

А.М.РОГОЗЯНСЬКА, здобувач, ХНУ імені В.Н.Каразіна, Харків

ФОРМУВАННЯ МЕХАНІЗМУ РОЗВ'ЯЗАННЯ ПРОТИРІЧ ФІНАНСИЗАЦІЇ У СУЧАСНИХ УМОВАХ

Розглянуто основні напрями удосконалення системи державного та міждержавного макроекономічного регулювання фінансових ринків

Ключові слова: макроекономічне регулювання, протиріччя, фінансовий розрив, бюджетний суверенітет.

Рассмотрены основные направления совершенствования системы государственного и межгосударственного макроэкономического регулирования финансовых рынков

Ключевые слова: макроэкономическая регуляция, противоречие, фискальный разрыв, бюджетный суверенитет.

The basic directions of the perfection of the system of state and international macroeconomic regulation of financial markets are considered

Keywords: macroeconomic adjusting, contradiction, fiscal break, budgetary sovereignty.

Вступ. Надмірне розростання фінансового сектору, яке у кінцевому рахунку призвело до світової фінансової кризи 2008 -2009 р., виявило слабку пристосованість діючої системи державного регулювання економіки до такого роду потрясінь та стимулювало активізацію наукових досліджень у цьому напрямі. В літературі точаться активні дискусії навколо проблеми адекватності реакції розвинених країн на зазначену кризу, оскільки інтенсивне накачування економіки додатковою ліквідністю, яке справляє позитивний короткостроковий ефект на фінансовий стан провідних гравців фінансової системи, здатне формувати доволі суперечливі довгострокові наслідки.

Але у будь-якому випадку заходи державного регулювання фінансових ринків потребують перегляду багатьох традиційних уявлень щодо потенціалу та ефективності фінансової та монетарної політики в умовах фінансової глобалізації, особливо з урахуванням того, що країни, що розвиваються, здебільшого потерпали від кризи не так сильно, як розвинені.

Постановка завдання. У сучасній науковій літературі ведуться активні дослідження з цих питань. Загальним питанням аналізу змін системи регулювання фінансового ринку присвячені останні праці таких авторів, як К. Стрижиченко [7], Є. Цибульська [11]. Значний масив досліджень присвячений аналізу монетарної політики та змінам у діяльності центральних банків. Цим питанням присвячені праці таких авторів, як С. Андрюшин та В. Кузнецова [1], М. Головнін [2], Т. Коляда та Ю. Прозоров [3], М. Мамонов, А. Пестова та О. Солнцев [4], П. Трунін, Д. Князев та А. Сатдаров [8], Ю. Холодна, О. Двоєглазов та І. Нагай [9, 10], Л. Хакоме та Е. Нір [18], І. Откер-Роуб та Ч. Парабашоглу [20], Е. Прасад [21],

© А.М. Рогозянська, 2012

М. Стоун, К. Фудзіта та К. Іші [22]. Удосконаленню фіскальної політики присвячені праці таких авторів, як С. Аллар [12], М. Хортон [17], Л. Кодрес та А. Нарейн [19]. Глибокий аналіз теоретичних засад щодо запровадження відповідних змін містять останні праці таких авторів, як А. Смирнов [6], Т. Буї та Т. Байоумі [13], С. Классенс [14], Р. Додд [15], М. Ель-Еріан [16] та ін.

Слід, проте, визнати, що аналіз ведеться поки що переважно у руслі вирішення окремих часткових питань, які насправді є пов'язаними і вимагають комплексного дослідження. Природно, що це потребує певного часу. Але, тим не менш, уже зараз проглядають контури загальної проблеми, яка, на нашу думку, зводиться до того, що треба розрізнявати протиріччя сучасної фінансизації за ознакою того, в якій мірі держава здатна впливати на їх розв'язанні, а в якій – ні. Більшість дослідників чомусь взагалі не ставлять це питання, вважаючи, що держава, в принципі, здатна заздалегідь виявляти відповідні протиріччя та своєчасно розробляти відповідні заходи впливу на них. Ось чому вирішення проблеми з'ясування меж, можливостей та обмежень впливу системи державного регулювання фінансового сектору економіки дозволяє більш реалістично підходити до розробки тих чи інших практичних рекомендацій.

Мета статті – розкрити нові вимоги до макроекономічного регулювання фінансового сектору економіки у посткризовий період та шляхи можливої корекції методів його здійснення, з урахуванням його вразливих рис, які виявила остання фінансова криза.

Методологія. При дослідженні цих питань неможливо використовувати якусь одну методологічну систему, оскільки кожен з відомих методологічних підходів має як переваги перед іншими, так і певні вади та обмеження для застосування. Ми не поділяємо надмірно критичного ставлення до неокласичного підходу, яке стало дуже модним саме після настання останньої фінансової кризи, оскільки розвиток фінансового сектору явним чином демонструє силу ринкових механізмів, які, завдяки фінансовій глобалізації та розвитку найсучасніших засобів телекомунікацій, спрямовують фінансові потоки у найприбутковіші сегменти світової економіки. Так само неокейнсіанські підходи, що спираються на віру у можливість держави подолати вади ринкового механізму, виявились неспроможними запобігти цій кризі. Нарешті, інституційний напрям, який набрав значної ваги у сучасній економічній теорії завдяки органічному включенню аналізу ролі неекономічних чинників економічного розвитку, включаючи людську свідомість та підсвідомість, не може претендувати на всеосяжність, тому що відхилення від раціональної економічної поведінки, які, дійсно, можуть

стати у певні періоди домінуючими, у кінцевому підсумку повертаються до норми після кризових потрясінь, коли відновлюється дія традиційних ринкових механізмів.

Тому ми вважаємо за необхідне спиратись на уся ці три методологічних підходи при аналізі шляхів удосконалення макроекономічного регулювання фінансових ринків.

Результати дослідження. Контури нового механізму розв'язання протиріч фінансової глобалізації включають до себе, на нашу думку, такі вихідні позиції, як визначення нової ролі сучасних фінансових інновацій, подолання обмеженості традиційної монетарної політики, активізація фіскальної політики, приведення у взаємну відповідність фіскальної та монетарної політики з метою наділення їх інструментарієм завчасного розпізнавання глобальних фінансових ризиків

Що стосується фінансових інновацій, то їхню роль ми розглянули у статті [див. докладніше: 5]. Саме швидкість їх розповсюдження та деструктивний потенціал сприяли розумінню того, що нагляд за окремими банківськими установами традиційними засобами пруденційної політики (зокрема, контроль дотримання нормативів) виявився недостатнім. Для захисту фінансової системи необхідний більш загальний макропруденційний підхід. Уряди всіх країн завжди прагнули регулювати діяльність фінансових організацій, щоб забезпечити їх безпеку, надійність і здатність виконувати зобов'язання - особливо таких організацій, як комерційні банки, які залучають кошти широкої громадськості. Але глобальна криза показала, що традиційного регулювання, яке часто називають мікропруденційним, недостатньо для того, щоб гарантувати міцність фінансової системи в цілому. Традиційне регулювання зазвичай не строго підходить до таких організацій, як інвестиційні банки, які діють головним чином на оптових ринках, де потенційні збитки «роздрібних» вкладників є незначними. Крім того, мікропруденційна політика сприймає стабільність фінансової системи як суму окремих сталих організацій. Вона не бере до уваги, що поведінка однієї організації може викликати загальні проблеми, коли всі організації ведуть себе аналогічним чином - будь то продаж сумнівних активів, жорсткість стандартів кредитування або притримування готівкових коштів [див. докладніше: 12]. Але з цього не випливає необхідність підтримки усіх фінансових установ у кризові періоди. Критерії надання державної підтримки зазвичай пов'язуються із масштабами діяльності відповідних установ. Фінансова криза сприяла формуванню принципу відбору таких організацій «занадто велика, щоб дати їй можливість збанкрутувати».

Аналізуючи процеси зміни механізму макроекономічного регулювання у зв'язку з останньою фінансовою кризою, слід чітко уявляти, що кризові явища можуть бути спровокованими діяльністю

різних економічних суб'єктів, що не може не відобразитись і на змісті захисних та превентивних заходів політики, які залежатимуть саме від джерела походження дисбалансів. Незважаючи на те, що більшість фінансових криз пов'язана з надмірним рівнем запозичень та розростанням кредитування, кризи можуть відрізнитися тим, на кого саме припадають ці надмірні позики. У минулому такими перевантаженими позичальниками часто були уряди або корпорації. Перед останньою ж кризою надто великі борги утворилися у фінансових організацій і домогосподарств в країнах з розвинутою економікою, а також у деяких урядів. Найбільше збільшення боргу зазначалося у фінансових корпорацій в деяких найбільших країнах з розвинутою економікою.

Проблема полягає в тому, що надмірне кредитування перетворюється у борговий зашморг не тільки на стадії нарощування запозичень у передкризовий період, але й перешкоджає виходу з кризи після її настання, оскільки надмірна заборгованість скорочується набагато довше, ніж помірна. Те, що скорочення частки позикових коштів займає час, краще всього помітно при погляді з позицій домогосподарства. Щоб заощадити достатньо грошей на власний внесок при купівлі свого першого будинку, може знадобитися кілька років. Але коли у домогосподарства вже є будинок, воно може отримати позики, що у декілька разів перевищують його дохід. У сприятливі періоди домогосподарства можуть отримувати вигоди від зростання цін на житло і спостерігати ще більш різке підвищення вартості своїх активів. Але при зниженні цін на будинок отримані позики можуть виявитися більше вартості будинку, що зводить нанівець чисту вартість активів.

Якщо ж до цього додається безробіття і зниження доходів - з чим стикаються сьогодні багато домогосподарства в країнах з розвинутою економікою, - то проблеми посилюються у багато разів, на що звертає увагу С. Классенс [13]. Домогосподарства різко скорочують свої витрати, аби розрахуватись з боргами, що негативно впливає на сукупний попит та уповільнює вихід із кризи.

Проте в деяких випадках можливе швидке відновлення економіки, оскільки уряд виявляється у змозі замінити приватний попит державними закупівлями. Наприклад, зіткнувшись з сильною кризою на початку 1990-х років, приватні позичальники Швеції з надмірним рівнем заборгованості зменшили свої зобов'язання за рахунок різкого скорочення витрат. Шведський уряд, у якого було краще становище з кредитом, ніж у приватного сектора, підвищило свої витрати, допустивши великий бюджетний дефіцит. Одночасно з цим держава провела прискорену реструктуризацію фінансової системи, а центральний банк знизив процентні ставки.

Тому виникає наступне важливе питання – наскільки держава у змозі за допомогою свого арсеналу засобів регулювання нейтралізувати

нерациональну економічну поведінку домогосподарств? Це питання розпадається щонайменше на три складові – ефективність фіскальної політики, ефективність монетарної політики та сполученість обох типів політики і їх здатність генерувати синергетичний ефект від взаємодії.

Що стосується фіскальної політики, то, як вірно зазначає М. Хортон, найважливішим наслідком світової фінансової кризи стало раптове погіршення стану державних фінансів країн з розвинутою економікою, країн Центральної та Східної Європи з ринком, що формується, та інших регіонів світу. Великі бюджетні дефіцити спричинили за собою різке зростання державного боргу в країнах з розвинутою економікою, який, швидше за все, продовжиться в наступні п'ять років і доведе цей борг до відміток, що набагато перевищують рівні, що спостерігалися у будь-які часи після закінчення Другої світової війни.

Різне підвищення дефіциту і заборгованості цілком може чинити тиск на процентні ставки і підірвати економічне зростання в цих країнах, а також може негативно вплинути на країни з ринком, що формується, і країни, що розвиваються. Фінансові ринки стають все більш нестійкими як в результаті стрімкого збільшення боргу, так і невизначеності щодо майбутньої політики у сфері оподаткування і витрат, особливо в Європі.

Ця проблема має як короткостроковий, так і довгостроковий виміри. Щоб зробити економічне зростання більш сталим, необхідна так звана бюджетна консолідація, тобто скорочення бюджетного дефіциту. У короткостроковому плані перед директивними органами стоїть важкий вибір. Якщо вони проведуть консолідацію занадто рано, тобто зроблять кроки, спрямовані на скорочення бюджетного дефіциту в короткостроковій перспективі, вони можуть знищити підйом економіки. Разом з тим бездіяльність або помилки в політиці можуть викликати стурбованість з приводу майбутнього накопичення боргу і, в остаточному підсумку, знову розпалити кризу.

Довгострокові проблеми можуть виявитися ще складнішими. Для того щоб поліпшити сальдо бюджетів і зменшити борг до економічно більш прийнятних рівнів з метою послабити тиск на процентні ставки і економічне зростання, потрібна більш суттєва консолідація, тобто стримування витрат і збільшення доходів. Необхідність стабілізації бюджетної системи особливо гостро відчувається в країнах з розвинутою економікою, але консолідація також потрібна і багатьом країнам з ринком, що формується, і країнам, що розвиваються. У багатьох країнах, де має місце потужний тиск на витрати, обумовлений старінням населення, проблема може швидко загостритися. Рекомендований рівень відношення боргу до ВВП для розвинених країн знаходиться на рівні 60%. Якщо врахувати, що в багатьох розвинених країнах він після кризи сягнув близько 100%, зрозуміло, що скорочення до рівня 60%, з огляду на абсолютні розміри такого скорочення, може виявитись практично

нереальним. Підвищення пенсійного віку, як альтернатива, має свої обмеження у країнах, що розвиваються, включаючи Україну, тому що середній вік дожиття після виходу на пенсію в цих країнах є значно меншим, ніж у розвинених країнах, особливо у чоловіків. І практично підвищення пенсійного віку у країнах, що розвиваються (включаючи трансформаційні економіки), може означати ліквідацію проблеми дефіциту пенсійних виплат не внаслідок збільшення можливостей для виплат, а внаслідок стрімкого зменшення кількості осіб, що потребують цих виплат і взагалі зникнення необхідності у цих виплатах.

Довготривалий характер проблеми старіння населення та впливу цього чинника на ефективність фіскальної політики потребує зміни підходів до визначення цієї ефективності. Традиційні погляди на дане питання мають статичний характер та базуються на оцінці відношення боргу до ВВП. Але, на нашу думку, треба доповнити такий підхід врахуванням динамічних характеристик, тобто, поведінки державного бюджету та його стану у довгостроковій перспективі, що вимагає оцінки співвідношення між доходами та витратами бюджету за тривалі проміжки часу з урахуванням фактору часу, тобто зміни вартості відповідних фінансових потоків у часі.

Що стосується монетарної політики, то остання фінансова криза виявила істотні ризики, створювані комерційними банками всіх видів, а також недоліки в їх регулювання і нагляді за ними. За останні два десятиліття фінансові установи в країнах з розвинутою економікою значно розширилися і збільшили свою глобальну діяльність. Багато з них відійшли від традиційної банківської моделі (прийняття депозитів і видача кредитів на місцевому рівні), ставши великими та складними фінансовими організаціями. Ці глобальні фінансові гіганти займаються андеррайтингом облігацій і акцій, розміщенням та продажем кредитних та інших похідних контрактів, охороною і трейдинговими операціями за рахунок власних коштів як у своїх країнах, так і за кордоном. Коли вони зазнають банкрутства, як це трапалося з інвестиційним банком Lehman Brothers у 2008 р., їх крах може спричинити за собою падіння цін на активи і потрясіння на фінансових ринках, створивши загрозу для всієї фінансової системи.

З огляду на це, вже внесено зміни у міжнародні банківські нормативи, загальновідомі як система «Базель3», відповідно до яких банки мають тримати більший обсяг високоякісних капітальних і ліквідних активів. Нові правила, схвалені в листопаді 2010 року керівниками Групи 20-ти країн з розвинутою економікою і з економікою, що формується, у числі іншого вимагають:

- збільшення обсягу та підвищення якості банківського капіталу (в основному базового капіталу), який міг би поглинати більш високі збитки під час кризи;

- більш повного визнання ринкового і контрагентського ризику банків;
- застосування коефіцієнта позикових коштів, стримуючого надмірне накопичення заборгованості і доповнює собою вимоги до капіталу;
- застосування більш жорстких нормативів ліквідності, включаючи вимогу до запасу ліквідних активів на випадок короткострокового стресу ліквідності, а також нормативів відповідності термінів погашення активів та зобов'язань;
- створення буферів для збереження капіталу.

Природно, що наслідки цих реформ будуть відрізнятися між регіонами і моделями банківської діяльності. Зокрема, банки зі значною інвестиційною діяльністю зіткнуться з більш високими вимогами до капіталу, а традиційні комерційні банки будуть порушені порівняно меншою мірою. Як вважають І. Откер-Роуб та Ч. Пазарбашоглу, система «Базель3», ймовірно, матиме найбільший вплив на банки в Європі і Північній Америці. Ці більш суворі правила позначаться на балансах і прибутковості фінансових установ. Банки, у свою чергу, будуть коригувати свої бізнес-стратегії, прагнучи виконати більш жорсткі вимоги і пом'якшити наслідки реформ регулювання для своєї прибутковості [див.: 19].

Але при цьому головне питання для регуляторів фінансового ринку полягає в тому, щоб не допустити, щоб зміни бізнес-стратегій банків призвели до подальшого наростання системного ризику під прикриттям менш регульованих і нерегульованих секторів (таких як хедж-фонди, взаємні фонди грошового ринку, структури спеціального призначення тощо) або юрисдикцій з менш суворими нормами регулювання. Особливо це є актуальним для таких країн, як Україна, які, внаслідок слабкості їхніх фінансових ринків та тінізації фінансових потоків, є особливо привабливими для спекулятивних атак

Висновки. Об'єктивною передумовою формування кризових явищ на фінансових ринках у сучасних умовах є виникнення та розповсюдження фінансових інновацій, які, з одного боку, суттєво розширюють поле інвестиційного вибору для гравців на цих ринках та стимулюють технічні нововведення, що ведуть до значного підвищення продуктивності, а з іншого боку, одночасно супроводжуються створенням конфлікту між цими інноваціями та чинними інституційними правилами, позбавляючи ринкові механізми прийнятної рівня сталості та передбачуваності.

Глобалізація суттєво збагатила можливості розповсюдження фінансових інновацій по усьому світі. Основними каналами такого розповсюдження стали: експорт; коливання фондових цін, прибутковості облігацій та короткострокових процентних ставок; ціни на нафту і на біржові товари, не пов'язані з нафтою; ціни на нерухомість. Разом з тим

сила впливу економічної динаміки в одних країнах на інші суттєво варіюється залежно від інтенсивності загальних економічних зв'язків між країнами. Тобто, вторинні ефекти від певних економічних шоків є суттєво різними залежно від того, в якій країні та у якій сфері ці шоки мають місце. У цілому позитивні вторинні ефекти приблизно відповідають розмірам відповідних регіонів та їхній частці у світовій економіці, а отже, і їх значущості в попиті на біржові товари, а саме, вторинні ефекти є найбільшими у разі США і зони євро. Що ж стосується фінансових потрясінь, то у цілому фінансові потрясіння в США та Великій Британії разом з коливаннями на ринку біржових товарів є визначальними чинниками динаміки глобального ділового циклу, у той час як зона євро і Японія відіграють тут певним чином другорядну роль.

Іншим чинником потенційної загрози фінансовій стабільності у сучасних умовах є стан державних фінансів. Головним чинником посилення хронічного характеру бюджетного дефіциту (а отже, й розростання державного боргу) у розвинених країнах є старіння населення. Тому по мірі загострення бюджетних проблем, пов'язаних із дією цього чинника змінюється співвідношення між економічним зростанням та бюджетною консолідацією як засобами зменшення хронічного бюджетного дефіциту та зростаючого державного боргу, а саме: економічне зростання перетворюється з доповнюючого бюджетну консолідацію на альтернативний їй засіб пом'якшення бюджетних дисбалансів.

Так само, з огляду на довгостроковий характер тенденції старіння населення у розвинених країнах мають бути переглянуті критерії ефективності фіскальної політики шляхом переходу до довгострокових критеріїв оцінки ефективності макроекономічної політики на основі визначення фіскального розриву як різниці між дисконтованою вартістю доходів та витрат державного бюджету на додаток до традиційних підходів, що засновані на визначенні порогових значень відношення державного боргу до розміру ВВП.

Потребують змін і підходи до розуміння принципів співвідношення фіскальної та монетарної політики. Якщо традиційно вважалось, що задля забезпечення стабільності регіонального розвитку необхідним є обмеження монетарного суверенітету країн-учасниць відповідних об'єднань (наприклад, ЄС), при збереженні бюджетного суверенітету, то події, пов'язані з загостренням кризи у Греції, Іспанії, Італії та Португалії, показали, що необмежений бюджетний суверенітет здатний зводити нанівець усі заходи скоординованої монетарної політики, і тому він також потребує обмежень.

Список літератури: 1. Андрюшин С., Кузнецова В. Инструменты макропруденциальной политики центральных банков // Вопросы экономики.- 2012.- № 8.- С. 32-47. 2. Головин М. Финансовая глобализация и ограничения национальной денежно-кредитной политики <http://institutions.com/general/639-finansovaya->

[globalizacija.html](#). **3.** *Колыда Т. А., Прозоров Ю. В.* Особливості зміни функцій держави в умовах монетарної десоверенізації та зменшення довіри до банків на посткризовому етапі розвитку економіки // *Бизнес-информ.*- 2011.- № 2-1.- С. 48 – 50. **4.** *Мамонов М., Пестова А., Солнцев О.* Оценка системных эффектов от ужесточения пруденциального регулирования банковского сектора: результаты стресс-теста // *Вопросы экономики.*- 2012.- № 8.- С. 4-31. **5.** *Рогозянська А.М.* Фінансові інновації та зменшення невизначеності розвитку фінансових ринків // *Вісник економіки транспорту і промисловості.*- 2012.- № 43.- Харків, 2012.- С. 216-223. **6.** *Смирнов А.* Финансовый рычаг и нестабильность // *Вопросы экономики.*- 2012.- № 9.- С. 4-31. **7.** *Стрижаченко К. А.* Механизмы регулирования финансового рынка Европы в процессе его эволюционного развития // *Бизнес-информ.*- 2011.- № 12.- С. 120 – 122. **8.** *Трунин П. В., Князев Д. А., Сатдаров А. М.* Анализ независимости центральных банков РФ, стран СНГ и Восточной Европы.- М., 2010.- 72 с. http://mpr.ub.uni-muenchen.de/33595/1/Binder1_33595_1.pdf. **9.** *Холодна Ю. Є., Двоєглазова О. М.* Стабілізація банківського сектора України // *Бизнес-информ.*- 2012.- № 2-2.- С. 26 – 28. **10.** *Холодна Ю. Є., Нагай І. В.* Функціонування банківських установ на фондовому ринку в післякризовий період // *Бизнес-информ.*- 2012.- № 2-2.- С. 28 – 30. **11.** *Цибульская Е. И.* Институциональные аспекты равновесия мировой финансовой системы в условиях глобализации // *Бизнес-информ.*- 2011.- № 2.- С. 14 – 16. **12.** *Allard C.* More Europe, Not Less // *Finance & Development.*- September 2011.- Vol. 48.- № 3.- P. 52-54. **13.** *Bui T., Bayoum T.* Their Cup Spilleth Over // *Finance & Development.*- March 2010.- Vol. 47.- № 1.- P. 32-34. **14.** *Claessens S.* Shedding Debt // *Finance & Development.*- June 2012.- Vol. 49.- № 2.- P. 20-23. **15.** *Dodd R.* Opaque Trades // *Finance & Development.*- March 2010.- Volume 47.- № 1.- P. 27-29. **16.** *El-Erian M. A.* Stable Disequilibrium // *Finance & Development.*- June 2012.- Vol. 49.- № 2.- P. 27-29. **17.** *Horton M.* How Grim a Fiscal Future? // *Finance & Development.*- September 2010.- Vol. 47.- № 3.- P. 26-29. **18.** *Jacome L. I., Nier E. W.* Protecting the Whole // *Finance & Development.*- March 2012.- Vol. 49.- № 1 p. 30-33. **19.** *Kodres L., Narain A.* Fixing the System // *Finance & Development.*- June 2012.- Vol. 49.- № 2.- P. 14-16. **20.** *Ötler-Robe İ., Pazarbasioglu C.* Risky Business // *Finance & Development.*- December 2010.- Vol. 47.- № 4.- P. 38-40. **21.** *Prasad E.* After the Fall // *Finance & Development.*- June 2010.- Volume 47.- № 2.- P. 26-29. **22.** *Stone M., Fujita K, Ishi K.* Unconventional Behavior // *Finance & Development.*- September 2011.- Vol. 48.- № 3.- P. 40-41.

Надійшла до редакції 18.07.2012