

СВІТОВІ ФІНАНСОВІ РИНКИ: ПОСТКРИЗОВІ ВИКЛИКИ ТА ЗАГРОЗИ ДЛЯ УКРАЇНИ

**Віктор
Жупаненко,**
заступник
начальника
територіального
управління
ДКЦПФР
у м. Києві

МАКРОЕКОНОМІКА

Чергова світова економічна криза знову поставила питання про ефективність існуючих механізмів економічного регулювання в умовах глобальної економіки. Її всеохоплюючий характер, деструктивний вплив на різні країни, галузі та сектори засвідчив низьку фактичну спроможність національних урядів та міжнародних організацій детермінувати гіпотетичні загрози та адекватно реагувати на них. Інструментарій, що використовується в різних країнах для виходу з кризи, досить різноманітний: від лібералізації економічної політики – до зростання ролі держави в економічних процесах, від фінансової підтримки базових галузей – до визнання необхідності їх перегляду та закриття неефективних виробництв.

Втім, навіть зараз, коли в окремих регіонах тільки з'явилися перші симптоми покращення економічної динаміки, зрозуміло, що посткризова економіка нестиме принципово нові, відмінні від існуючих елементи економічної політики як на макро-, так і на мікрорівні. В першу чергу вони стосуються фінансових аспектів взагалі, та фінансових ринків – зокрема. Такі акценти обумовлюються певною невизначеністю щодо ролі та значення фінансового сектору у сучасній глобальній економіці, вірніше, щодо можливостей економічних агентів, насамперед, спроможності держави протистояти негативним проявам у вигляді невиправданого збільшення споживання фінансових послуг, «паралельного» існування фінансового та реального секторів економіки та таке інше.

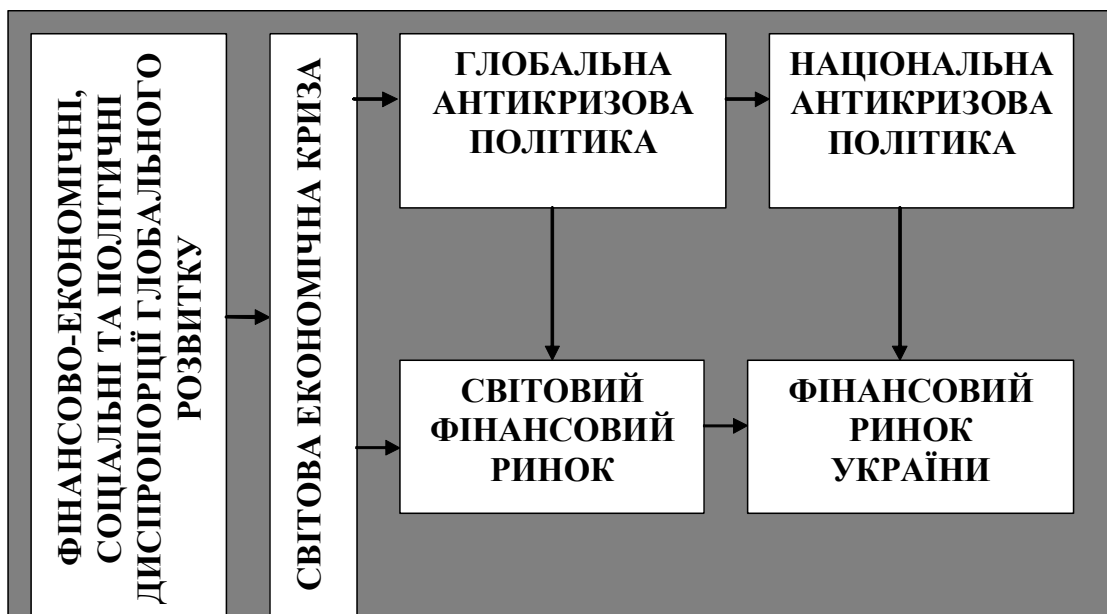
Питання глобального економічного розвитку та проблематика економічних криз досить ґрунтовно досліджена у вітчизняній та зарубіжній науковій літературі. Зокрема, слід відзначити роботи В. Білошапки, О. Білоруса, А. Гальчинського, А. Грищенка, Б. Губського, Т. Кальченка, Д. Лук'яненка, З. Луцишин, О. Мозгового, А. Поручника, В. Чужикова та ін.. Проте слід зауважити, що вказані автори аналізували глобальні кризи та їх вплив на українську економіку, виходячи з базових принципів про поступову та невпинну інтеграцію України у світовий економічний та політичний простір. Але, як засвідчили події 2006-2009 рр., внутрішні деструктивні елементи у вигляді відсутності консолідованості політичних еліт разом з відвертим розчаруванням міжнародних інституцій в Україні де факто призвели до знецінення ідеї про необхідність інтеграції як на рівні пересічних громадян, так і серед багатьох політичних сил. З урахуванням цього, докорінним чином

змінюються як погляди зарубіжних компаній на діяльність в Україні, так і ставлення національного бізнесу до їхньої присутності на внутрішньому ринку.

Очевидний ресурсний голод, притаманний українській економіці, вимагає адекватних підходів до питання розвитку вітчизняного фінансового сектору в умовах загострення глобальних протиріч. Саме вирішенню цих завдань і присвячена стаття, в якій зроблено спробу ідентифікувати посткризові загрози глобального характеру для фінансового сектору України. В контексті розв'язання зазначених проблем можна розглядати наступну структурно-логічну схему (рис. 1).

Виходячи із наведеної на рис. 1 схеми взаємозв'язків, можна говорити про існування таких факторів, що визначатимуть посткризовий розвиток фінансового ринку України в короткостроковій та середньостроковій перспективі:

- місце вітчизняного фінансового ринку в архітектурі глобального су-



Джерело: складено автором

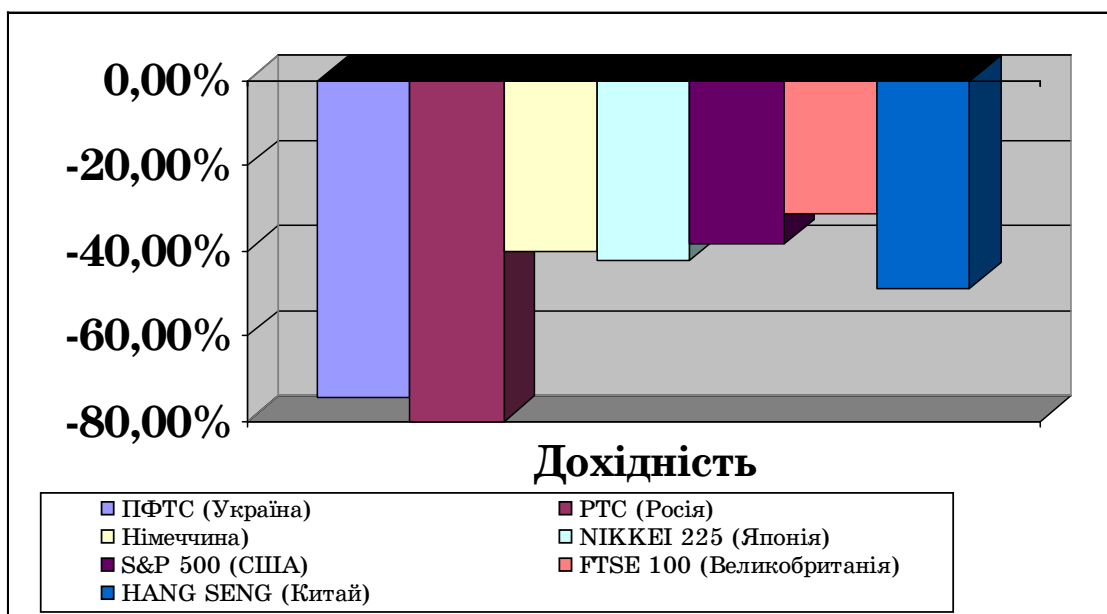
Рис. 1. Фактори посткризового розвитку фінансового ринку України: глобальний аспект

часного фінансового ринку в передкризовий період, його здатність трансформувати заощадження в інвестиційні ресурси;

- національні особливості прояву кризових явищ, специфічні риси вітчизняної економіки, які визначають деструктивні елементи та їх вплив;
- антикризова політика на глобальному та національному рівнях, її спрямованість, головні механізми та результативність.

Саме наведені три блоки факторів дають можливість визначити посткризові загрози для вітчизняного фінансо-

вого ринку у глобальному фінансовому середовищі, можливості адекватної реакції на них з боку держави та інших економічних агентів. Отже, можна констатувати, що, незважаючи на суттєве зростання показників фінансового ринку України, яке спостерігалось протягом 2004-2008 рр., окремі тенденції є невтішними, а рівень залежності від глобальних тенденцій – високим, що унеможливорює дієвість окремих антикризових заходів на національному ринку. Загальна економічна криза негативно вплинула і на рух фондових індексів (рис. 2).



Джерело: адаптовано автором за даними [1]

Рис. 2. Дохідність фондових індексів окремих національних ринків у 2008 році

Зазначимо, що 2008 рік став безпрецедентним за масштабами падіння для більшості світових ринків цінних паперів – при цьому такі тенденції були характерні усім ринкам, безвідносно до їх рівня розвитку. Більше того, саме так звані нові фондові ринки постраждали в період кри-

зи найбільше. Варте уваги питання про взаємозв'язки між негативними тенденціями на фондових ринках та економічним станом окремих країн. Для аналізу скористаємося даними Міжнародного валютного фонду щодо динаміки окремих макроекономічних показників у 2008 році (табл. 1).

Таблиця 1

Динаміка макроекономічних показників окремих розвинених країн у 2008 році

Країна	ВВП (млрд дол. США)			Інвестиції (% від ВВП)		Валові заощадження (% від ВВП)	
	2007	2008	+/-	2007	2008	2007	2008
США	13807,55	14264,60	457,05	18,78	17,45	14,16	11,91
Японія	4384,38	4923,76	539,38	24,10	23,54	28,87	26,69
Німеччина	3320,9	3667,51	346,61	18,26	19,28	25,80	25,70
Великобританія	2803,40	2674,08	-129,3	18,22	16,78	15,34	15,08

Джерело: складено автором за даними МВФ [2]

Порівнюючи дані рис. 1 та табл. 1, можна дійти однозначного висновку про невисоку адекватність тенденцій фінансового ринку загальноекономічним процесам. По-перше, падіння фондових індексів хоча і відобразило уповільнення темпів економічного зростання, але глибина такого зниження була неспіврозмірною з масштабами реальної економіки: зниження валового внутрішнього продукту відбулося тільки у Великобританії. По-друге, можна говорити про слабкий прояв індикативної функції фондових ринків навіть для характеристики процесів в інвестиційній сфері: так відбулося зниження співвідношення інвестицій та заощаджень до ВВП у 2008 році, про те воно було незначним у порівнянні з падінням індексів. На нашу думку, саме в площині прояву негативних чинників інформаційної асиметрії знаходяться головні причини кризових явищ.

В цілому, можна погодитися з думкою окремих науковців про те, що «фондовий ринок продукує унікальну інформацію про стан економіки» [3], але питання про відповідність цієї інформації процесам, які відбуваються в реальному секторі економіки, залишається відкритим. Вказана проблема ускладнюється глобалізацією та інтернаціоналізацією фінансових ринків. Як слушно зазначає О. Хмиз, «інвесторам складно отримати надійні дані щодо активного міжнародного ринку капіталів. Багато фінансових операцій... чітко не фіксуються у звичних

каналах звітності» [4, с. 149].

У прагматичній площині виконання фінансовим ринком індикативної функції напряму пов'язане з його інформаційною ефективністю. Сучасна економічна наука містить цілий ряд концепцій та шкіл, які досліджують роль інформації на фінансовому ринку, її вплив на прийняття інвестиційних рішень [5, 6, 7]. При цьому більшість робіт засвідчили, що розвинені фінансові ринки перебувають у середній формі ефективності (тобто, ціни враховують лише історичну та публічну інформацію), тоді як «нові» ринки є слабо ефективними. Проте, навіть такі положення все частіше ставляться науковцями під сумнів. Зокрема, російський вчений І. Дінкевич, аналізуючи причини фондової кризи 2000-2001 рр., відзначав, що одним із важливих факторів її розвитку стала недовіра учасників ринку до рейтингових інститутів, інформаційних агентств та інших суб'єктів інфраструктури, які постачають на ринок інформацію [8].

До головних наслідків інформаційних диспропорцій на світовому фінансовому ринку можна, на нашу думку, віднести:

- по-перше, неефективний механізм відбору об'єктів інвестування – як самих цінних паперів, так і безпосередньо їх емітентів. Інвестиційні рішення, що приймаються на основі хибної інформації, в результаті призводять до втрат інвесторів;

- по-друге, в інформаційному секторі створюється своєрідний «ефект самообману», коли інформація сприймається таким чином, як це вигідно клієнтам, тому втрачається об'єктивність інвестиційних консультантів, їх здатність приймати самостійні рішення;

- по-третє, відбувається рівномірний розподіл інформаційних помилок між усіма інститутами світового фінансового ринку. Так, на певному етапі можна було говорити про існування переваг банківської системи над іншими учасниками фінансового ринку в інформаційній сфері, що пояснювалося, насамперед, доступом до даних про розрахункове обслуговування. Однак за

окремими експертними оцінками збитки банків США за різними класами кредитів можуть досягти рівня 440-510 млрд дол. США, що об'єктивно є свідченням недоліків у системі прийняття кредитних рішень [9].

Всі названі недоліки існують і на фінансовому ринку України, а їх негативний вплив поєднується з іншими деструктивними факторами, що мають позаінформаційну природу. Насамперед, в цьому контексті необхідно розглянути інструментарну структур ринку, яка характеризує попит та пропозицію на окремі фінансові інструменти. В табл. 2 наведені дані, що характеризують кількісно окремі сегменти фінансового ринку України.

Таблиця 2

Обсяги окремих сегментів фінансового ринку
України у 2003-2008 рр.

Показник	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Випуск облігацій внутрішніх державних позик (млрд грн)	1,2	2,2	7,2	1,6	3,6	23,5
Випуск облігацій внутрішніх місцевих позик (млн грн)	150,0	45,0	350,0	83,5	156,3	974,0
Випуск інвестиційних сертифікатів (млрд грн)	0,97	2,01	23,06	16,61	31,12	65,37
Обсяг залучених пенсійних внесків (млн грн)	Н.р.	0,09	36,44	119,7	234,4	582,9
Випуск депозитних (ощадних) сертифікатів (млн грн)	д.н.	д.н.	134,0	88,0	134,0	12,0
Депозити членів кредитних спілок (млрд грн)	0,32	0,55	1,14	1,92	3,45	3,95
Депозити фізичних осіб (млрд грн)	32,3	41,61	74,77	108,9	167,2	217,9
Випуск облігацій підприємств (млрд грн.)	4,24	4,1	12,74	22,07	44,48	31,85
Випуск акцій (млрд грн)	18,02	28,34	24,81	43,54	50,0	46,14

Джерело: складено автором за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [10], Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг [11], Національного банку України [12]

Виходячи з наведених у табл. 1 даних, можна зробити певні висновки:

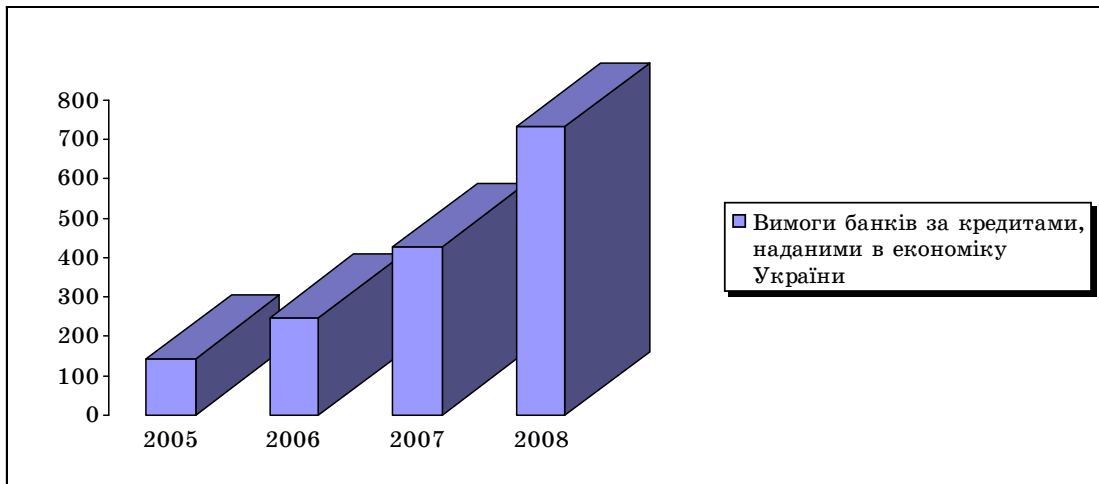
1. Існують явні диспропорції в розвитку окремих сегментів фінансового ринку України з домінуванням у його структурі депозитного ринку, інвестиційних сертифікатів ІСІ та ринку акцій. В той же час, неспіврозмірними за обсягами є ринки недержавного пенсійного забезпечення, муніципальних цінних паперів, похідних фінансових інструментів. Лідерство комерційних банків в системі залучення ресурсів у фінансову систему адекватно відобразилося і у масштабах кредитування економіки (рис. 3).

2. У свою чергу, нестримне нарощування банківського кредитування в своїй природі базувалося на жорсткій конкуренції вітчизняних банківських

інституцій в цьому секторі. При цьому, наслідком такої конкуренції стало нестримне спрощення процедур кредитування та вимог до потенційних позичальників. Саме таку стратегію обрало більшість банків, фактично відмовившись від альтернативних методів конкурентної боротьби.

3. Мінімальна присутність на фінансовому ринку України похідних цінних паперів та відповідних фінансових послуг значно ускладнює можливості вітчизняних інвесторів в питанні хеджування ризиків.

4. Відмова ряду фінансових інститутів (насамперед, комерційних банків та кредитних спілок) від виконання власних зобов'язань у кінці 2008-на початку 2009 року остаточно підірвала довіру до головного інструменту аку-



Джерело: складено автором за даними Національного банку України [12]

Рис. 3. Розвиток ринку банківського кредитування у 2005-2006 рр. (млрд грн)

муляції заощаджень населення – депозитів, а намагання Національного банку шляхом регуляторних заходів зупинити відтік ресурсів тільки ускладнило ситуацію.

4. Зазначимо, що низький рівень функціональності притаманний інвестиційній сфері України в цілому, що адекватно відображено в даних табл. 3. Зокрема, це відображається у неприродно високій частці інвестицій, які фінансуються за рахунок власних джерел, уповільненні темпів приросту інвестицій в основний капітал.

Симптоматичним, на нашу думку, є також факт різкого зростання прямих інвестицій з України у 2008 році, який опосередковано свідчить про вивіз капіталу представниками вітчизняних фінансово-промислових груп у період економічної кризи.

Отже, до головних факторів посткризового розвитку фінансового ринку України можна віднести:

1. Відсутність у держави дієвих механізмів підтримки усіх інститутів фінансового ринку, крім банків. Запропоновані та реалізовані, хоча й част-

ково, заходи щодо рекапіталізації банківської системи надалі поглиблюватимуть перекося в інституційному середовищі фінансового ринку України на користь останньої, тоді як розвиток ІСІ та НПФ уповільнюватиметься.

2. Мінімальний рівень інформаційної ефективності національного фінансового ринку сприятиме появі фінансових інститутів, які протягом певного періоду проводитимуть діяльність за межами правового поля або їх функціонування переслідуватиме злочинні цілі засновників. Окрім того, об'єктивно ускладниться процес надання певних фінансових послуг, насамперед, кредитування. Споживачі таких послуг не зможуть відповідати необхідним параметрам кредитування, тоді як комерційні банки, зважаючи на критичну частку проблемних кредитів відмовилися від практики послаблення вимог.

3. У середньостроковій перспективі унеможлиблюється вихід вітчизняних приватних емітентів на глобальні ринки цінних паперів, а існуючі випадки розміщення інструментів будуть харак-

Таблиця 3

Інвестиційні процеси в економіці України у 2004-2008 рр.

Показники	2004	2005	2006	2007	2008
Інвестиції в основний капітал (млн грн)	75714	93096	125254	188486	233081
Прямі іноземні інвестиції в економіку України (на початок року млн грн)	6794,4	9047,0	16890,0	21607,3	35723,4
Прямі інвестиції з України (на початок року млн грн)	166,0	198,6	219,5	243,3	6198,6
Сальдо прямих іноземних інвестицій (млн грн)	6628,4	8848,4	16670,5	21364,0	29524,8
Портфельні інвестиції в Україні (млрд грн)	д.н.	д.н.	3,6	4,0	5,6

Джерело: складено автором за даними Державного комітету статистики України

теризуватися відверто дискримінаційними параметрами залученого капіталу. В той же час активізує свою емісійну діяльність держава, якій необхідно буде вирішувати за рахунок запозичень гострі проблеми у бюджетній сфері. Гіпотетично це знову може призвести до перетоку капіталів на цей ринок за рахунок інших боргових сегментів.

Отже можна зробити висновок, що, на жаль, на сучасному етапі в Україні не сформовано ефективних механізмів для відповідей на сформульовані виклики та загрози. Підтримка виключно в контексті задоволення інтересів власників фінансових інструментів (вкладників банків та кредитних спілок, інвесторів у корпоративні облігації і т.д.) не вирішує проблему в цілому, а лише дає можливість знизити рівень соціальної напруги у суспільстві. На часі комплексні заходи, спрямовані на оздоровлення фінансового сектору в цілому, посилення його інвестиційного спрямування.

Література

1. Аналітичний огляд ринку спільного інвестування у 2008 році//[Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://www.uaib.com.ua/>
2. International Monetary Fund Data and Statistics//[Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=28>.
3. Губський Б.В. Конкурентоспроможність економіки України. Посттрансформаційна перспектива. – К.НАН України, Інститут світової економіки і міжнародних відносин, 2004. – 344 с.
4. Хмыз О. В. Международный рынок капиталов (монография). – М.: «Издательство ПРИОР», 2002. – 464 с.
5. Пэтерс Э. Хаос и порядок на рынках капитала. Новый аналитический взгляд на циклы, цены и изменчивость рынка: Пер. с англ. – М.: Мир, 2000. – 333 с.
6. Стиглиц Дж. Информация и смена парадигмы в экономической науке // Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков. Т.V., кн.2.
7. Модильяни Фр., Миллер М. Сколько стоит фирма? Теорема ММ: Пер. с англ. – М.: Дело, 1999. – 272 с.
8. Динкевич А. Финансовый кризис в США// Экономист. – 2002. – № 12. – С. 57-69.
9. Перспективы развития мировой экономики. Жилье и экономический цикл. Международный валютный фонд. Апрель 2008. – 778 с.
10. Звіт Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг за 2008 рік. [Електронний ресурс]/ Режим доступу: www.dfp.gov.ua.
11. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2008 рік. [Електронний ресурс]/ Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua/4/2008>
12. Звіт Національного банку України за 2008 рік. [Електронний ресурс] / Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Of_vydan/Annual%20
13. Reports /A_report_2008.pdf.