / под ред. Л. Хоффманна, А. Зиденберга. – К. : Феникс, 1997.

126. Сакаса, Н. Предотвращение будущих кризисов: приоритетные задачи реформы системы регулирования после обвала / Н. Сакаса // Финансы & развитие. – 2008. – Т. 45 (№ 4).
127. Самуэльсон, П. А. Основания экономического анализа / П. А. Самуэльсон. – СПб. : Экон. школа, 2002.
128. Сапир, Ж. Усиление валютного контроля и контроля за капиталом в России / Ж. Сапир // Проблемы прогнозирования. – 2000. – № 6.
129. Саурина, Х. Верный путь развития банковского дела / Х. Саурина // Финансы & развитие. – 2008. – Т. 45 (№ 2).
130. Сафин, Ф. Сущность и факторы экономической устойчивости (постановка проблемы) / Ф. Сафин // Вестн. ТИСБИ. – 2000. – № 2.
131. Сергиенко, Я. В. Финансы и реальный сектор / Я. В. Сергиенко. – М. : Финансы и статистика, 2004.
132. Сетров, М. И. Основы функциональной теории организации / М. И. Сетров. – Л. : Наука, 1972.
133. Сно, К. К. Управленческая экономика / К. К. Сно. – М. : ИНФРА-М, 2000.
134. Словарь банковских и финансовых терминов. Англо-русский/Русско-английский / ред. Ш. Фаруки. – Вашингтон ; М. : ИЭР, Гос. фин. акад., 1993. – Ч. 1.
135. Сніжко, О. В. Видатки антиінфляційної політики в Україні / О. В. Сніжко // Вісн. Київ. ун-ту. Сер. Міжнародні відносини. – 1998. – Вип. 8.
136. Сніжко, О. В. Механізм грошової трансмісії: уроки для України / О. В. Сніжко // Стратегія розвитку монетарної політики: проблеми вибору та застосування : матеріали науково-практичної конференції. – К. : НБУ, 2002.
137. Создание институциональных основ рыночной экономики. Доклад о мировом развитии 2002 года. – М. : Весь мир, 2002.
138. Сприяння сталому економічному зростанню в Україні / за ред. Ш. Фон Крамона-Таубаделя, І. Акімової. – К. : Альфа-Принт, 2001.
139. Створення фінансового простору для економічного зростання. Огляд державних фінансів України. – К. : Світовий банк, 2006.
140. Степин, В. С. Смена типов научной рациональности / В. С. Степин // Синергетика и психология. Вып.1.: Методологические вопросы. – М. : 1999.
141. Стігліц, Дж. Глобалізація та її тягар / Дж. Стігліц. – К. : Вид. дім "КМ Академія", 2003.

142. *Татаренко, Н.* Економічний націоналізм як методологічна основа мобілізаційної моделі розвитку / Н. Татаренко // Економіка України. – 2003. – № 9.
143. Тенденції української економіки. – 1997. – Верес.
144. *Томсон, У.* Нет выхода? / У. Томсон. // Beyond Transition. Экон. вестн. о вопр. переход. экономики. – 2005. – № 5.
145. Україна на роздоріжжі / за ред. А. Зіденберга, Л. Хоффманна. – К. : Фенікс, 1998.
146. Україна на шляху до Європи / за ред. Л. Хоффманна, Ф. Мьоллєрса. – К. : Фенікс, 2001.
147. Україна. Формування основи для стабільного зростання. Меморандум про економічний розвиток / Світовий Банк. – К. : Козаки, 2004. – Т. 1.
148. Уроки реформ / За матеріалами міжнародної конференції (1994; Київ) – К. : Основи, 1995.
149. *Фабоцци, Фр. Дж.* Управление инвестициями / Фр. Дж. Фабоцци. – М. : ИНФРА-М, 2000.
150. *Фельдерер, Б.* Макроекономіка і нова макроекономіка / Б. Фельдерер, Ш. Хомбург. – К. : Либідь-Нічлава, 1998.
151. Философия кризиса. – М. : Флинта: Наука, 2003.
152. Философский словарь. – М. : Политиздат, 1981.
153. Философский энциклопедический словарь. – М. : Сов. энциклопедия, 1983.
154. Финансирование роста: выбор методов в изменчивом мире. – М. : Весь мир, 2002.
155. Финансовые рынки в переходной экономике: некоторые проблемы развития. – М. : ИЭПП, 2003.
156. Финансовые системы и развитие / Сер. Политика и исследования: № 15. – Вашингтон : Всемирный Банк, 1990.
157. Финансовый сектор и издержки инфляции в странах с переходной экономикой. – М. : ИЭПП, 2004.
158. Финансы, денежное обращение и кредит : учебник / под ред. В. К. Сенчагова, А. И. Архипова. – М. : Проспект, 1999.
159. Финансы : учебник / под ред. А. Г. Грязновой, Е. В. Маркиной. – М. : Финансы и статистика, 2004.
160. *Філіпенко, А. С.* Економічний розвиток сучасної цивілізації / А. С. Філіпенко. – К. : Знання, 2000.
161. *Філіпенко, А. С.* Економічний розвиток. Європейський контекст / А. С. Філіпенко. – К. : Знання України, 2001.

162. Философия : підручник / Бичко І. В. [та ін.]. – К. : Либідь, 2001.
163. Финансовый сектор рыночной и транзитивной экономик / за ред. А. І. Кредісова, В. А. Вергуна, О. Калюжнєвої, І. Є. Голубія. – К. : Знання України, 2004.
164. *Хансен, Э.* Экономические циклы и национальный доход / Э. Хансен // Классики кейнсианства: Р. Харрод, Э. Хансен : в 2 т. – М. : Экономика, 1997. – Т. 2.
165. *Хаши, И.* Законодательная база эффективного корпоративного управления: сравнительный анализ опыта ряда постсоциалистических стран / № 268. / И. Хаши. – Варшава: Центр социально-экономических исследований, 2004.
166. *Хедлунд, С.* Российские олигархи захватили государственный аппарат / С. Хедлунд // Трансформация. – 1999. – № 4.
167. *Хилберс, П.* Слишком быстрые темпы? / П. Хилберс, И. Откер-Роуб, Ч. Пазарбашолу // Финансы & развитие. – 2006. – Т. 43 (№ 1).
168. *Чем, Карачадаг.* От фиксированного курса к плавающему: нет причин для опасений. Основные аспекты перехода стран к плавающему валютному курсу / Карачадаг Чем, Дуттагупта Рупа, Фернандес Гилда // Финансы & развитие. – 2004. – Т. 41 (№ 4).
169. *Черкасский, В. В.* Инструменты коллективных инвестиций в России: перспективы развития / В. В. Черкасский // ЭКО. – 2003. – № 5.
170. *Шамова, І.* Моделі взаємозв'язку банків з промисловістю / І. Шамова // Вісн. НБУ. – 2001. – № 9.
171. *Шелудько, В. М.* Финансовый рынок : навч. посібник / В. М. Шелудько. – К. : Знання-прес, 2003.
172. *Шинази, Г. Дж.* Сохранение финансовой стабильности / Г. Дж. Шинази // Вопр. экономики. – № 36. – Вашингтон : МВФ, 2005.
173. *Шірінян, Л. В.* Визначення фінансової стійкості страхових компаній і підприємств / Л. В. Шірінян // Фінанси України. – 2005. – № 9.
174. *Шклярук, С. Г.* Финансовая система: структура, механизмы функционирования, оптимизация. Финансовые рынки, финансовые институты и участники, финансовые инструменты, методы анализа, регулирование и оптимизация / С. Г. Шклярук. – К. : Нора-принт, 2003.
175. *Шлемко, В. Т.* Економічна безпека України: сучасність і напрямки забезпечення / В. Т. Шлемко, І. Ф. Зінько. – К. : НІДС, 1997.
176. *Шніцер, М.* Порівняння економічних систем / М. Шніцер. – К. : Основи, 1997.

177. *Шохин, А.* Банковская реформа: стратегия и механизмы / А. Шохин // Банковский сектор России. – М., 2003.
178. *Шумпетер, Й.* Теория экономического развития: исследование предпринимательской прибыли, капитала, кредита, процента и цикла конъюнктуры / Й. Шумпетер. – М. : Прогресс, 1982.
179. Эволюционная экономика и "мэйнстрим" / под ред. Л. Абалкина – М. : Наука, 2000.
180. *Эггертссон, Т.* Экономическое поведение и институты / Т. Эггертссон. – М. : Дело, 2001.
181. Экономическая кибернетика. Основы теории хозяйственных систем. – Л. : Изд-во ЛГУ, 1974.
182. Экономическая теория на пороге XXI века – 7: Глобальная экономика / под ред. Ю. М. Осипова, С. Н. Бабурина, В. Г. Белолипецкого, Е. С. Зотовой. – М. : Юрист, 2003.
183. *Эль-Эриан М. А.* Имея дело с изменениями глобального характера / М. А. Эль-Эриан // Финансы & развитие. – 2007. – Т. 44 (№ 1).
184. *Энг, М. В.* Мировые финансы / М. В. Энг, Ф. А. Лис, Л. Дж. Мауер. – М. : ДеКА, 1998.
185. *A. T. Kearney.* New Concerns in an Uncertain World: the 2007 Foreign Direct Investment Confidence Index. – Vienna, VA : Global Business Policy Council, 2008.
186. *Abiad, A.* Financial Reform: What Shakes It? What Shapes It? / IMF Working Paper № 03/70. / A. Abiad, A. Mody. – Washington D. C. : IMF, 2003.
187. *Abiad, A.* The Quality Effect: Does Financial Liberalization Improve the Allocation of Capital? / IMF Working Paper № 04/112 / A. Abiad, N. Oomes, K. Ueda. – Washington D. C. : IMF, 2004.
188. *Adam, K.* Analyze, compare, and apply alternative indicators and monitoring methodologies to measure the evolution of capital market integration in the European Union / K. Adam, T. Jappelli, A. Menichini / Centre for Studies in Economics and Finance (CSEF), Department of Economics and Statistics, Univ. of Salerno, 2002.
189. *Aerdt, H.* Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability / IMF Working Paper № 04/101 / H. Aerdt, J. Kakes, G. Schinasi. – Washington D. C. : IMF, 2004.
190. *Aghion, P.* The effect of financial development on convergence: theory and evidence / P. Aghion, P. Howitt, D. Mayer-Foulkes // Quarterly Journal of Economics. – 2005. – Vol. CXX, Issue 1.

191. *Aizenman, J.* Endogenous financial and trade openness: efficiency and political economy considerations / J. Aizenman, I. Noy. – Cambridge, MA : NBER, 2004.
192. *Albuquerque, R.* The Composition of International Capital Flows: Risk Sharing Through Foreign Direct Investment / R. Albuquerque // Journal of International Economics. – 2003. – Vol. 1 (№ 2).
193. *Allen F.* Stock Markets and Resource Allocation / F. Allen // Capital Markets and Financial Intermediation / ed. by C. Mayer, X. Vives. – Cambridge : Cambridge Univ. Press, 1993.
194. *Allen, F.* Innovations in Financial Services, Relationships and Risk Sharing / Working Paper № 97-26-B / F. Allen, D. Gale. – FIC : Wharton School, Univ. of Pennsylvania, 1997.
195. *Allen, F.* A Welfare Comparison of Intermediaries and Financial Markets / F. Allen, D. Gale // European Economic Review. – 1995. – № 39.
196. *Allen, F.* Comparative Financial Systems: A Survey / F. Allen, D. Gale. – FIC : Wharton School, Univ. of Pennsylvania, 2001.
197. *Allen, F.* Comparing Financial Systems / F. Allen, D. Gale. – Cambridge, MA : MIT Press, 2000.
198. *Allen, F.* Diversity of option and financing of new technologies / F. Allen, D. Gale // Journal of Financial Intermediation. – 1999. – Vol. 8.
199. *Allen, F.* Financial Markets, Intermediaries and Intertemporal Smoothing / F. Allen, D. Gale // Journal of Political Economy. – 1997. – № 105.
200. *Allen, F.* What Do Financial Intermediaries Do? / Working Paper № 99-30-B / F. Allen, A. Santomero. – FIC : Wharton School, Univ. of Pennsylvania, 1999.
201. *Allen, L.* A survey of cyclical effects in credit risk measurement models / BIS Working Papers № 126. / L. Allen, A. Saunders. – Basel : BIS, 2003.
202. *Altman, E.* The link between default and recovery rates: effects on the procyclicality of regulatory capital ratios / E. Altman, A. Resti, A. Sironi // BIS Conference "Changes in risk through time: measurement and policy options" / BIS Working Papers № 113. – Basel : BIS, 2002.
203. *Amihud, Y.* Unexpected Inflation and Stock Returns Revisited – Evidence from Israel / Y. Amihud // Journal of Money, Credit and Banking. – 1996. – Vol. 28 (№ 1).
204. *Arestis, P.* Financial Development and Economic Growth: assessing the evidence / P. Arestis, P. Demetriades // Economic Journal. – 1997. – Vol. 107.
205. *Ardt, H.* Economic Development: The History of an Idea / H. Ardt. – Chicago; London : Chicago Univ. Press. – 1996.

206. *Árvai, Zs.* Capital Account Liberalization, Capital Flow Patterns, and Policy Responses in the EU's New Member States / IMF Working Paper № 5/213 / Zs. Árvai. – Washington : IMF, 2005.
207. *Aziz, J.* Currency Crises: in Search of Common Elements / IMF Working Paper № 00/67. / J. Aziz, F. Caramazza, R. Salgado. – Washington D. C. : IMF, 2000.
208. *Baca, S.* The Rise of Sector Effects in Major Equity Markets / S. Baca, B. Garbe, R. Weiss // Financial Analysts Journal. – 2000. – Vol. 56, September/October.
209. *Backé, P.* Credit Growth in Central and Eastern Europe: Emerging from Financial Repression to New (Over) Shooting Stars? / ECB Working Paper № 687 / P. Backé, B. Égert, T. Zumer. – Frankfurt/Main : ECB, 2006.
210. *Baig, T.* Financial market contagion in the Asian crisis / T. Baig, I. Goldfajn // IMF Staff Papers. – 1999. – Vol. 46 (№ 2, June).
211. *Bain, A.* The economics of the financial system / A. Bain. – Cambridge, MA : Blackwell, 1996.
212. *Bandiera, O.* Does Financial Reform Raise or Reduce Saving? / O. Bandiera, G. Caprio, P. Hanohan, F. Schiantarelli // Review of Economics and Statistics. – 2000. – Vol. 82 (№ 2, May).
213. *Banerjee, A.* A Simple Model of Herd Behavior / A. Banerjee // Quarterly Journal of Economics. – 1992. – Vol. 157 (№ 3, August).
214. *Barro, R.* General disequilibrium model of income and employment / R. Barro, H. Grossman // American Economic Review. – 1971. – Vol. 61, March.
215. *Barro, R.* Money, employment and inflation / R. Barro, H. Grossman. – Cambridge : Cambridge Univ. Press, 1976.
216. *Barth, J.* Banking Systems Around the Globe: Do Regulation and Ownership Affect Performance and Stability? / J. Barth, G. Caprio, R. Levine / Policy Research Working Paper № 2325. – Washington D. C. : World Bank, 2000.
217. *Bartholomew, P.* Fundamentals of Systemic Risk / P. Bartholomew, G. Whalen // Banking, Financial Markets and Systemic Risk. Research in Financial Services: Private and Public Policy, 7 / P. Bartholomew ; ed. G. Kaufman. – Greenwich, CN : JAI Press, 1995.
218. Basel Committee on Banking Supervision/The Joint Forum "Credit Risk Transfer". – Basel : BIS, 2005.
219. *Baxter, M.* Explaining saving/investment correlations / M. Baxter, M. Crucini // American Economic Review. – 1993. – Vol. 83 (№ 3).
220. *Beck, T.* Financial development and international trade: Is there a link? / T. Beck // Journal of International Economics. – 2002. – № 57.

221. *Beck, T.* Law, Politics, and Finance / WB Working Paper / T. Beck, A. Demircuc-Kunt, R. Levine. – Washington D. C. : World Bank, 2001.
222. *Beck, T.* Industry growth and capital allocation: Does having a Market- or Bank-Based System matter? / NBER Working Paper № 8982 / T. Beck, R. Levine. – Cambridge, MA : NBER, 2002.
223. *Beck, T.* Stock markets, banks, and growth: Panel evidence / T. Beck, R. Levine // Journal of Banking & Finance. – 2004. – № 28.
224. *Beck, T.* Finance and the Sources of Growth / T. Beck, R. Levine, N. Loayza // Journal of Financial Economics. – 2000. – Vol. 58, October.
225. Behavioral Finance. [Электронный ресурс]. – Режим доступу : //http://behaviouralfinance.net.
226. *Bekaert, G.* Foreign Speculators and Emerging Equity Markets / G. Bekaert, C. Harvey // Journal of Finance. – 2000. – Vol. 55, April.
227. *Bekaert, G.* Does Financial Liberalization Spur Growth? / NBER Working Paper № 8245 / G. Bekaert, C. Harvey, C. Lundblad. – Cambridge, MA : NBER, 2001.
228. *Bencivenga, V.* Financial intermediation and endogenous growth / V. Bencivenga, B. Smith // Review of Economics Studies. – 1991. – Vol. 58.
229. *Bencivenga, V.* Monetary Policy and Financial Market Evolution / V. Bencivenga, B. Smith // Federal Reserve Bank of St. Louis Review. – 2003.
230. *Berg, A.* The Choice of Exchange Rate Regime and Monetary Target in Highly Dollarized Economies / IMF Working Paper № 29 / A. Berg, E. Borenstein. – Washington D. C. : IMF, 2000.
231. *Berger, A.* The institutional memory hypothesis and the procyclicality of bank lending behaviour / BIS Working Paper № 125 / A. Berger, G. Udell. – Basel : BIS, 2003.
232. *Berglof, E.* The Great Divide and Beyond: Financial Architecture in Transition / William Davidson Working Paper № 414 / E. Berglof, P. Bolton. – William Davidson Institute, 2001.
233. *Berkowitz, D.* Economic Development, Legality, and the Transplant Effect / Working Paper № 39 / D. Berkowitz, K. Pistor, J.-F. Richard. – Harvard Univ., Center for International Development (CID). – 2000.
234. *Bernanke, B.* Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy / B. Bernanke, M. Gertler // Journal of Economic Perspectives. – 1995. – Vol. 9 (№ 4).
235. *Bernanke, B.* The Financial Accelerator and the Flight to Quality / NBER Working Paper № 4789 / B. Bernanke, M. Gertler, S. Gilchrist. – Cambridge, MA : NBER, 1994.

236. *Bernanke, B.* The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework / NBER Working Paper № 6455 / B. Bernanke, M. Gertler, S. Gilchrist. – Cambridge, MA : NBER, 1998.
237. *Bhattacharya, S.* Contemporary Banking Theory / S. Bhattacharya, A. Thakor // Journal of Financial Intermediation. – 1993. – Vol. 3 (№ 1).
238. *Bhattacharya, H.* Daouk. The World Price of Insider Trading / U. Bhattacharya, H. Daouk // Journal of Finance. – 2002. – Vol. 57 (№ 1, January).
239. *Bhide, A.* The Hidden Costs of Stock Market Liquidity / A. Bhide // Journal of Financial Economics. – 1993. – Vol. 34 (№ 1).
240. *Bikhchandani, S.* A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades / S. Bikhchandani, D. Hirshleifer, I. Welch // Journal of Political Economy. – 1992. – Vol. 100 (№ 5).
241. BIS Quarterly Review, March 2005. Statistical Annex. – Basel: BIS, 2005.
242. BIS Quarterly Review, March 2007. Statistical Annex. – Basel: BIS, 2007.
243. BIS Quarterly Review, September 2002. Statistical Annex. – Basel: BIS, 2002.
244. BIS Quarterly Review, September 2008. Statistical Annex. – Basel: BIS, 2008.
245. BIS Statistical annex contents, June 2000. — Basel: BIS, 2000.
246. *Bisat, A.* Issues in Managing and Sequencing Financial Sector Reforms: Lessons from Experiences in Five Developing Countries / IMF Working Paper № 92/82 / A. Bisat, R. B. Johnston, V. Sundararajan. – Washington D. C. : IMF, 1992.
247. *Black, F.* The Pricing of Options and Corporate Liabilities / F. Black F., M. Scholes // Journal of Political Economy. – 1973. – Vol. 81 (№ 3).
248. *Black, S.* Financial structure, investment and economic growth in OECD countries // Competition and Convergence in Financial Markets: The German and Anglo-American Models / ed. by S. Black, M. Moersch. – New York : North Holland Press, 1998.
249. *Blackburn, K.* Financial Development, Financing Choice and Economic Growth / K. Blackburn, N. Bose, S. Capasso; Centre for Growth and Business Cycle Research School of Economic Studies, Univ. of Manchester. – Manchester : Univ. of Manchester, 2001.

250. *Blaschke, W.* Stress Testing of Financial Systems: An Overview of Issues, Methodologies, and FSAP Experiences / IMF Working Paper № 01/88 / W. Blaschke, M. Jones, G. Majnoni, S. Peria. – Washington D. C. : IMF, 2001.
251. *Blommestein, H.* The Role of Financial Markets in the Transition to a Market Economy / H. Blommestein, M. Spencer // Building Sound Finance in Emerging Market Economies. IMF, 10–11 June. – Washington D. C. : IMF, 1993.
252. *Blouin, J.* Did Dividends Increase Immediately After the 2003 Reduction in Tax Rates? / J. Blouin, J. Ready, D. Shackelford / NBER Working Paper № 10301. – Cambridge, MA : NBER, 2004.
253. *Bonin, J.* Bank performance, efficiency and ownership in transition countries / J. Bonin, I. Hasan, P. Wachtel // Journal of Banking and Finance. – 2005. – Vol. 29.
254. *Bonin, J.* Financial sector development in transition economies: Lessons from the first decade / BOFIT Discussion Papers № 9/2002 / J. Bonin, P. Wachtel. – Bank of Finland; Institute for Economies in Transition. – 2002.
255. *Boot, A.* Reputation and Discretion in Financial Contracting / A. Boot, S. Greenbaum, A. Thakor // American Economic Review. – 1993. – Vol. 83.
256. *Boot, A.* Financial system architecture / A. Boot, A. Thakor // Review of Financial Studies. – 1997. – Vol. 10.
257. *Boot, A.* Banking Structure and Financial Innovation / A. Boot, A. Thakor // Universal Banking / ed. by A. Saunders, I. Walter. – Chicago : Irwin, 1996.
258. *Bordo, M.* Financial crises: lessons from the last 120 years / M. Bordo, B. Eichengreen, D. Klingebiel, M. Martinez-Peria // Economic Policy. – 2001, April.
259. *Borensztein, E.* Sovereign Debt Structure for Crisis Prevention / IMF Occasional Paper № 237 / E. Borensztein, M. Chamon, O. Jeanne. – Washington : IMF, 2004.
260. *Borensztein, E.* A Panic-Prone Pack? The Behavior of Emerging Market Mutual Funds / E. Borensztein, G. Gelos // IMF Staff Papers. – 2003. – Vol. 50 (№ 1).
261. *Borio, C.* Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation? / BIS Working Papers № 128 / C. Borio. – Basel : BIS, 2003.
262. *Borio, C.* Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options / C. Borio, C. Furfine, Ph. Lowe // BIS Paper № 1. – Basel : BIS, 2001.

263. *Borio, C.* Whither monetary and financial stability? the implications of evolving policy regimes / BIS Working Papers № 147 / C. Borio, W. White. – Basel : BIS, 2004.
264. *Bossone, B.* Circuit theory of finance and the role of incentives in financial sector reform / WPS № 2026 / B. Bossone. – Washington D. C. : World Bank, 1998.
265. *Boutchkova, M.* Privatization and the Rise of Global Capital Markets? / M. Boutchkova, W. Megginson // Financial Management. – Winter 2000.
266. *Boyd, J.* Inflation and Financial Market Performance: What Have We Learned in Last Ten Years? / J. Boyd, B. Champ // Federal Reserve Bank of Cleveland Working paper № 03/17. – 2003.
267. *Boyd, J.* The Impact of Inflation on Financial Sector Performance / J. Boyd, R. Levine, B. Smith // Journal of Monetary Economics. – 2001. – Vol. 47.
268. *Boyd, J.* Financial Intermediary-Coalitions / J. Boyd, E. Prescott // Journal of Economic Theory. – 1986. – Vol. 38 (№ 2).
269. *Boyd, J.* Intermediation and the equilibrium allocation of investment capital: Implications for economic development / J. Boyd, B. Smith // Journal of Monetary Economics. – 1992. – № 30.
270. *Boyd, J.* The Co-Evolution of the Real and Financial Sectors in the Growth Process / J. Boyd, B. Smith // World Bank Econ. Review. – May 1996. – Vol. 10 (№ 2).
271. *Boyd, J.* The evolution of debt and equity markets in economic development / J. Boyd, B. Smith // Economic Theory. – 1998. – Vol. 12 (№ 3).
272. *Brajovic Bratanovic, S.* Analyzing and Managing Banking Risk / S. Brajovic Bratanovic, van. H. Greuning / A Framework for Assessing Corporate Governance and Financial Risk. – Washington D. C. : World Bank, 2003.
273. *Brooks, R.* The Rise in Comovement Across National Stock Markets: Market Integration or Global Bubble? / R. Brooks, M. Del Negro / IMF Working Paper № 02/147. – Washington : IMF, 2002.
274. *Brzoza-Brzezina, M.* Lending booms in the new EU Member States: will euro adoption matter? / ECB Working Paper № 543 / M. Brzoza-Brzezina. – Frankfurt/Main: ECB, 2005.
275. *Buch, C.* Opening up for foreign banks: How Central and Eastern Europe can benefit / C. Buch // Economics of Transition. – 1997. – № 5.
276. *Buckle, M.* The UK financial system. Theory and practice / M. Buckle, J. Thompson. – 3-rd ed. – Manchester Univ. Press, 1998.
277. *Buttonwood.* Crude suggestion / There may be an ominous link between oil and bond prices // The Economist. – 2007, 3–9 February.

278. *Byrne J., Davis E. Ph.* A Comparison of Balance Sheet Structures in Major EU Countries / J. Byrne, E. Ph. Davis // National Institute Economic Review. – 2002. – Vol. 180.
279. *Baur, D.* Coexceedances in financial markets – a quantile regression analysis of contagion / D. Baur, N. Schulze // Emerging Markets Review. – 2005. – № 6.
280. *Calderon, C.* The direction of causality between financial development and economic growth / C. Calderon, L. Liu // Journal of Development Economics. – 2003. – № 72.
281. *Callier, Ph.* Financial Sector Adjustment and Management / EDI Working Paper № 340/050./ Ph. Callier. – Washington D. C. : World Bank, 1991.
282. *Calvo, G.* Fixed versus Flexible Exchange Rate: Preliminaries of a Turn-of-Millennium Rematch [Электронный ресурс] / G. Calvo. – 1999. – Режим доступу : // www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm
283. *Calvo, G.* Financial markets and intermediation / G. Calvo, M. Kumar // Financial Sector Reforms and Exchange Rate Arrangements in Eastern Europe / IMF Occasional Paper. – № 102. – Washington D. C. : IMF, 1993.
284. *Calvo, G.* Rational contagion and the globalization of securities markets / G. Calvo, E. Mendoza // Journal of International Economics. – 2000. – Vol. 51 (№ 1).
285. *Calvo, G.* Capital flows to Latin America: is there evidence of contagion effects? / G. Calvo, C. Reinhart // Private Capital Flows to Emerging Markets after the Mexican Crisis / ed. by G. Calvo, M. Goldstein, E. Hochreiter. – Washington D. C. : Institute of International Economics. – 1997.
286. *Calvo, G.* Fear of Floating / G. Calvo, C. Reinhart // Quarterly Journal of Economics. – 2002. – № 117.
287. *Campbell, J.* Comment on Low Inflation: The Behavior of Financial Markets and Institutions / J. Campbell // Journal of Money, Credit and Banking. – 2000. – Vol. 32.
288. *Campos, N.* Growth in Transition: What We Know, What We Don't, and What We Should / N. Campos, F. Coricelli // Journal of Economic Literature. – 2002. – Vol. XL, September.
289. *Capital Flows and Financial Crises* / ed. by M. Kahler. – Ithaca : Cornell Univ. Press, 1998.
290. *Cappiello, L.* Financial integration of new EU Member States / ECB Working Paper Series № 683 / L. Cappiello, B. Gérard, A. Kadareja, S. Manganeli. – Frankfurt/Main : ECB, 2006.

291. *Caprio, G.* Episodes of Systemic and Borderline Financial Crises / WB Working Paper / G. Caprio, D. Klingebiel. – Washington D. C. : World Bank, 2003.

292. *Caramazza, F.* International financial contagion in currency crises / F. Caramazza, L. Ricci, R. Salgado // Journal of International Money and Finance. – 2004. – № 23.

293. *Caramazza, F.* Trade and Financial Contagion in Currency Crises / IMF Working Paper № 00/55 / F. Caramazza, L. Ricci, R. Salgado. – Washington D. C. : IMF, 2000.

294. *Cavaglia, S.* The Increasing Importance of Industry Factors / S. Cavaglia, C. Brightman, M. Aked // Financial Analysts Journal. – 2000. – Vol. 56, September/October.

295. *Caviglia, G.* Financial Sectors in EU Accession Countries / G. Caviglia, G. Krause, C. Thimann // Financial Sectors in EU Accession Countries. – Frankfurt/Main : ECB, 2002.

296. *Chai, J.* An Incentive Approach to Identifying Financial System Vulnerabilities / IMF Working Paper № 00/211 / J. Chai, B. Johnston. – Washington D. C. : IMF, 2000.

297. *Chakravorti, S.* Managerial Incentives and Financial Contagion / IMF Working Paper № 04/199 / S. Chakravorti, S. Lall. – Washington D. C. : IMF, 2004.

298. *Chaplinsky, S.* The Impact of Global Offerings of Foreign Borrowers / S. Chaplinsky, L. Ramchand // Journal of Finance. – 2000. – Vol. 55 (№ 6).

299. *Chari, A.* The Invisible Hand in Emerging Markets: Discerning or Indiscriminate? / Working Paper / A. Chari, P. Henry. – Univ. of Michigan Business School, 2003.

300. *Chen, Z.* Patterns of Capital Flows to Emerging Markets: A Theoretical Perspective / IMF Working Paper № 97/13 / Z. Chen, M. Khan. – Washington D. C. : IMF, 1997.

301. *Chetty, R.* Dividend Taxes and Corporate Behavior: Evidence from the 2003 Dividend Tax Cut / R. Chetty, E. Saez. // Quarterly Journal of Economics. – 2005. – Vol. 120 (№ 3).

302. *Chinhyung, Cho D.* International Arbitrage Pricing Theory: An Empirical Investigation / Cho D. Chinhyung, S. Eun Cheol, W. Senbet Lemma // Journal of Finance. – 1986. – Vol. 41 (№ 2).

303. *Chinn, M.* Capital Account Liberalization, Institutions and Financial Development: Cross Country Evidence / NBER Working Paper № 8967 / M. Chinn, H. Ito. – Cambridge, MA : NBER, 2002.

304. *Chinn, M.* What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions / NBER Working Paper № 11370 / M. Chinn, H. Ito. – Cambridge, MA : NBER, 2005.

305. *Cholerton, K.* Why Invest In Foreign Currency Bond? / K. Cholerton, P. Pieraerts, B. Solnik // Journal of Portfolio Management. – Summer 1986.

306. *Choueiri, N.* Has the Nature of Crises Changed? A Quarter Century of Currency Crises in Argentina / IMF Working Paper № 99/152 / N. Choueiri, G. L. Kaminsky. – Washington D. C. : IMF, 1999.

307. *Christopoulos, D.* Financial development and economic growth: evidence from panel unit root and cointegration tests / D. Christopoulos, E. Tsionas // Journal of Development Economics. – 2004. – Vol. 73.

308. *Čihák, M.* Is One Watchdog Better Than Three? International Experience with Integrated Financial Sector Supervision / IMF Working Paper № 06/57 / M. Čihák, R. Podpiera. – Washington D. C. : IMF, 2006.

309. *Čihák, M.* Do Central Banks Write on Financial Stability? / IMF Working Paper № 06/163 / M. Čihák. – Washington. D. C. : IMF, 2006.

310. *Claessens, S.* How does foreign entry affect domestic banking markets? / S. Claessens, A. Demirgüç-Kunt, H. Huizinga // Journal of Banking and Finance. – 2001. – Vol. 25 (№ 5).

311. *Claessens, S.* Stock Markets in Transition Economies / Financial Sector Development Discussion Paper № 5 / S. Claessens, S. Djankov, D. Klingebiel. – Washington D. C. : World Bank, 2000.

312. *Claessens, S.* Contagion: Understanding How It Spreads / S. Claessens, R. Dornbusch, C. Park // World Bank Research Observer. – 2000. – Vol. 15 (№ 2).

313. *Claessens, S.* Electronic Finance: Reshaping the Financial Landscape around the World / Financial Sector Development Discussion Paper № 4 / S. Claessens, T. Glaessner, D. Klingebiel. – Washington D. C. : World Bank, 2000.

314. *Claessens, S.* Explaining the Migration of Stocks from Exchanges in Emerging Economies to International Centers / CEPR Discussion Paper № 3301 / S. Claessens, D. Klingebiel, S. Schmukler. – Univ. of Salerno, Centre for studies in economics and finance. – April 2002.

315. *Claessens, S.* What Happens During Recessions, Crunches, and Busts? / IMF Working Paper № 08/274 / S. Claessens, V. Kose, M. Terrones. – Washington D. C. : IMF, 2008.

316. Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, revised / International Organization of Securities Commissions (IOSCO). – Madrid : IOSCO, 2008.

317. Competition and Convergence in Financial Markets: The German and Anglo-American Models / ed. by S. Black, M. Moersch. – New York : North Holland Press, 1998.

318. Compilation Guide on Financial Soundness Indicators. – Washington D. C. : IMF, 2003 (Draft).

319. *Coricelli, F.* The Financial Sector in Transition: Tales of Success and Failure / F. Coricelli. – Univ. of Siena, CEPR and Central European Univ, 2001.

320. *Coricelli, F.* Finance and Growth in Economies in Transition / F. Coricelli // European Economic Review. – 1995. – № 40.

321. *Cornelius, P.* Trade in Financial Services, Capital Flows, and the Value-at-Risk of Countries / P. Cornelius / Res. Note RN-00-2. – Frankfurt/Main: Deutsche Bank Research, 2000.

322. *Corsetti G., Roubini N., Pesenti P.* What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? / G. Corsetti, N. Roubini, P. Pesenti // Japan and the World Economy. – 1999. – Vol. 11, October.

323. *Cottarelli, C.* Early Birds, Late Risers, and Sleeping Beauties: Bank Credit Growth to the Private Sector in Central and Eastern Europe and in the Balkans / C. Cottarelli, G. Dell'Araccia, I. Vladkova-Hollar // Journal of Banking and Finance. – 2005. – Vol. 29.

324. *Courakis, A.* Constraints on bank choices and financial repression in Less Developed Countries / A. Courakis // Oxford Bulletin of Economics and Statistics. – 1984. – Vol. 46.

325. *Crockett, A.* Central banking under test? / Monetary stability, financial stability and the business cycle: five views // BIS Papers № 18 / A. Crockett. – Basel : BIS, 2003.

326. *Crockett, A.* The Theory and Practice of Financial Stability / A. Crockett / GEI Newsletter Issue. – Cambridge, UK. – 1997. – № 6.

327. Danthine, J.-P. European Financial Markets after EMU: A First Assessment / Working Paper № 2413 / J.-P. Danthine, F. Giavazzi, E.-L. Von Thadden. – CEPR, 2000.

328. *Das, S.* Systemic risk and international portfolio choice / Working Paper № 3305 / S. Das, R. Uppal. – CEPR, 2002.

329. *Das, U.* Does Regulatory Governance Matter for Financial System Stability? An Empirical Analysis / IMF Working Paper № 04/89 / U. Das, M. Quintyn, K. Chenard. – Washington D. C. : IMF, 2004.

330. *Davis Ph.* A typology of financial instability // Financial Stability Report № 2 / Ph. Davis. – Wenen: Oesterreichische Nationalbank, 2002.

331. *Davis Ph.* The Role of Institutional Investors in the Evolution of Financial Structure and Behavior / Conference Voiume "The Future of the Financial System" / Ph. Davis. – Reserve Bank of Australia, 1996.

332. *De Bandt, O.* Systemic risk: a survey / ECB Working Paper № 35 / O. De Bandt, P. Hartmann. – Frankfurt/Main: ECB, 2000.

333. *De Gregorio, J.* Borrowing Constraints, Human Capital Accumulation, and Growth / J. De Gregorio // Journal of Monet. Econ. – 1996. – Vol. 37 (№ 1).

334. *De Haas, R.* Foreign bank penetration and private sector credit in central and eastern Europe / R. De Haas, I. Van Lelyveld // Journal of Emerging Market Finance. – 2004. – Vol. 3 (№ 2).

335. *De Haas, R.* Foreign banks and credit stability in central and eastern Europe, panel data analysis / R. De Haas, I. Van Lelyveld // Journal of Banking & Finance. – 2006. – Vol. 30 (№ 7).

336. *De Melo, M.* From Plan to Market: The Patterns of Transition / Paper for the XIth World Congress of the International Economic Association, Tunls, 18–22 December 1995 / M. De Melo, C. Denizer, A. Gelb. – Washington D. C. : World Bank, 1995.

337. *De Meio, M.* Monetary Policy During Transition: an Overview / World Bank Policy Research Working Paper № 1706 / M. De Meio, C. Denizer. – Washington D. C. : World Bank, 1997.

338. *Decressin, J.* Capital Markets and External Current Accounts: What to Expect from the Euro / IMF Working Paper № 00/154 / J. Decressin, P. Disyatat. – Washington D. C. : IMF, 2000.

339. *Demirgüç-Kunt, A.* Cross-Country Empirical Studies of Systemic Bank Distress: A Survey / IMF Working Paper № 05/96 / A. Demirgüç-Kunt, E. Detragiache. – Washington D. C. : IMF, 2005.

340. *Demirgüç-Kunt, A.* Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability? An Empirical Investigation / Policy Research Working Paper № 2247 / A. Demirgüç-Kunt, E. Detragiache. – Washington D. C. : World Bank, 2000.

341. *Demirgüç-Kunt, A.* Financial Liberalization and Financial Fragility / IMF Working Paper N° 98/83 / A. Demirgüç-Kunt, E. Detragiache. – Washington D. C. : IMF, 1998.
342. *Demirgüç-Kunt, A.* Regulations, Market Structure, Institutions, and the Cost of Financial Intermediation / NBER Working paper N°9890 / A. Demirgüç-Kunt, L. Laeven, R. Levine. – Cambridge, MA : NBER, 2003.
343. *Demirgüç-Kunt, A.* Bank-based and market-based financial systems: Cross-country comparisons / A. Demirgüç-Kunt, R. Levine // Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development. – Cambridge, MA: MIT Press, 2001.
344. *Devereux, M.* International Risk Sharing and Economic Growth / M. Devereux, G. Smith // International Economic Review. – 1994. – Vol. 53 (N° 2).
345. *Diamond, D.* Financial intermediation and delegated monitoring / D. Diamond // Review of Economics Studies. – 1984. – Vol. 51.
346. *Diamond, D.* Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity / Univ. of Chicago / D. Diamond, Ph. Dybvig // Journal of Political Economy. – 1983. – Vol. 91 (N° 3).
347. Digital TV – a better bet than the Internet? // European Card Review. – 2000. – Vol. 7 (N° 3).
348. *Dooley, M.* Capital Controls, Political Risk, and Deviations from Interest-Rate Parity / M. Dooley, P. Isard // Journal of Political Economy. – 1980. – Vol. 88, April.
349. *Drazen, A.* Do Crises Induce Reform?: Simple Empirical Tests of Conventional Wisdom / A. Drazen, W. Easterly // Economics and Politics. – 2001. – Vol. 13, July.
350. *Du, J.* Does Insider Trading Raise Market Volatility? / J. Du, S. Wei // Economic Journal. – 2004. – Vol. 114 (N° 10, October).
351. *Duenwald, Ch.* Too Much of a Good Thing? Credit Booms in Transition Economies: The Cases of Bulgaria, Romania, and Ukraine / IMF Working Paper N° 05/128 / Ch. Duenwald, N. Gueorguiev, A. Schaechter. – Washington D. C. : IMF, 2005.
352. *Duisenberg, W.* The contribution of the euro to financial stability / W. Duisenberg // Globalisation of Financial Markets and Financial Stability – Challenges for Europe. – Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 2001.
353. *Dungey, M.* International Contagion Effects from the Russian Crisis and the LTCM Near-Collapse / M. Dungey, R. Fry, B. Gonzalez-Hermosillo, V. Martin / IMF Working Paper N° 02/74. – Washington D. C. : IMF, 2002.

354. *Durand, H.* De la banque universelle au retour de la banque specialisee / H. Durand // Controie des activites bancaires et risques financiers : Etudes coordonnees par J. Spindler; pref. J.-L. de Gaffard. – Paris, 1998.
355. *Edison, H.* Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis / H. Edison, M. Klein, L. Ricci, T. Slok // IMF Staff Papers. – Washington D. C. : IMF, 2004. – Vol. 52 (N° 1).
356. *Edison, H.* International Financial Integration and Economic Growth / IMF Working Paper N° 02/145 / H. Edison, R. Levine, L. Ricci, T. Slok. – Washington D. C. : IMF, 2002.
357. *Edison, H.* A Simple Measure of the Intensity of Capital Controls / H. Edison, F. Warnock // Journal of Empirical Finance. – 2003. – Vol. 10 (N° 1–2).
358. *Edwards, F.* The New Finance – Regulation & Financial Stability / F. Edwards. – Washington D. C. : The AEI Press, 1996.
359. Edwards, S. Capital Controls, Sudden Stops and Current Account Reversals / NBER Working Papers N° 11170 / S. Edwards. – Cambridge, MA : NBER, 2005.
360. *Edwards, S.* Financial openness, currency crises and output losses / S. Edwards. – Cambridge, MA : NBER, 2006.
361. *Eichengreen, B.* Banking Crises in Emerging Markets: Presumptions and Evidence / B. Eichengreen, C. Arteta. – Berkeley: Univ. of California, 2000.
362. *Eichengreen, B.* Exchange market mayhem. The antecedents and aftermath of speculative attacks / B. Eichengreen, A. Rose, C. Wyplosz // Economic Policy. – October 1995.
363. *Eichengreen, B.* Speculative Attacks on Pegged Exchange Rates: An Empirical Exploration with Special Reference to the European Monetary System / Working Paper N° 4898 / B. Eichengreen, A. Rose, C. Wyplosz. – Cambridge, MA : NBER, 1994.
364. *Eichengreen, B.* Contagious Currency Crises / NBER Working Paper N° 5681 / B. Eichengreen, A. Rose, C. Wyplosz. – Cambridge, MA : NBER, 1996.
365. *Eichengreen, B.* Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization? / Working Paper N° 8716 / B. Eichengreen, M. Bordo. – Cambridge, MA : NBER, 2002.
366. *Eicher, Sh.* What Causes Bank Asset Substitution in Kazakhstan? Explaining Currency Substitution in a Transition Economy / William Davidson Working Paper N° 688 / Sh. Eicher. – The William Davidson Institute, Univ. of Michigan School of Business. – 2004.

367. Emerging Stock Markets Factbook. – New York : S&P (щорічне видання).
368. Emerging Stock Markets Factbook. – Washington D. C. : IFC (щорічне видання).
369. Engler, H. The Future of Banking / H. Engler, J. Essinger. – London, UK: Reuters, Pearson Edukation. – 2000.
370. Erb, C. Political Risk, Economic Risk, and Financial Risk / C. Erb, C. Harvey, T. Viskanta // Financial Analysts Journal. – 1996. – Vol. 52 (№ 6, November/December).
371. Erb, C. The Influence of Political, Economic, and Financial Risk on Expected Fixed-Income Returns / C. Erb, C. Harvey, T. Viskanta // Journal of Fixed Income. – September 1996. – Vol. 6 (№ 1).
372. Ergungor, O. Market- vs. bank-based financial systems: do rights and regulations really matter? / O. Ergungor // Journal of Banking & Finance. – 2003.
373. Errunza, V. Emerging Markets: A New Opportunity for Improving Global Portfolio Performance / V. Errunza // Financial Analysts Journal. – 1983. – Vol. 39 (№ 5).
374. Errunza, V. Further Evidence on the Benefits of Portfolio Investments in Emerging Markets / V. Errunza, P. Padmanabhan // Financial Analysts Journal. – 1989. – Vol. 44 (№ 4).
375. Falko Fecht. On the Stability of Different Financial Systems / Falko Fecht / WPS Finance & Accounting № 110. – Frankfurt/Main : JWGU, 2003.
376. Faria, A. Institutions and the External Capital Structure of Countries / IMF Working Paper № 04/236 / A. Faria, P. Mauro. – Washington D. C. : IMF, 2004.
377. Fase, M. Financial environment and economic growth in selected Asian countries / M. Fase, R. Abma // Journal of Asian Economics. – 2003. – Vol. 14.
378. Favero, C. Is the International propagation of financial shocks non-linear? / C. Favero, F. Giavazzi, // Journal of International Economics. – 2002. – № 57.
379. Fedorov, P. Cross-sectional Variations in the Degree of Global Integration: the Case of Russian Equities / P. Fedorov, S. Sarkissian // Journal of International Financial Markets, Institutions and Money. – 2000. – Vol. 10.
380. Feldstein, M. Domestic Savings and International Capital Flows / M. Feldstein, Ch. Horioka // Economic Journal. – 1980. – Vol. 90. – June.

381. Ferguson, R. Should financial stability be an explicit central bank objective? / R. Ferguson // Monetary stability, financial stability and the business cycle: five views // BIS Papers № 18. – Basel : BIS, 2003.
382. Fernández, R. Resistance to Reform: Status Quo Bias in the Presence of Individual-Specific Uncertainty / R. Fernández, D. Rodrik // American Economic Review. – 1991. – Vol. 81, December.
383. Financial Regulation: Changing the Rules of the Game / ed. by D. Vittas. – Washington D. C. : EDI of the World Bank. – 1992.
384. Financial Services: Implementing the framework for financial markets: Action Plan / Communication of the Commission. – 1999.
385. Financial Transition in Europe and Central Asia: Challenges of the New Decade. – Washington D. C. : World Bank, 2001.
386. Fischer, S. The Transition Economies After Ten Years / IMF Working Paper № 00/30 / S. Fischer, R. Sahay. – Washington D. C. : IMF, 2000.
387. Fisher, Black. Global Portfolio Optimization / Black Fisher, R. Litterman // Financial Analysts Journal. – 1992. – Vol. 48 (№ 5).
388. Fisher, S. Exchange Rate Regimes: Is The Bipolar View Correct / S. Fisher / Distinguished Lecture on Economics in Government American Economic Association and the Society of Government Economists, Delivered at the Meetings of the American Economic Association New Orleans, 6 January. – 2001.
389. Forbes, K. No contagion, only interdependence : measuring stock market co-movements / K. Forbes, R. Rigobon // Journal of Finance. – 2002. – Vol. 57 (№ 5).
390. Frankel, J. No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times / NBER Working Paper № 7338 / J. Frankel. – Cambridge, MA : NBER, 1999.
391. Frankel, J. Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators / NBER Working Paper №5437 / J. Frankel, A. Rose. – Cambridge, MA : NBER, 1996.
392. Frankel, J. Crises, Contagion and Country Funds: Effects on East Asia and Latin America / J. Frankel, S. Schmukler // Managing Capital Flows and Exchange Rates: Perspectives from the Pacific Basin / ed. by Reuven Glick. – New York : Cambridge Univ. Press, 1998.
393. Fratzscher, M. Financial market integration in Europe: on the effects of EMU on stock markets / ECB Working paper № 48 / M. Fratzscher. – Frankfurt/Main : ECB, 2001.

394. *Fratzscher M., Bussiere M.* Financial Openness and Growth: Short-Run Gain, Long-Run Pain? / M. Fratzscher, M. Bussiere. – Frankfurt/Main : ECB. – 2003.
395. *Freixas, X.* Systemic Risk, Interbank Relations and Liquidity Provision by the Central Bank / X. Freixas, B. Parigi, J.-C. Rochet // Journal of Money, Credit, and Banking. – 2000. – Vol. 32 (№ 3/2).
396. *Friedman, M.* A Monetary History of the United States, 1867–1960 / M. Friedman, A. J. Schwartz. – Princeton : Princeton Univ. Press, 1963.
397. *Fries, S.* Cost efficiency of banks in transition: evidence from 289 banks in 15 post communist countries / S. Fries, A. Taci // Journal of Banking and Finance. – 2005. – Vol. 29.
398. *Fry, M.* In Favor of Financial Liberalization / M. Fry // Economic Journal. – 1997. – № 107.
399. *Frydl, E.* The Eurodollar Conundrum / E. Frydl // Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review. – Spring 1982. – № 7.
400. *Galindo, A.* Does Financial Liberalization Improve the Allocation of Investment?: Micro Evidence From Developing Countries / IADB Research Department Working Paper № 467 / A. Galindo, F. Schiantarelli, A. Weiss. – Washington : Inter-American Development Bank, 2002.
401. *Garibaldi P., Mora N., Sahay R., Zettelmeyer J.* What Moves Capital to Transition Economies? / IMF Working Paper №02/64 / P. Garibaldi, N. Mora, R. Sahay. – Washington D. C. : IMF, 2002.
402. *Georgopoulos, G.* Feldstein-Horioka meets a time trend / G. Georgopoulos, W. Hejazi // Economics Letters. – 2005. – Vol. 86.
403. *Gerschenkron, A.* Economic Backwardness in Historical Perspective, A Book of Essays / A. Gerschenkron. – Cambridge, MA : Harvard Univ. Press, 1962.
404. *Giavazzi, F.* Capital Controls and European Monetary System / F. Giavazzi, M. Pagano // Capital Controls and Foreign Exchange Legislation / Occasional Paper № 1. – Milan: Euromobiliare. – June 1985.
405. *Giuliano, P.* Remittances, Financial Development, and Growth / IMF Working Paper № 05/234 / P. Giuliano, M. Ruiz-Arranz. – Washington D. C. : IMF, 2005.
406. *Glick R., Rose A.* Contagion and Trade: Why Are Currency Crises Regional / R. Glick, A. Rose // Journal of International Money and Finance. – 1999. – Vol. 18 (№ 4, August).
407. Global Development Finance, 2004. – Washington D. C. : World Bank, 2004.

408. Global Development Finance: The Globalization of Corporate Finance in Developing Countries / I: Review, Analysis, and Outlook. 2007. – Washington D. C. : World Bank, 2007.
409. Global Financial Stability Report / World Economic and Financial Surveys. – Washington D. C. : IMF, March 2005.
410. Global Financial Stability Report. Financial Stress and Deleveraging. Macrofinancial Implications and Policy / World Economic and Financial Surveys. – Washington D. C. : IMF, October 2008.
411. Global Financial Stability Report. Market Developments and Issues / World Economic and Financial Surveys. – Washington D. C. : IMF, April 2007.
412. Global Financial Stability Report. Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risks / World Economic and Financial Surveys / Summary Version. – Washington D. C. : IMF, April 2009.
413. *Goldsmith R.* Financial Structure and Development / R. Goldsmith. – New Haven, Connecticut : Yale Univ. Press, 1969.
414. *Goldstein M.* The Asian Financial Crisis / M. Goldstein. – Washington D. C. : Institute for International Economics, 1998.
415. *Goldstein, M.* Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets / M. Goldstein, G. Kaminsky, C. Reinhart. – Washington D. C. : Institute for International economics, 2000.
416. *Goodfriend, M.* Financial stability, deflation, and monetary policy / Ninth International Conference "The role of monetary policy under low inflation: deflationary shocks and their policy responses", Bank of Japan / M. Goodfriend // Monetary and Economic Studies, Special Edition. – 2001. – Vol. 19 (№ S-1, February).
417. *Greenwood, J.* Financial Development, Growth, and the Distribution of Income / J. Greenwood, B. Jovanovic // Journal of Political Economy. – 1990. – Vol. 98. – October.
418. *Griffin, J.* Another Look at the Role of Industrial Structure of Markets for International Diversification Strategies / J. Griffin, A. Karolyi // Journal of Financial Economics. – 1998. – Vol. 50, December.
419. *Grilli, V.* Structural Determinants and Economic Effects of Capital Controls / V. Grilli, G. Milesi-Ferretti // IMF Staff Paper. – 1995. – Vol. 42 (№ 3).
420. *Grilli V., Milesi-Ferretti E.* Financial Aspects of Economic Development / V. Grilli, E. Milesi-Ferretti // American Economic Review. – 1955. – Vol. 45.
421. *Gurley, J.* Money in a Theory of Finance / J. Gurley, E. Shaw. – Washington D. C. : Brookings Institution, 1960.

422. *Hackethal A.* How Unique Are US Banks? The Role of Banks in Five Major Financial Systems / WPS Finance & Accounting № 60 / A. Hackethal. – Frankfurt/Main : JWGÜ, 2000.

423. *Hackethal, A.* Structural Change in the German Banking System? / WPS Finance and Accounting № 147 / A. Hackethal, R. Schmidt. – Frankfurt/Main : JWGÜ, 2005.

424. *Hahm J.-H., Mishkin F.* The Korean financial crisis: an asymmetric information perspective / J.-H. Hahm, F. Mishkin // Emerging Markets Review. – 2000. – № 1.

425. *Han, K.* Mexican peso crisis and its spillover effects to emerging markets debt / K. Han, S. Lee, D. Suk // Emerging Markets Review. – 2003. – № 4.

426. *Hardouvelis, G.* EMU and European Stock Market Integration / G. Hardouvelis, D. Malliaropoulos, R. Priestly / CEPR Discussion Paper № 124. – CEPR, 1999.

427. *Haurer, D.* Fiscal Policy and Financial Development / IMF Working Paper № 06/26 / D. Haurer. – Washington D. C. : IMF, 2006.

428. *Hellmann, Th.* Financial Restraint: Toward a New Paradigm, The Role of Government in East Asian Economic Development / Th. Hellmann, K. Murdock, J. Stiglitz. – New York : Oxford Univ. Press Inc, 1996 // Financial Development and Economic Growth: Theory and Experiences from Developing Countries / ed. by H. Niels and R. Lensink. – London : Routledge, 1997.

429. *Hellmann, Th.* Liberalization, Moral Hazard in Banking, and Prudential Regulation: Are Capital Requirements Enough? / Th. Hellmann, K. Murdock, J. Stiglitz // American Economic Review. – 2000. – Vol. 90, March.

430. *Henry, P.* Domestic Capital Market Reform and Access to Global Finance: Making Markets Work / NBER Working Paper № 10064 / P. Henry, P. Lorentzen. – Cambridge, MA : NBER, 2003.

431. *Hermes, N.* The impact of foreign bank entry on domestic banks in LDCs: An econometric analysis. / N. Hermes, R. Lensink // Foreign Banks and Economic Transition / ed. by T. Kowalski, R. Lensink, V. Vensel. – Poznan : Poznan Univ. Press, 2002.

432. *Herzberg, V.* Growth, risks and governance: the role of the financial sector in Southeastern Europe / European Economy Occasional Papers / V. Herzberg, M. Watson. – Brussels : European Commission, 2007.

433. *Heston, S.* Industry and Country Effects in International Stock Returns / S. Heston, G. Rouwenhorst // Journal of Portfolio Management. – Spring 1995.

434. *Hilbers P.* Monetary Instruments and Their Uses During the Transition / IMF Working Paper № 93/87 / P. Hilbers. – Washington D. C. : IMF, 1993.

435. *Ho, T.* The Feldstein-Horioka puzzle revisited / T. Ho // Journal of International Money and Finance. – 2002. – Vol. 21 (№ 4).

436. *Hoelscher, D.* A Framework for Managing Systemic Banking Crises / IMF Occasional Paper, forthcoming / D. Hoelscher, M. Quintyn. – Washington D. C. : IMF, 2003.

437. *Holmstrom, B.* Market liquidity and performance monitoring / B. Holmstrom, J. Tirole // Journal of Political Economy. – 1993. – Vol. 101.

438. *Hussein, K.* International capital mobility in OECD countries: the Feldstein-Horioka puzzle revisited / K. Hussein // Economics Letters. – 1997. – Vol. 59.

439. *Henry, P.* Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices / P. Henry // Journal of Finance. – 2000. – Vol. 55, April.

440. *Ibbotson, R.* International Bond and Equity Portfolios / R. Ibbotson, R. Carr, A. Robinson // Financial Analysts Journal. – 1982. – Vol. 38 (№ 4).

441. *Ihnat, P.* The Financial Sector in the Czech Republic: An Assessment of its Current State of Development and Functioning / P. Ihnat, P. rochazka // Financial Sectors in EU Accession Countries. – Frankfurt/Main : ECB, 2002.

442. *Ilyina, A.* Technology and Finance / IMF Working Paper № 08/182 / A. Ilyina, R. Samaniego. – Washington D. C. : IMF, 2008.

443. International banking and financial market developments. Statistical Annex Contents. August 1996. – Basel : BIS, 1996.

444. International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues. – Washington D. C. : 2000.

445. *Issing, O.* Monetary and financial stability: is there a trade-off? / O. Issing // Monetary stability, financial stability and the business cycle: five views // BIS Papers № 18. – Basel : BIS, 2003.

446. *James, C.* Are Banks Still Special? New Evidence on Their Role in the Capital-Raising Process / C. James, D. Smith // Journal of Applied Corporate Finance. – 2000. – Vol. 13 (№ 1).

447. *Jensen, M.* Performance pay and top-management incentives / M. Jensen, K. Murphy // Journal of Political Economy. – 1990. – Vol. 98.

448. Key Standards for Sound Financial System. – Financial Stability Forum [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.fsforum.org/Standards/Keystds.html>

449. *Johnston, B.* Assessing Financial System Vulnerabilities / IMF Working Paper № 00/76 / B. Johnston, J. Chai, L. Schumacher. – Washington D. C. : IMF, 2000.

450. *Johnston, B.* Sequencing Capital Account Liberalization: Lessons from the Experiences in Chile, Indonesia, Korea, and Thailand / IMF Working Paper 97/157 / B. Johnston, S. Darbar, C. Echeverria. – Washington D. C. : IMF, 1997.

451. *Johnston, B.* Why Do Countries Use Capital Controls? / IMF Working Paper 98/181 / B. Johnston B., N. Tamirisa. – Washington D. C. : IMF, 1998.

452. *Jones, M.* Stress Testing Financial Systems: What to Do When the Governor Calls / IMF Working Paper № 04/127 / M. Jones, P. Hilbers, G. lack. – Washington D. C. : IMF, 2004.

453. *Kaminsky, G.* Leading Indicators of Currency Crises / G. Kaminsky, S. Lizondo, C. Reinhart // IMF Staff Papers, Vol. 45, March. – Washington D. C. : IMF. – 1998.

454. *Kaminsky, G.* Managers, Investors, and Crises: Mutual Fund Strategies in Emerging Markets / NBER Working Paper № 7855 / G. Kaminsky, R. Lyons, S. Schmukler. – Cambridge, MA : NBER, 2000.

455. *Kaminsky, G.* On crises, contagion and confusion / G. Kaminsky, C. Reinhart // Journal of International Economics. – 2000. – Vol. 51 (№ 1).

456. *Kaminsky, G.* The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems / G. Kaminsky, C. Reinhart // American Economic Review. – 1999. – Vol. 89 (№ 3, June).

457. *Kaminsky, G.* The Unholy Trinity of Financial Contagion / NBER Working Paper № 10061 / G. Kaminsky, C. Reinhart, C. Vegh. – Cambridge, MA : NBER. – 2003.

458. *Kaminsky, G.* Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization / IMF Working Paper № 03/34 / G. Kaminsky, S. Schmukler. – Washington D. C. : IMF, 2003.

459. *Karacadag, C.* Managing Risks in Financial Market Development: The Role of Sequencing / IMF Working Paper № 03/116 / C. Karacadag, V. Sundararajan. – Washington D. C. : IMF, 2003.

460. *Karolyi, G.* Does International Financial Contagion Really Exist? / G. Karolyi // International Finance. – 2003. – Vol. 6.

461. *Kaufman, G.* Is Banking A Declining Industry? / Federal Reserve Bank of Chicago / G. Kaufman, L. Mote // Economic Perspectives. – 1994. – Vol. 18 (№ 3).

462. *Kemme, D.* Russian Financial Transition: The Development of Institutions and Markets for Growth / William Davidson Working Paper № 455 / D. Kemme. – The William Davidson Institute, Univ. of Michigan School of Business. – 2001.

463. *Khan, M.* Financial Development and Economic Growth: An Overview / IMF Working Paper № 00/209 / M. Khan, A. Senhadji. – Washington D. C. : IMF, 2000.

464. *Khan, M.* Inflation and Financial Depth / IMF Working paper № 01/44 / M. Khan, A. Senhadji, B. Smith. – Washington D. C. : IMF, 2001.

465. *King, R.* Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right / R. King, R. Levine // Quarterly Journal of Economics. – 1993. – Vol. 108 (№ 3).

466. *Kireyev, A.* Liberalization of Trade in Financial Services and Financial Sector Stability (Analytical Approach) / IMF Working Paper № 02/138 / A. Kireyev. – Washington D. C. : IMF, 2002.

467. *Kiyotaki, N.* Credit Cycles / N. Kiyotaki, J. Moore // Journal of Political Economy. – 1997. – Vol. 105 (№ 2).

468. *Klaus, V.* Promoting Financial Stability in the Transition Economies of Central and Eastern Europe. – Federal Reserve Bank of Kansas City / V. Klaus, 1997.

469. *Klein, M.* Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth / NBER Working Paper № 7384 / M. Klein, G. Olivei. – Cambridge, MA : NBER, 1999.

470. *Kletzer, K.* The Role of Credit Markets in a Transition Economy with Incomplete Public Information / IMF Working Paper № 96/18 / K. Kletzer, J. Roldos. – Washington D. C. : IMF, 1996.

471. *Kodres, L.* A Rational Expectations Model of Financial Contagion / L. Kodres, M. Pritsker // Journal of Finance. – 2002. – Vol. 57 (№ 2, April).

472. *Konan, D.* Quantifying the Impact of Services Liberalization in Developing Country / World Bank Policy Research Working Paper № 3193 / D. Konan, K. Maskus. – Washington D. C.: World Bank, 2004.

473. *Kose, M.* How Do Trade and Financial Integration Affect the Relationship Between Growth and Volatility? / IMF Working Paper № 05/19 / M. Kose, E. Prasad, M. Terrones. – Washington D. C. : IMF, 2005.

474. *Krueger, D.* Pareto Improving Social Security Reform when Financial Markets are Incomplete!? / NBER Working Paper № 9410 / D. Krueger, F. Kubler. – Cambridge, MA : NBER, 2002.
475. *Kruger, M.* Fundamentals, Contagion and Currency Crises: An Empirical Analysis / Bank of Canada Working Paper № 98-10 / M. Kruger, P. Osakwe, J. Page. – Bank of Canada. – 1998.
476. *Krugman, P.* Currency crises / P. Krugman. – October 1997. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://web.mit.edu/krugman/www.crisis.html>.
477. *Krugman P.* Saving Asia: It's Time to Get Radical / P. Krugman // *Fortune*. – 7 September 1998.
478. *Kulyk, A.* Inflation and Financial Depth in Transition Economies / A. Kulyk. – Kyiv : Kyiv-Mohila Academy, 2002.
479. *Kyle, A.* Contagion as a Wealth Effect / A. Kyle, W. Xiong // *Journal of Finance*. – 2001. – Vol. 56.
480. *Lane, Ph.* International Investment Positions: A Cross-Sectional Analysis / Ph. Lane // *Journal of International Money and Finance*. – 2000. – Vol. 194.
481. *Lane, Ph.* Capital Flow to Central and Eastern Europe / IMF Working Paper № 06/188 / Ph. Lane, G. Milesi-Ferretti. – Washington D. C. : IMF, 2006.
482. *Lane, Ph.* External Capital Structure: Theory and Evidence / Ph. Lane, G. Milesi-Ferretti // *The World's New Financial Landscape: Challenges for Economic Policy* / ed. by Horst Siebert. – Springer-Verlag, 2001.
483. *Lane, Ph.* External Wealth, The Trade Balance, and The Real Exchange Rate / Ph. Lane, G. Milesi-Ferretti // *European Economic Review*. – 2002. – Vol. 46.
484. *Lane, Ph.* International Financial Integration / IMF Working Paper № 03/86 / Ph. Lane, G. Milesi-Ferretti. – Washington D. C. : IMF, 2003.
485. *Lane, Ph.* Long-Term Capital Movements / Ph. Lane, G. Milesi-Ferretti // *NBER Macroeconomics Annual 2001* / ed. by B. Bernanke and K. Rogoff. – Cambridge, MA : MIT Press, 2002.
486. *Lane, Ph.* The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries / Ph. Lane, G. Milesi-Ferretti // *Journal of International Economics*. – 2001. – Vol. 55 (№ 2).
487. *Lankes, H.* Capital flows to eastern Europe and the former Soviet Union / Working paper № 27 / H. Lankes, N. Stern. – EBRD, February 1998.

488. *LaPorta, R.* Investor protection and corporate governance / R. LaPorta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny // *Journal of Financial Economics*. – 2000. – № 58.
489. *LaPorta, R.* Law and finance / R. LaPorta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny // *Journal of Political Economy*. – 1998. – Vol. 106.
490. *Lensink, R.* The short-term effects of foreign bank entry on domestic bank behaviour: Does economic development matter? / R. Lensink, N. Hermes // *Journal of Banking & Finance*. – 2004. – Vol. 28.
491. *Lessard, D.* World, Country and Industry Relationships in Equity Returns: Implications for Risk Reduction Through International Diversification / D. Lessard // *Financial Analysts Journal*. – January/February 1976.
492. *Levine R.* Bank-based or market-based financial systems: which is better? / NBER Working Paper № 9138 / R. Levine. – Cambridge, MA : NBER, 2002.
493. *Levine, R.* Finance and Growth: Theory and Evidence / R. Levine. – *Handbook of Economic Growth* / ed. by P. Aghion and Steven N. Durlauf, B. V. Elsevier. – 2005. – Vol. 1A.
494. *Levine, R.* Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda / R. Levine // *Journal of Economic Literature*. – 1997. – Vol. XXXV (№ 2).
495. *Levine, R.* International Financial Liberalization and Economic Growth / R. Levine // *Review of International Economic*. – 2001. – № 9.
496. *Levine, R.* Law, Finance, and Economic Growth / R. Levine // *Journal of Financial Intermediation*. – 1999. – Vol. 8 (№ 1–2).
497. *Levine, R.* Stock markets, growth, and tax policy / R. Levine // *Journal of Finance*. – 1991. – Vol. 46.
498. *Levine, R.* The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth / R. Levine // *Journal of Money, Credit, and Banking*. – 1998. – Vol. 30 (№ 3).
499. *Levine, R.* Stock Markets, Banks, and Economic Growth / R. Levine, S. Zervos // *American Economic Review*. – 1998. – Vol. 88, June.
500. *Levy, H.* International Diversification of Investment Portfolio / H. Levy, M. Sarnat // *American Economic Review*. – September 1970.
501. *Levy-Yeyati, E.* Crises, contagion, and the closed-end country fund puzzle / E. Levy-Yeyati, A. Ubide // *IMF Staff Papers*. – 2000 – Vol. 47 (№ 2).
502. *Long, M.* Financial Reform in Socialist Economies in Transition / PRE WPS 711 / M. Long, S. Sagari. – Washington D. C. : World Bank, 1991.

503. *Love, I.* Financial development and financing constraint: International evidence from the structural investment model / I. Love // *Review of Financial Studies*. – 2003. – № 16.
504. *Malinvaud, E.* The theory of unemployment reconsidered / E. Malinvaud. – Oxford : 1977.
505. *Malkamaki, M.* Are There Economies of Scale in Stock Exchange Activities? / Discussion Paper № 32 / M. Malkamaki. – Helsinki : Bank of Finland, 1999.
506. *Martell, R.* Equity Market Liberalization as Country IPOs / NBER Working Paper № 9481 / R. Martell, R. Stulz. – Cambridge, MA: NBER, 2003.
507. *Martinez Peria, M.* Do depositors punish banks for bad behavior? Market discipline, deposit insurance, and banking crises / M. Martinez Peria, S. Schmukler // *Journal of Finance*. – 2001. – Vol. 56 (№ 3).
508. *Masson, P.* Exchange Rate Regime Transition / P. Masson // *Journal of Development Economics*. – 2000. – № 64.
509. *Masson, P.* Monetary and Exchange Rate Policy of Transition Economies of Central and Eastern Europe after the Launch of EMU / IMF Policy Discussion Paper № 99/05 / P. Masson. – Washington D. C. : IMF, 1999.
510. *Mathieson, D.* The Role of Foreign Banks in Emerging Markets / D. Mathieson, J. Roldos / Paper prepared for the IMF-World Bank-Brookings Institution Conference on Financial Markets and Development, 19–21 April, New York. – 2001.
511. *McDonnell, W.* Managing risk: practical lessons from recent "failures" of EU insurers / Occasional Paper № 20 / W. McDonnell. – UK : Financial Services Authority, 2003.
512. *McKinnon, R.* Macroeconomic control in liberalizing socialist economies : Asian and European parallels / R. McKinnon // *Finance and Development: Issues and Experience* / ed. by A. Giovannini. – Cambridge : Cambridge Univ. Press, 1993.
513. *McKinnon, R.* The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy / R. McKinnon. – Baltimore : Johns Hopkins Univ. Press, 1991.
514. *McKinnon, R.* Credible Economic Liberalization and Overborrowing / R. McKinnon, H. Pill // *American Economic Review*. – 1997. – Vol. 87, May.
515. *Mellyn, K.* A Perspective on the Risk and Regulatory Implications of Market : Centric Financial Systems / K. Mellyn, M. Saal // *Essay Competition in Honor of Jacques de Larosiere. Winning Essays*. – Washington D. C. : Institute of International Finance, 1998.

516. *Mendoza, R. U.* International reserve-holding in the developing world: self insurance in a crisis-prone era? / R. U. Mendoza // *Emerging Markets Review*. – 2004. – Vol. 5 (№ 1).
517. *Merton, R.* On The Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates / R. Merton // *The Journal of Finance*. – 1974. – Vol. 29 (№ 2).
518. *Merton, R.* A conceptual framework for analyzing the financial environment / R. Merton, Z. Bodie // *The Global Financial System: A Functional Perspective* / ed. by Dwight B. Crane [et al.]. – Boston, MA : Harvard Business School Press, 1995.
519. *Miniane, J.* A New Set of Measures on Capital Account Restrictions // *IMF Staff Papers* / J. Miniane. – Vol. 51 (№ 2). – Washington D. C. : IMF, 2004.
520. *Minsky, H.* The Financial Instability Hypothesis / H. Minsky // Working Paper № 74. – The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, 1992.
521. *Minsky, H.* The Financial-instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behaviour of the Economy / H. Minsky // *Financial Crises: Theory, History, and Policy* / ed. by C. P. Kindleberger and J.-P. Laffargue. – Cambridge, UK : Cambridge Univ. Press, 1982.
522. *Mishkin, F.* Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries / NBER Working Paper № 8087 / F. Mishkin. – Cambridge, MA : NBER, 2001.
523. *Mishkin, F.* Global financial instability: framework, events, issues / F. Mishkin // *Journal of Economic Perspectives*. – 2000. – Vol. 13 (№ 4, Z).
524. *Mishkin, F.* The Causes and Propagation of Financial Instability : Lessons for Policymakers / F. Mishkin // *Maintaining Financial Stability in a Global Economy* / Symposium series ed. by C. Hakkio. – Kansas City : Federal Reserve Bank of Kansas City, 1997.
525. *Mishkin, F.* Understanding financial crises: a developing country perspective / F. Mishkin // *Annual World Bank Conference on Development Economics 1996* / M. Bruno, B. Pleskovic eds., – Washington D. C. : World Bank, 1996.
526. *Mody, A.* Growing Up with Capital Flows / IMF Working Paper № 02/75 / A. Mody, A. Murshid. – Washington D. C. : IMF, 2002.
527. *Morck, R.* The Information Contents of Stock Markets: Why Do Emerging Markets Have Synchronous Price Movements? / R. Morck, B. Yeung, W. Yu // *Journal of Financial Economics*. – 2000. – Vol. 58.
528. *Moshirian, F.* Financial services : Global perspectives / F. Moshirian // *Journal of Banking & Finance*. – 2004. – Vol. 28.

529. *Moshirian, F.* Markets and institutions: Global perspectives / F. Moshirian, G. Szego // *Journal of Banking & Finance*. – 2003. – Vol. 27 (№ 6).
530. *Mueller, A.* Financial Cycles, Business Activity, and the Stock Market / A. Mueller // *The Quarterly Journal of Austrian Economics*. – Spring 2001. – Vol. 4 (№ 1).
531. *Mullineaux, A.* Banking Sector Restructuring in Transition Economies / Financial Sector Reform and Privatization in Transition Economies / A. Mullineaux. – Amsterdam : Elsevier, 1998.
532. *Natsuo Nishio.* Japan Strives to Lure Assets From Private Sector to Stocks/ Natsuo Nishio // *The Wall Street Journal Europe*. – 16 March 2004.
533. *New Palgrave Dictionary of Money and Finance* / ed. by P. Newman [et al.]. – London : Macmillan, 1992.
534. *Nier, Er.* Market discipline, disclosure and moral hazard in banking / Working Paper / Er. Nier, U. Baumann. – Bank of England : 2003.
535. *Noy, I.* Financial liberalization, prudential supervision, and the onset of banking crises / I. Noy // *Emerging Markets Review*. – 2004 – № 5.
536. *Obstfeld, M.* Risk-Taking, Global Diversification, and Growth / M. Obstfeld // *American Economic Review*. – 1994. – Vol. 84 (№ 5).
537. *Obstfeld, O.* The Global Capital Market: Benefactor or Menace? / O. Obstfeld // *Journal of Economic Perspectives*. – 1998. – Vol. 12 (Fall).
538. *Odier, P.* Lessons for International Asset Allocation / P. Odier, B. Solnik // *Financial Analysts Journal*. – 1993. – Vol. 49 (№ 2).
539. *OECD Economic Outlook: Interim Report*. – OECD. – March 2009.
540. *Oosterloo, S.* Central banks and financial stability: a survey / S. Oosterloo, J. de Haan // *Journal of Financial Stability*. – 2004. – № 1.
541. *Opening markets in financial services and the role of the GATS*. – World Trade Organisation : 1997.
542. *Owen, E.* Macprudential Indicators of Financial System Soundness / Occasional paper № 192 / E. Owen, A. Leone, M. Gill, P. Hilbers. – Washington D. C. : IMF, 2000.
543. *Pagano, M.* What Makes Stock Exchange Succeed? Evidence from Cross-Listing Decisions / CERP Discussion Paper № 2683 / M. Pagano, O. Randl, A. Röell, J. Zechner. – CERP, 2001.
544. *Papaioannou, E.* What Drives International Bank Flows? Politics, Institutions & Other Determinants / E. Papaioannou / London Business School. – 2004.

545. *Patterson, B.* Exchange Rates and Monetary Policy / Working paper ECON 120 AX / B. Patterson, D. Sienkiewicz, X. Aliva. – Luxemburg : European Parliament, 2000.
546. *Pattillo, C.* External Debt and Growth / IMF Working Paper № 02/69 / C. Pattillo, H. Poirson, L. Ricci. – Washington D. C. : IMF, 2002.
547. *Pattillo, C.* What Are the Channels Through Which External Debt Affects Growth? / IMF Working Paper № 04/15 / C. Pattillo, H. Poirson, L. Ricci. – Washington D. C. : IMF, 2004.
548. *Paulet, E.* L'alternative banques universelles – banques specialisees dans le systeme bancaire europeen / E. Paulet // *Controle des activites bancaires et risques financiers / Etudes coordonnees par J. Spindler; pref. J.-L. de Gaffard*. – Paris, 1998.
549. *Pearson, C.* Presentation on Security Modul HSM/ C. Pearson / APACS Annual Meeting. – March 2003.
550. *Perotti, E.* Privatization, Political Risk, and Stock Market Development in Emerging Economies / E. Perotti, P. van Oijen // *Journal of International Money and Finance*. – 2001. – Vol. 20 (№ 1, Desember).
551. *Persson, T.* Consequences of Constitutions / NBER Working Paper № 10170 / T. Persson. – Cambridge, MA : NBER, 2003.
552. *Petrodollars, Asset Prices and the Global Financial System* [Электронный ресурс]. – Режим доступа : // www.pimco.com.
553. *Pill, H.* Financial Indicators and Financial Change in Africa and Asia / IMF Working Paper № 95/123 / H. Pill, M. Pradhan. – Washington D. C. : IMF, 1995.
554. *Pistor, K.* Law and Finance in Transition Economies / K. Pistor, M. Raiser, S. Gelfer // *Economics of Transition*. – 2000. – Vol. 8.
555. *Pohl, G.* Banks, capital markets, and corporate governance / Policy Research Working Paper № 1326 / G. Pohl, S. Claessens. – Washington D. C. : World Bank, 1994.
556. *Polański, Z.* Russia, EU enlargement and the euro / Occasional Paper № 93 / Z. Polański, A. Winkler. – Frankfurt/Main : ECB, 2008.
557. *Policies for Corporate Governance and Transparency in Emerging Markets* / Institute of International Finance Equity Advisory Group. – 2002 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : // <http://www.iif.com>.
558. *Popiel, P.* Developing Financial Markets in Sub-Saharan Africa / EDI Working Papers / P. Popiel. – Washington D. C. : World Bank.

559. *Prasad, E.* Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence / IMF Occasional Paper № 220 / E. Prasad, K. Rogoff, S. Wie, M. Kose. – Washington D. C. : IMF, 2003.
560. PricewaterhouseCoopers. 11th annual global CEO survey: compete & collaborate. What is success in a connected world? – 2008 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : // www.pwc.com.
561. Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision / Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). – Basel : BIS, 2008.
562. Proposed Revisions to the Basel II Market Risk Framework (consultative document issued for comment) / Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). – Basel : BIS, 2008.
563. *Quinn, D.* Capital Account Liberalization and Financial Globalization, 1890–1999: a Synoptic View / D. Quinn // International Journal of Finance and Economics. – 2003. – Vol. 8 (№ 3).
564. *Quinn, D.* The Correlates of Change in International Financial Regulations / D. Quinn // American Political Science Review. – 1997. – Vol. 91.
565. *Quintyn, M.* Should Financial Sector Regulators Be Independent? / M. Quintyn, M. Taylor // Economic Issues. – 2004. – № 32.
566. *Ragunathan, V.* Correlations, Business Cycles and Integration / V. Ragunathan, R. Faff, R. Brooks // Journal of International Financial Markets, Institutions and Money. – 1999. – № 9.
567. *Rajan, R.* An Investigation into the Economics of Extending Bank Powers / "Financial Sectors in Transition: A Conference on the Design of Financial Systems in Central Europe" / R. Rajan. – The William Davidson Institute, Univ. of Michigan School of Business. – May 1998.
568. *Rajan, R.* Has Financial Development Made the World Riskier? / NBER Working Paper № 11728 / R. Rajan. – Cambridge, MA : NBER. – 2005.
569. *Rajan, R.* Insiders and Outsiders: The Choice Between Informed and Armslength Debt / R. Rajan // Journal of Finance. – 1992. – Vol. 47 (№ 4).
570. *Rajan, R.* Financial Systems, Industrial Structure, and Growth / R. Rajan, L. Zingales. – Univ. of Chicago. – 1999 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : // gsblgz.uchicago.edu/Pspapers/finsys.pdf.
571. *Rajan, R.* The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century / NBER Working Paper / R. Rajan, L. Zingales. – Cambridge, MA : NBER, July 2002.
572. *Rajan, R.* The Politics of Financial Development / Working Paper / R. Rajan, L. Zingales. – Chicago : Univ. of Chicago, 1999.

573. *Rajan, R.* Which capitalism? Lessons from the East Asian crisis / R. Rajan, L. Zingales // Journal of Applied Corporate Finance. – 1998. – Vol. 11.
574. *Ramakrishnan, R.* Information reliability and a theory of financial intermediation / R. Ramakrishnan, A. Thakor // Review of Economics Studies. – 1984. – Vol. 51.
575. *Ramakrishnan, U.* The Role of IMF Support in Crisis Prevention / IMF Working Paper № 06/75 / U. Ramakrishnan, J. Zalduendo. – Washington D. C. : IMF, 2006.
576. *Ramaswamy, R.* Japan's Stagnant Nineties: A Vector Autoregression Retrospective / IMF Working Paper № 99/45 / R. Ramaswamy, C. Rendu. – Washington D. C. : IMF, 1999.
577. *Ranjana, Sahajwala.* Supervisory risk assessment and early warning systems / BIS Working Paper № 4 / Sahajwala Ranjana, P. Van den Berg. – Basel : BIS, 2000.
578. *Rapaczynski, A.* The Roles of the State and the Market in Establishing Property Rights / A. Rapaczynski // Journal of Economic Perspectives. – 1996. – Vol. 10 (№ 2).
579. *Razin, A.* A Pecking-Order of Capital Inflows and International Tax Principles / A. Razin, E. Sadka, C.-W. Yuen // Journal of International Economics. – 1998. – Vol. 44 (№ 1).
580. *Razin, A.* Debt- and Equity-Financed Investment : Equilibrium Structure and Efficiency Implications / A. Razin, E. Sadka, C.-W. Yuen // FinanzArchiv. – 2000. – Vol. 57 (№ 4).
581. *Reininger, T.* Financial System Transition in Central Europe: The First Decade / SUERF Studies, № 16 / T. Reininger, F. Schardax. – Vienna : 2002.
582. Report of the Expert Group on Protecting Countries against Destabilizing Effects of Volatile Capital Controls. – London: United Kingdom Commonwealth Secretariat, 1998.
583. Report on consolidation in the financial sector / Group of Ten. – January 2001 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : // www.oecd.org.
584. *Reside, R.* Contagion and the Asian Currency Crisis / R. Reside, M. Gochoco-Bautista // The Manchester School. – 1999. – Vol. 67 (№ 5).
585. *Reza, Moghadam.* Initial Lessons of the Crisis for the Global Architecture and the IMF / Moghadam Reza. – Washington D. C. : IMF. – 2009, 18 February.

586. *Ritter, J.* The Decline of Inflation and the Bull Market of 1982–1999 / J. Ritter, R. Warr // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. – 2002. – Vol. 37 (№ 1).
587. *Roche, D.* The "Global" World Is Anglo-Saxon / D. Roche // *Wall Street Journal Europe*. – 5 January 2000.
588. *Rochet, J.-C.* Interbank Lending and Systemic Risk / J.-C. Rochet, J. Tirole // *Journal of Money, Credit, and Banking*. – 1996. – Vol. 28 (№ 4).
589. *Rockinger, M.* The Evolution of Stock Markets in Transition Economies / M. Rockinger, G. Urga // *Journal of Comparative Economics*. – 2001.
590. *Rodrik, D.* The New Global Economy and Developing Countries: Making Openness Work / D. Rodrik. – Washington D. C. : World Bank, 1998.
591. *Rodrik, D.* Understanding Economic Policy Reform / D. Rodrik // *Journal of Economic Literature*. – 1996. – Vol. 34, March.
592. *Rostowski, J.* The interenterprise debt explosion in the former Soviet Union: Causes, consequences, cures / J. Rostowski // *Communist Economies and Economic Transformation*. – 1993. – № 5.
593. *Roubini, N.* Financial Repression and Economic Growth / N. Roubini, X. Sala-i-Martin // *Journal of Development Economics*. – 1992. – Vol. 39 (№ 1).
594. *Rouwenhorst, G.* European Equity Markets and EMU: Are the Differences Between Countries Slowly Disappearing? / G. Rouwenhorst // *Financial Analysts Journal*. – 1999. – Vol. 55, May/June.
595. *Saavalainen, T.* Quasi-Fiscal Deficits and Energy Conditionality in Selected CIS Countries / IMF Working Paper № 06/43 / T. Saavalainen, J. ten Berge. – Washington D. C. : IMF, 2006.
596. *Sancak, C.* Financial Liberalization and Real Investment: Evidence from Turkish Firms / IMF Working Paper № 02/100 / C. Sancak. – Washington D. C. : IMF, 2002.
597. *Saunders, A.* Low Inflation: The Behavior of Financial Markets and Institutions / A. Saunders // *Journal of Money, Credit and Banking*. – 2000. – Vol. 32.
598. *Scharfstein, D.* Herd Behavior and Investment / D. Scharfstein, J. Stein // *American Economic Review*. – 1990. – Vol. 80, June.
599. *Schinasi, G.* Defining Financial Stability / IMF Working Paper № 04/187 / G. Schinasi. – Washington D. C. : IMF, 2004.
600. *Schinasi, G.* Private Finance and Public Policy / IMF Working Paper № 04/120 / G. Schinasi. – Washington D. C. : IMF, 2004.

601. *Schinasi, G.* Portfolio Diversification, Leverage, and Financial Contagion / IMF Working Paper № 99/136 / G. Schinasi, R. Smith. – Washington D. C. : IMF, 1999.
602. *Schmidt, R.* The Future of Banking in Europe / WPS Finance & Accounting № 72 / R. Schmidt. – Frankfurt/Main : JWGU, 2001.
603. *Schmidt, R.* The Convergence of Financial Systems in Europe / R. Schmidt, A. Hackethal, M. Tyrell / WPS Finance & Accounting № 75. – Frankfurt/Main : JWGU, 2001.
604. *Schmidt, R.* Financial Systems – Importance, Differences and Convergence / WPS № 4. Institute for Monetary and Financial Stability / R. Schmidt, A. Hryckiewicz. – Frankfurt/Main : JWGU, 2006.
605. *Schmidt, R.* What constitutes a financial system in general and the German financial system in particular? / R. Schmidt, M. Tyrell / WPS Finance & Accounting № 111. – Frankfurt/Main : JWGU, 2003.
606. *Schneider, F.* Size and measurement of the informal economy in 110 countries around the world / F. Schneider. – Canberra, Australia : Australian National Tax Centre, ANU, 2002.
607. *Scholtens, B.* Bank and market based financial systems – fact or fiction? / B. Scholtens // *BNL Quarterly Review*. – 1997. – № 202.
608. *Scholtens, B.* Financial Regulation and Financial System Architecture in Central Europe / B. Scholtens // *Journal of Banking and Finance*. – 2000. – Vol. 24.
609. *Schwartz, A.* Systemic risk and the macroeconomy / A. Schwartz // *Banking, Financial Markets and Systemic Risk. Research in Financial Services: Private and Public Policy*, 7 / ed. by P. Bartholomew, G. Kaufman. – Greenwich, CN : JAI Press, 1995.
610. *Selowsky, M.* Policy Performance and Output Growth in the Transition Economies / M. Selowsky, R. Martin // *American Economic Review*. – 1998. – Vol. 87 (№ 2).
611. *Shan, J.* Financial development and economic growth: An egg and chicken problem? / J. Shan, A. Morris, F. Sun // *Review of International Economics*. – 2001. – № 9.
612. *Shaw, E.* Financial Deepening in Economic Development / E. Shaw. – New York : Oxford Univ. Press, 1973.
613. *Sheldon, G.* Interbank Lending and Systemic Risk: An Empirical Analysis for Switzerland / G. Sheldon, M. Maurer // *Swiss Journal of Economics and Statistics*. – 1998. – Vol. 134 (№ 2).

614. *Shleifer, A.* Large Shareholders and Corporate Control / A. Shleifer, R. Vishny // *Journal of Political Economy*. – 1986. – Vol. 94 (№ 3).
615. *Simonsen, M.* Welfare Costs of Inflation and Interest-Bearing Money / M. Simonsen, R. Cysne // *Journal of Money, Credit and Banking*. – 2001. – Vol. 33.
616. *Sirri, E.* The economics of pooling / E. Sirri, P. Tufano // *The Global Financial System : A Functional Approach* / ed. by D. B. Crane [et al.]. – Cambridge, MA : Harvard Business School Press, 1995.
617. *Snorre, Evjen.* Monetary and financial stability in Norway : what can we learn from macroeconomic stress tests? / Evjen Snorre, J. Lund Arild, K. Morka // *Investigating the relationship between the financial and real economy* / BIS Papers № 22. – Basel : BIS, 2005.
618. *Solnik, B.* International Investments / B. Solnik, D. McLeavey. – AIMR : Pearson Addison Wesley, 2004.
619. *Sordi, S.* Financial Fragility and Economic Fluctuations: Numerical Simulations and Policy Implications / S. Sordi, A. Vercelli / Conference on "Complex Behavior in Economics", Aix en Provence, Marseilles, France, 8–12 May 2003. – Marseilles : 2003.
620. Sovereign Implications of the Financial Crisis / Special Report FitchRatings // *Sovereigns*. – October 2008 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : // fitchratings.com
621. *Spence, M.* Market Signaling / M. Spence. – Cambridge, MA : Harvard Univ. Press, 1974.
622. *Stiglitz, J.* Credit Markets and the Control of Capital / J. Stiglitz // *Journal of Money, Credit and Banking*. – 1985. – Vol. 17 (№ 2).
623. *Stiglitz, J.* The role of the state in financial markets / J. Stiglitz // *World Bank Economic Review*. – 1994. – № 8.
624. *Stulz, R.* Does financial structure matter for economic growth? A corporate finance perspective / R. Stulz / *Financial Structure and Economic Development*. Conference, 10–11 February. 2000. – Washington D. C. : World Bank, 2000.
625. *Stulz, R.* Financial Globalization, Corporate Governance and Eastern Europe / NBER Working Paper № 11912 / R. Stulz. – Cambridge, MA : NBER, 2006.
626. *Summer, M.* Banking Regulation and Systemic Risk / M. Summer // *Open Economies Review*. – 2003. – Vol. 14.
627. *Summers, L.* Inflation and the Valuation of Corporate Equities / NBER Working Paper № 824 / L. Summers. – Cambridge, MA : NBER, 1981.

628. *Summers, L.* Inflation, the Stock Market, and Owner-Occupied Housing / NBER Working Paper № 0606 / L. Summers. – Cambridge, MA : NBER, 1981.
629. *Sussman, O.* A theory of financial development / O. Sussman // *Finance and Development : Issues and Experience* / ed. A. Giovannini. – Cambridge : Cambridge Univ. Press, 1993.
630. *Takatashi, I.* Capital Controls and Covered Interest Parity / I. Takatoshi // *Economic Studies Quarterly Review*. – 1986. – № 37, September.
631. *Tamirisa, N.* Exchange and Capital Controls as Barriers to Trade // *IMF Staff Papers* / N. Tamirisa. – 1999. – Vol. 46, March.
632. *Tamirisa, N.* Trade in Financial Services and Capital Movements / N. Tamirisa // *Journal of Financial Services Research*. – 2003. – Vol. 24, August.
633. *Tamirisa, N.* Trade Policy in Financial Services / IMF Working Paper № 00/31 / N. Tamirisa, P. Sorsa, G. Bannister. – Washington D. C. : IMF, 2000.
634. *Tang, H.* Banking Crises in Transition Countries: Fiscal Costs and Related Issues / Policy Research Working Paper № 2484 / H. Tang, E. Zoli, I. Klytchnikova. – Washington D. C. : World Bank, 2000.
635. Taxation of financial intermediation. Theory and practice for emerging economies / ed. by P. Honohan. – Washington D. C. : World Bank; Oxford Univ. Press, 2003.
636. *Taylor, A.* Procyclicality and Volatility in the Financial System: The Implementation of Basel II and LAS 39 / A. Taylor, Ch. Goodhart // *Procyclicality of Financial Systems in Asia* / ed. by S. Gerlach and P. Gruenwald. – Houndsmill; Basingstoke : Palgrave Macmillan, 2006.
637. *Tesar, L.* Savings, investment and international capital flows / L. Tesar // *Journal of International Economics*. – 1991. – № 361.
638. The 2002 loss data collection exercise for operational risk: summary of the data collected / Basel Committee on Banking Supervision. – Basel : BIS, 2003.
639. The EU Economy : 2001 Review. Prospects and Policy Challenges for the EU economy / Information note to the Commission. DG ECFIN/660/01. – Brussels : Commission of the European Communities, 2001.
640. The Impact of Petrodollars on US and Emerging Market Bond Yields / IMF. – Washington D. C. : IMF, April 2006.
641. The international role of the euro // *ECB Monthly Bulletin*. – ECB, August 1999.

642. The S&P Emerging Market Indices Metodology, Definitions, and Practices. – New York : S&P, 2000.
643. The stock market and monetary policy // ECB Monthly Bulletin. – ECB, February 2002.
644. The World Almanac and Book of Facts 2002. – New York. : World Almanac Education Group, Inc, 2002.
645. *Thomas, H.* The integration of bank syndicated loan and jank bond markets / H. Thomas, Z. Wang // Journal of Banking & Finance. – 2004. – Vol. 28 (№ 2).
646. *Timmermans, Th.* Monitoring the macroeconomic determinants of banking system stability / BIS Papers № 1 / Th. Timmermans. – Basel : BIS.
647. *Todaro, M.* Economic Development / 8th ed. / M. Todaro, S. Smith. – Pearson, Addison Wesley, 2003.
648. *Tommasi, M.* Where Are We in the Political Economy of Reform / M. Tommasi, A. Velasco // Journal of Policy Reform. – 1996. – Vol. 1 (№ 2).
649. Top 1000 World Banks // The Banker. – July 2001.
650. *Townsend, R.* Financial Deepening, Inequality, and Growth: A Model-Based Quantitative Evaluation / IMF Working Paper № 03/193 / R. Townsend, K. Ueda. – Washington D. C. : IMF, 2003.
651. Transition Report 2008 [Электронный ресурс]. – London : EBRD, 2008. – Режим доступу : <http://www.ebrd.com/economics>.
652. Transition Report 2004. Infrastructure. EBRD. – London : EBRD, 2004.
653. Transition Report 2005. Business in transition. EBRD. – London : EBRD, 2005.
654. Transition Report 2009 [Электронный ресурс]. – London : EBRD, 2009. – Режим доступу : <http://www.ebrd.com/economics>.
655. Transition Report 2006. Finance in transition. EBRD. – London : EBRD, 2006.
656. Transition Report 2007 [Электронный ресурс]. – London : EBRD, 2007. – Режим доступу : – <http://www.ebrd.com/economics>.
657. Transition report update. – May 2006. – London : EBRD, 2006.
658. Transition. The First Ten Years: Analysis and Lessons for Eastern Europe and the Former Soviet Union. – Washington D. C. : World Bank, 2002.
659. *Tsatsaronis, K.* Investigating the relationship between the financial and real economy // BIS Papers № 22 / K. Tsatsaronis. – Basel : BIS, 2005.
660. *Van Greuning, H.* Analyzing and Managing Banking Risk: A Framework for Assessing Corporate Governance and Financial Risk / H. Van Greuning, S. Brajovic Bratanovic. – Washington D. C. : World Bank, 2003.

661. *Van Rijckeghem, C.* Sources of contagion: finance or trade? / C. Van Rijckeghem, B. Weder // Journal of International Economics. – 2001. – Vol. 54 (№ 2).
662. *Van Rijckeghem, C.* Spillovers through banking centers: a panel data analysis of bank flows / C. Van Rijckeghem, B. Weder // Journal of International Money and Finance. – 2003. – Vol. 22 (№ 4).
663. *Vercelli, A.* Methodological foundations of macroeconomics : Keynes and Lucas / A. Vercelli. – Cambridge GB : Cambridge Univ. Press, 1991.
664. *Vercelli, A.* Minsky, Keynes and the structural instability of a sophisticated monetary economy / A. Vercelli // R. Bellofiore, P. Ferri (Eds.). Financial Fragility and Investment in the Capitalist Economy. The Economic Legacy of Hyman Minsky, Vol. 2. – Cheltenham, UK : Edward Elgar, 2001.
665. *Vinhas de Souza L.* A Different Country. Russia's Economic Resurgence. – Brussels : Centre for European Policy Studies, 2008.
666. *Vinhas de Souza, L.* Financial Liberalization and Business Cycles: The Experience of Future EU Member States in the Baltics and Central Eastern Europe / L. Vinhas de Souza. – Kiel : Institute for World Economics (IfW), 2004.
667. *Vinhas de Souza, L.* Exchange Rates Links and Strategies of New EU Entrants / L. Vinhas de Souza, J. Hölscher // The Journal of European Integration. – 2001. – Vol. 23 (№ 1).
668. *Walter, I.* The Battle of the Systems: Control of Enterprises and the Global Economy / I. Walter. – Kiel : Institute fur Weltwirtschaft, Kieier Studien 136, 1993.
669. *Walti, S.* Testing for contagion in international financial markets: which way to go? / FAME Research Paper Series, Research Paper № 92 / S. Walti. – Geneva : FAME, 2003.
670. *Wang, Ch.* The Final Frontier: Time to Invest? / Ch. Wang, C. Papageorgiou // Acadian Asset Management / RESEARCH NEWS. – April 2006.
671. *Wei, S.-J.* Domestic Crony Capitalism and International Fickle Capital: Is There a Connection? / S.-J. Wei // International Finance. – 2001. – Vol. 4 (№ 1).
672. *Weinstein, D.* On the Cost of Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan / D. Weinstein, Y. Yafeh // Journal of Finance. – 1998. – Vol. 53 (№ 2).
673. *Wenger, E.* The German system of corporate governance: A model which should not be imitated / E. Wenger, Ch. Kaserer // Competition and

Convergence in Financial Markets : The German and Anglo-American Models / ed. by S. Black, M. Moersch. – New York : North Holland Press, 1998.

674. *Westphal, U.* Domestic saving and international capital movements in the long run and the short run by M. Feldstein: comment / U. Westphal // *European Economic Review*. – 1983. – Vol. 21 (№ 1).

675. *White, W.* Are changes in financial structure extending safety nets? / BIS Working Papers № 145 / W. White. – Basel : BIS, 2004.

676. *White, W.* Procyclicality in the financial system: do we need a new macrofinancial stabilisation framework? / BIS Working Papers № 193 / W. White. – Basel : BIS, 2006.

677. *Wiegand, J.* Bank Recycling of Petro Dollars to Emerging Market Economies During the Current Oil Price Boom / IMF Working Paper № 08/180 / J. Wiegand. – Washington D. C. : IMF, 2008.

678. *World Development Indicators 2007*. – Washington D. C. : World Bank, 2007.

679. *World Economic and Social Survey 2005*. – New York : United Nations, 2005.

680. *World Economic Outlook*. April 2004. Advancing Structural Reforms / *World Economic and Financial Surveys*. – Washington D. C. : IMF, 2004.

681. *World Economic Outlook*. April 2007. Spillovers and Cycles in the Global Economy / *World Economic and Financial Surveys*. – Washington D. C. : IMF, 2007.

682. *World Economic Outlook*. April 2009. Crisis and Recovery / *World Economic and Financial Surveys*. – Washington D. C. : IMF, 2009.

683. *World Economic Outlook*. October 2008. Financial Stress, Downturns, and Recoveries / *World Economic and Financial Surveys*. – Washington D. C. : IMF, 2008.

684. *World Economic Situation and Prospects 2007*. – New York : United Nations, 2007.

685. *World Economic Situation and Prospects 2009*. – New York : United Nations, 2009.

686. *World Investment Report 2000* : Cross-border Mergers and Acquisitions and Development. – New York; Geneva : United Nations, 2000.

687. *World Investment Report 2006*. FDI from Developing and Transition Economies : Implications for Development. – New York; Geneva : United Nations, 2006.

688. *World Investment Report 2007*. Transnational Corporations, Extractive Industries and Development. – New York; Geneva : United Nations, 2007.

689. *World Investment Report 2008* : Transnational Corporations, and the Infrastructure Challenge. – New York; Geneva : United Nations, 2008.

690. *Wurgler, J.* Financial Markets and the Allocation of Capital / J. Wurgler // *Journal of Financial Economics*. – 2000. – Vol. 58.

691. *Xu, Z.* Financial development, investment, and growth / Z. Xu // *Economic Inquiry*. – 2000. – № 38.

692. *Zoli, E.* Financial Development in Emerging Europe: The Unfinished Agenda / IMF Working Paper № 07/245 / E. Zoli. – Washington D. C. : IMF, 2007.

693. *Zweigert, K.* Introduction to Comparative Law / K. Zweigert, H. Kotz. – New York : Oxford Univ. Press, 1998.

694. База даних: Financial Structure and Economic Development Database (Financial Structure Dataset, Revised: 21 November 2008). – The World Bank/DECRG-FI. – Washington D. C. : World Bank. – Режим доступу : <http://www.worldbank.org/X23UD9QUX0>.

695. База даних: Financing Growth / Financial Indicators – The World Bank.htm [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ifc.org/economics>.

696. База даних: Global Development Finance [Електронний ресурс]. – електрон опт. диск (CD-ROM) 2004: Harnessing Cyclical Gains for Development. – Washington D. C. : World Bank, 2004.

697. База даних: Global Development Finance [Електронний ресурс]. – електрон опт. диск (CD-ROM) 2007: The Globalization of Corporate Finance in Developing Countries. – Washington D. C. : World Bank, 2007.

698. База даних: Bank Regulation and Supervision Database (updated June 2008). – Washington D. C. : World Bank, 2008. – Режим доступу : <http://www.worldbank.org/SNUSW978P0>.

699. База даних: World Development Indicators [Електронний ресурс]. – електрон опт. диск (CD-ROM) – Washington D. C. : World Bank, 2008.

700. База даних: World Development Indicators CD-ROM. – Washington D. C. : World Bank, 2007.

701. База даних: World Development Indicators database. – Режим доступу : <http://www.worldbank.org/B53SONGPAO>.

702. База даних: Міжнародна федерація фондових бірж (FIBV) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.fibv.com.

ЗМІСТ

Вступ	3
Перелік скорочень	5
Розділ 1. Теорія і методологія фінансового розвитку	7
1.1. Парадигма фінансового розвитку	7
1.1.1. Зміст процесу фінансового розвитку.....	8
1.1.2. Структурованість фінансового розвитку.....	22
1.2. Концептуалізація фінансової системи:	
системно-синергетичний підхід	34
1.2.1. Теоретичні підходи до визначення	
сутності фінансової системи	34
1.2.2. Сутність фінансової системи	38
1.2.3. Структура фінансової системи	48
1.3. Роль фінансової системи	
в сучасному економічному середовищі.....	69
1.3.1. Сутність і співвідношення функцій фінансової системи	69
1.3.2. Базові функції фінансової системи	76
1.3.3. Взаємозв'язок між фінансовим розвитком	
та економічним зростанням.....	87
1.4. Типологія фінансових систем	97
1.4.1. Базові взаємозв'язки фінансової структури	97
1.4.2. Моделі організації фінансової системи	100
1.4.3. Фінансова структура: відповідність теорії і практики	114
1.4.4. Альтернативні підходи	
до диференціації типів фінансових систем	123
1.5. Структурні зрушення	
як фактор трансформації фінансової системи	126
1.5.1. Загальносистемні зрушення у світових фінансах.....	126
1.5.2. Трансформація моделі фінансової системи:	
міжнародні параметри.....	144
1.5.3. Неформальна модель трансформації	
фінансової структури.....	160

Розділ 2. Економічний вимір фінансового розвитку	
трансформаційних економік: оцінка та ефекти.....	169
2.1. Системоутворюючі процеси фінансового розвитку	
трансформаційних економік.....	169
2.1.1. Функціональні особливості транзитивних	
фінансових систем	169
2.1.2. Таксономія чинників фінансового розвитку	
трансформаційних економік	172
2.1.3. Міжнародні чинники: роль інтеграції до ЄС.....	190
2.1.4. Формування фінансового середовища:	
вимоги та обмеження.....	195
2.1.5. Порівняльна характеристика фінансової глибини	
перехідних економік.....	203
2.2. Економічний аналіз фінансової структури	
трансформаційних економік.....	214
2.2.1. Теоретичні підходи до формування фінансової структури	
у трансформаційних економіках	214
2.2.2. Оцінка фінансової структури перехідних економік	220
2.3. Інфляційні детермінанти розвитку транзитивних	
фінансових систем	243
2.3.1. Динаміка інфляції і фінансовий розвиток	243
2.3.2. Канали впливу інфляції на розмір та активність	
фінансового сектора	249
2.3.3. Взаємодія рівня фінансового розвитку	
та інфляційних ефектів	268
2.4. Протиріччя фінансового розвитку	
у макроекономічному контексті.....	272
2.4.1. Вплив макрофіскального середовища на параметри	
фінансової системи	272
2.4.2. Монетарна політика і фінансовий розвиток	293
2.4.3. Роль фінансової репресії у фінансовому розвитку	
трансформаційних економік	308
2.5. Фінансова лібералізація в перехідних економіках:	
характер і наслідки	315
2.5.1. Фінансова лібералізація:	
сутність і вимоги ефективності.....	315
2.5.2. Типологія фінансової лібералізації:	
розмежування і комплементарність.....	319
2.5.3. Особливості фінансової лібералізації	
перехідних економік.....	334
2.5.4. Вплив фінансової лібералізації	
на розвиток трансформаційних економік.....	343

Розділ 3. Формування фінансової відкритості країн із трансформаційною економікою	357
3.1. Методологія аналізу та оцінки фінансової відкритості	357
3.1.1. Структура фінансової відкритості	357
3.1.2. Вимірювання регуляторної фінансової відкритості	361
3.1.3. Оцінка інтеграційної фінансової відкритості	368
3.2. Структурний аналіз інтеграційної фінансової відкритості трансформаційних економік	402
3.2.1. Еволюція і чинники інтеграційної фінансової відкритості	402
3.2.2. Структура фінансової відкритості перехідних економік	413
3.3. Моделювання впливу фінансової відкритості на розвиток транзитивних фінансових систем	453
3.3.1. Роль присутності іноземного капіталу в процесі фінансового розвитку	454
3.3.2. Доступ до зарубіжних фінансових ринків і міжнародна конкурентоспроможність транзитивних фондів	475
3.4. Загальносистемні ризики фінансової відкритості трансформаційних економік	490
3.4.1. Співвідношення вигод і витрат фінансової відкритості	490
3.4.2. Статичні негативні ефекти фінансової відкритості	496
3.4.3. Динамічні негативні ефекти фінансової відкритості	507
3.4.4. Механізми регулювання ризиків фінансової відкритості	519

Розділ 4. Макро- і мікроаспекти стабільності фінансових систем	533
4.1. Теоретичні аспекти стійкості фінансової системи	533
4.1.1. Стійкість і стабільність фінансової системи	534
4.1.2. Рівновага і стійкість фінансової системи	542
4.1.3. Рівновага, нерівновага і стійкість фінансової системи	557
4.1.4. Ключові принципи визначення стійкості фінансової системи	560
4.2. Економічна природа сучасної фінансової нестабільності та глобальних фінансових криз	569
4.2.1. Аналітичні підходи до формування фінансової нестабільності	570
4.2.2. Джерела і механізми розвитку системної нестабільності	579

4.2.3. Фінансові цикли і стійкість фінансових систем	586
4.2.4. Структурні ризики фінансової нестабільності	593
4.2.5. Стійкість фінансових систем у контексті фінансової глобалізації	603
4.3. Особливості формування системної фінансової нестабільності у трансформаційних економіках	619
4.3.1. Чинники формування фінансової нестабільності в перехідних економіках	619
4.3.2. Роль зміни фінансового режиму в розвитку нестабільності	626
4.3.3. Роль фінансової відкритості в розвитку нестабільності	634
4.3.4. Витрати системної фінансової нестабільності	641
4.4. Структура забезпечення стійкості транзитивних фінансових систем	654
4.4.1. Аналітична система оцінки стійкості фінансових систем	654
4.4.2. Мережа безпеки фінансового сектора	672

Додатки	697
----------------------	-----

Список літератури	763
--------------------------------	-----

Наукове видання

НБ ПНУС



759828

СНІЖКО Оксана Володимирівна

**ФІНАНСОВИЙ РОЗВИТОК
ТРАНСФОРМАЦІЙНИХ ЕКОНОМІК
СТРУКТУРНО-ФУНКЦІОНАЛЬНИЙ
АНАЛІЗ**

МОНОГРАФІЯ

Редактор Магда Л. В.

Оригінал-макет виготовлено Видавничо-поліграфічним центром "Київський університет"



Підписано до друку 17.11.09. Формат 60x84^{1/16}. Вид. № 135. Гарнітура Таhoma.
Папір офсетний. Друк офсетний. Наклад 500.
Ум. друк. арк. 47,43. Обл.-вид. арк. 60,0. Зам. № 210-5252.

Видавничо-поліграфічний центр "Київський університет"
01601, Київ, б-р Т. Шевченка, 14, кімн. 43

☎ (38044) 239 3222; (38044) 239 3172; факс (38044) 239 31 28

Свідоцтво внесено до Державного реєстру ДК № 1103 від 31.10.02.