

УДК 336.33.012

Лащак В.В., д.е.н.,

Вершигора Ю. З.

ПВНЗ «Буковинський університет»

м. Чернівці

ВЗАЄМОДІЯ РЕАЛЬНОГО ТА ФІНАНСОВОГО СЕКТОРІВ ЕКОНОМІКИ НА ЕТАПІ ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ

Анотація. Розглядаються питання взаємодії реального та фінансового секторів економіки, в тому числі в період світової фінансової кризи. Визначаються фактори, які свідчать про зростання протиріч між секторами. Зроблені пропозиції промірів, які необхідно прийняти для досягнення ефективного функціонування секторів.

INTERACTION BETWEEN REAL AND FINANCIAL SECTORS OF ECONOMY ON THE STAGE OF THE FINANCIAL CRISIS

Abstract: The questions of co-operation of the real and financial sectors of economy are examined, in a that number in the period of world financial crisis. Factors which testify to growth of contradictions between sectors are determined. Done suggestions of measurings, which must be accepted for achievement of the effective functioning of sectors.

Сучасна фінансова криза є наступним кільцем в довгому ланцюгу криз, які відбуваються як в окремих країнах, так і цілих групах країн. Однак остання криза істотно відрізняється від попередніх своїм розмахом – сьогодні вона охопила весь світ, ввійшовши в життя мільйонів людей.

Дослідженню причин виникнення та проявів світової фінансової кризи вже присвячено ряд робіт як вітчизняних, так і зарубіжних економістів[1-4], але разом з тим є цікавим аналіз даного питання з позиції взаємодії реального та фінансового секторів економіки.

Фінансовий сектор є складною системою, в якій учасники мають можливість реалізації самостійного обігу фінансових активів незалежно від обігу реальних товарів. В структурі сектора представлені різні фінансові ринки, на яких проводяться операції з тисячами різних фінансових інструментів. Сектор має розгалужену інфраструктуру і різноманітні фінансові інститути. По суті, основною задачею фінансового сектора є ефективний перерозподіл тимчасово вільної грошової маси між суб'єктами реального сектора, які у випадку відсутності фінансових ринків могли б інвестуватись тільки в межах власних нагромаджень.

В той же час, в умовах глобалізації роль фінансового сектора значно зросла. Фінансові ринки стали стрімко рости, набуваючи самостійного значення та відриватись від реального сектора.

У фінансового капіталу виникли багато нових можливостей для самостійного росту, оминаючи сферу виробництва – це і офшорні зони, і втягування в фінансові спекуляції засобів соціальних фондів, і широке розповсюдження виробничих фінансових інструментів. Так, щорічний об'єм угод на світовому валютному ринку виріс з 1 мільярда доларів у 70-х роках до

3-4 трильйонів доларів сьогодні, при цьому об'єм торговими товарами і послугами зріс лише на 50%[1].

Деякі напрямки взаємодії реального та фінансового капіталів, а саме вивчення суті, проявів та наслідків такої взаємодії в плані сьогодення представлені в працях вітчизняних та зарубіжних вчених М. Бричко [2], М. Тугана-Барановського[3] Л. Менкова та М. Толксфорда [4] С. Леонова і Т. Васильєвої[5] та ін. Найбільш повно теоретичні засади економічних відносин між фінансовим та реальним секторами економіки були розкриті у роботах Р. Гільфердінга [6] Дж.М. Кейнса[7] Х. Мінські[8] Й. Шумпетера[9]

Так, М.Бричко вивчав процеси фінансціоналізації в Україні, які "можуть спонукати різке погіршення економічного стану країни, що виявляється в значному спаді виробництва, порушенні виробничих зв'язків, що склалися, а також банкрутстві провідних установ та організацій"[2]. А М. Туган – Барановський відзначав, що "збільшення інвестицій у сферу виробництва викликає самовільне зростання всіх елементів економічної активності"[3]. Неоднозначний вплив фінансового ринку на розвиток реального сектора економіки, який приводить до великого розриву, а також роль держави у регулюванні відносин між ними відзначають автори [5-8].

Дослідження взаємодії реального та фінансового секторів дозволили встановити цілий ряд факторів, які свідчать про наростання протиріч між секторами. Насамперед принципово змінюється сама структура фінансового сектора – комерційний кредит стрімко поступається місцем похідним фінансовим інструментам. Наступним фактором є папери. Так, за оцінками Ернандо де Сото, сьогодні в світі біля 13 трильйонів доларів у вигляді монет і купюр, біля 170 трильйонів доларів у виді традиційних цінних паперів та приблизно 600 трильйонів доларів (а, можливо, і біля 1 квадрильйона доларів) в похідних фінансових інструментах[10]. Крім того, спостерігається домінування короткострокових форм фінансування, які приводять до значної переваги показників обігу на ринку капіталу над відповідними показниками ринку товарів та послуг. За підрахунками McKinsey Global Institute, величина фінансових активів за результатами 2005 року перевищила світовий ВВП в 3,16 рази. Цей показник є фінансовою глибиною економіки – в 2004 році становив 2,99, в 1995 році – 2, а в 1980 році фінансові активи були рівні ВВП [11].

Наступним фактором є співвідношення облікових ставок центральних банків з темпами економічного росту. За останні 30 років облікові ставки постійно перевищували темпи економічного зростання в більшості розвинених країнах, при цьому зростання капіталу по обліку, яке гарантувалося банківськими депозитами, відбувалося значно швидше, ніж розвивалося економічне зростання в довгостроковому плані. А це означає, що відбувався відрив частини коштів від реальних відтворювальних процесів і перетікання в спекулятивну сферу, який може припинитися лише внаслідок чергової кризи, яка здатна вернути систему до стану рівноваги.

В період фінансової кризи світові економісти часто пишуть про зниження темпів економічного зростання, погіршення платіжного балансу, збільшення рівня споживання, зменшення рівня заощаджень, що викликано диспропорцією

фінансового сектора. Фінансові інститути, які створюють велику кількість кредитів і пропозиції фінансових ресурсів в світовій економіці нічим не обмежені. Крім того відсутні способи регулювання об'єму кредитів, напрямів використання на міжнародному, національному та регіональному рівнях та їх структури.

В таких умовах банки кредитують реальний сектор економіки, але лише ті підприємства, які можуть собі дозволити такі кредити за існуючими відсотковими ставками. Та найбільш прибутковими стають кредитні ресурси створені для спекуляції, причому вони не мають обмежень. А це приводить до ситуації, коли прибутковість фінансових вливань істотно перевищує реальну прибутковість та приводить до зміни структури інвестицій. І, як результат, в останнє десятиріччя спостерігається першочергове фінансування споживчих кредитів, угод «злиття-поглинання» та інші фінансові транзакції, вплив яких на розвиток реального сектора економіки оцінити однозначно неможливо.

Фінансовий сектор, який створений на базі реального сектора економіки і покликаний забезпечити неперервне зростання виробничого процесу змінився і поділився на дві протилежно різні частини. Перша частина продовжує забезпечувати взаємодію між механізмами, які сприяють розвитку економіки, підтримує важливі зв'язки між виробником, споживачем, нагромадженням капіталу та інвестиціями. А друга частина зосереджена лише на нарощуванні капіталу, задіяного в спекуляціях.

Така ситуація має реальне підґрунтя. По-перше зростання благополуччя населення приводить до зростання вартості активів в розрахунку на душу населення та кардинально змінює поведінку учасників ринку, а саме заохочує їх до більш активного та ризикованого перерозподілу. По-друге процеси глобалізації, які охопили світ, та невпинне зростання світової економіки зумовили появу нових фінансових видів інструментів, пов'язаних, насамперед, з обміном валют. В результаті спостерігається суттєво швидке зростання показників фінансового сектора порівняно з реальним сектором економіки.

Завдяки цьому фінансовий сектор негативно впливає на реальний сектор економіки. Фінансовий сектор перестає відображати кон'юктуру реального сектора. На сьогодні стирається грань між фінансовими показниками, зумовленими власною логікою та показниками, які відображають стан реального сектора економіки. А це означає, що індикатори фінансового ринку часто можуть бути невірним джерелом «сигналів» для реального сектору економіки. Бо котирування акцій в довгостроковій перспективі повинно точно відображати стан справ компаній. Та в умовах зростаючої спекуляції ця функція фінансового ринку втрачається. Компанії стараються показати себе на фондовому ринку з кращого боку, але цей «кращий» бік часто відрізняється від реального фінансового стану. Тут варто згадати про скандали з корпораціями Enron і WorldCom [12].

Також негативний вплив фінансового сектору на реальну економіку зумовлений власними ризиками та нестабільністю, породженими всередині фінансового сектора. Зростаюча волатильність фінансових показників зумовлює невизначеність не тільки самого сектора, а й світової економіки в

цілому, знижуючи можливість довгострокового планування та вимагає додаткових затрат по страхуванню від цих ризиків. Але діюча система страхування ризиків, вирішуючи проблему перерозподілу індивідуальних ризиків, приводить до зростання системного ризику, породжуючи новий виток нестабільності і, в кінцевому результаті, до нових криз.

Таким чином, щоб забезпечити підвищення рівня життя та зростання продуктивності праці, мінімізувавши негативний вплив ділової активності, світовій спільноті необхідно об'єднатися для вирішення цілого ряду задач безпосередньо у фінансовому секторі економіки, а саме: встановити низькі та стабільні відсотки по кредитах, підтримувати низький рівень інфляції, що позитивно вплине на зниження рівня безробіття, а також сприятиме вирівнюванню рівнів економічного розвитку між державами. Та лише цими механізмами не згладити системні диспропорції, які продовжують зростати.

Значний негативний вплив на процес фінансового регулювання вніс розвиток інноваційних технологій. Це свого роду справжня революція у фінансовому секторі. Ще декілька десятків років тому ринки працювали тільки з простими акціями і облігаціями, а сьогодні, при цілодобовому функціонуванні фондового ринку в реальному часі, ринки використовують десятки фінансових продуктів, які дозволяють розподіляти ризики між інструментами, галузями, регіонами та часовими поясами. І завдяки цьому фінансовий сектор тихенько переходить з одного часового періоду в інший, від однієї біржової сесії до іншої і мільйони учасників готові кожну секунду купувати і продавати. Інформаційні технології забезпечують сьогодні ефективність перетворення збережень в інвестиції. Але нові технології призвели до того, що фінансовий сектор став дуже швидким для сприйняття, складним і динамічним і аж ніяк не підвладним нормам регулювання, розробленим в ХХ сторіччі. Неefективними стають адміністративні норми управління, хоча світова спільнота обговорює введення податку на міжнародні валютні операції – податку Тобіна[13], відміну офшорних зон, введення обов'язкової норми резервування капіталу для іноземних інвестицій, звуження поняття «комерційна тайна» для суб'єктів фондових ринків. Та принципових кроків в цьому напрямку так і не зроблено. Напевно це пов'язано з тим, що фінансові регулятори зрозуміли масштаби і швидкість змін в фінансовому секторі і, що можливості контролю за угодами, які здійснюються фінансовими інститутами, постійно зменшуються.

З цієї нагоди А.Грінспен писав, що «збір даних про баланс хедж-фондів не приносять користі, оскільки вони стають застарілими ще до того, як висохнуть чорнила на папері» [14].

Світова економічна спільнота признає протиріччя, які невпинно зростають між фінансовим сектором та реальним сектором економіки. Висновки цього признання невтішні. Вони зводяться до констатації фактів, що традиційна система фінансового регулювання та контролю на даному етапі не справляється з своїми безпосередніми функціями, а сам процес регулювання, який базується на адміністративному контролі, не встигає за тими змінами які відбуваються на ринках.

Цілком очевидно, що виконання функцій фондовим ринком багато в чому залежить від таких його характеристик як свобода і відкритість, інформаційна прозорість, справедливість та впорядкованість, ліквідність та глибина і широта, оптимальне співвідношення ризику та винагород. Лише при повній реалізації цих характеристик фондовий ринок, а відповідно і фінансовий сектор, може повноцінно виконувати свої функції, і в тому числі сприяти позитивним структурним зрушенням в економіці. Між тим сьогодні фондовий ринок явно не відповідає своєму призначенню. Досить згадати, що доля фондових інструментів в джерелах фінансових інвестицій в основний капітал дуже мала, по корпоративних облігаціях вона складає 0,01%, а по акціях – 1,4% [15]. Крім цього необхідно розмежовувати аспекти фондового ринку породжені труднощами становлення та аспекти пов'язані з недостатністю регуляторно-наглядових функцій держави. А це, в першу чергу, є якість корпоративного управління, суть якого розкривається через сукупність признаков. До них слід віднести: відкритість інформації, культуру управління, структуру та методи роботи ради директорів і керівництва компанії, захищеність прав акціонерів. В свою чергу проблема незалежних директорів, їх якості та ефективність роботи є ключовими. В Україні – це формальний інститут, який не виконує загальноприйняті норми та стандарти. У Великобританії з 2011 року існує Об'єднаний кодекс корпоративного управління, в якому чітко прописано поняття «корпоративний директор», який не може мати ніяких матеріальних інтересів в компанії, крім затвердженої акціонерами винагороди і не може бути ні прямо, ні опосередковано афілійований з компанією. Таких директорів має бути більша половина від всієї кількості членів ради. Кодекс корпоративного управління в Україні не переглядається десятиріччя. В нас лише приблизно 10% компаній виконують норми кодексу корпоративного управління, в той час як в Китаї та Бразилії – 50%, а в Індії – 100%.[16]. З неналежною якістю корпоративного управління пов'язані зловживання при емісії цінних паперів, ухилення від надання інвесторові та контролюючим органам правдивої інформації, використання інсайдерської інформації. В Україні в 2011 році прийняті зміни до закону про інсайдерську інформацію, де чітко прописано його ефективне примінення з боку органів внутрішніх справ, що підвищить кредитний рейтинг України і довір'я до національного фондового ринку [17]. Необхідно відмітити, що "Фінансування інвестицій у реальний сектор економіки за допомогою ринків цінних паперів, залучення на ці цілі через фондовий ринок неспекулятивних вітчизняних та іноземних капіталів мають стати найважливішим джерелом нового економічного зростання Саме в цьому призначення цінних паперів – створення фінансового механізму для запуску інвестицій для виживання та відновлення промисловості" [18].

Необхідно відмітити що інституційні інвестори відіграють важливу роль в притягненні довгострокових інвестицій в розвиток держави. Але у високорозвинених країнах такі інвестори виявились учасниками формування кризових ситуацій на фінансовому ринку в зв'язку з тісним взаємним переплетінням за участю банків, створення мережі супермаркетів, де повномасштабні фінансові послуги здійснюються на базі новітніх технологій.

Тому при вирішенні проблеми створення нової фінансової архітектури мова повинна йти про посилення регулюючих функцій по відношенню до колективних інвесторів. Так, Англія зробила пропозицію про введення податку на відповідальність і про введення страхових внесків на покриття системних ризиків, а в своїй країні вже ввела 50% податок на доходи топ-менеджерів банків [19]. Посилення контрольних-регулятивних функцій держави пов'язано не тільки зі становленням і розвитком власних інститутів нормативно-правового регулювання, але і зі змінами міжнародної фінансової архітектури. Виникає необхідність створення незалежних або підконтрольних міжнародним інститутам рейтингових агентств. Сьогодні міжнародні рейтингові агентства не завжди адекватно відображають оцінку ризиків, а часом і маніпулюють ринком, присуджуючи невиправдано високі оцінки фінансовим організаціям або похідним інструментам. Про це свідчить той факт, що атака рейтингових агентств в зв'язку з боргом Греції ніби випадково співпала з часом розміщення Казначейством США величезної кількості облігацій. Подібні ситуації змушують деякі компанії створювати власні рейтингові агентства [20].

Для подолання наслідків такої ситуації необхідно ввести в практику роботи фінансових ринків взаємний контроль всіх його учасників. Тільки вони зацікавлені в жорсткому контролі за ризиками і тільки вони зможуть підтримати систему, яка гарантовано буде відслідковувати зміни на ньому. Крім того самостійний контроль угод з боку всіх зацікавлених учасників ринку зможе запропонувати вірний облік та збалансованість інвестицій в інтересах і клієнтів, і вкладників, причому оцінки такого контролю стають дедалі жорсткішими за ті оцінки, які пропонуються регулятором. Світова спільнота може спробувати створити систему глобальної фінансової звітності, але немає гарантії того, що вона відобразить ситуацію на ринку. Регулятори фінансового ринку повинні діяти динамічно, постійно корегуючи всі процеси, які відбуваються на ринку та створювати передумови для справедливого механізму ціноутворення. Але в період фінансової кризи поряд з самоорганізацією фінансового ринку втручання регуляторів в ринкові відносини повинно невинно зростати. Для цього необхідно використовувати довгострокове стратегічне планування та приймати міри по підтримці конкурентоздатності всіх учасників ринку. Саме так можна досягнути гармонії у функціонуванні фінансового ринку та реального сектора економіки

Лише при умові реалізації цілого комплексу перелічених мір можна досягнути ефективного функціонування фінансового сектора і його взаємодії з реальним. Таким чином, признаючи протиріччя, які нарастають між реальним та фінансовими секторами економіки, можна зробити висновок, що традиційна система фінансового регулювання і контролю вже не справляється зі своїми завданнями. Більше того, сама процес регулювання, оснований на адміністративному контролі, не встигає ефективно вмішуватись при змінах, які відбуваються на ринках цінних паперів.

Висновки. Розглянуті питання взаємодії реального та фінансового секторів економіки свідчать про те, що:

- 1) роль ринку цінних паперів незначна, а ефективність фінансового ринку знаходиться в обернено пропорційній залежності від його розмірів;
- 2) в країні наявний гострий дефіцит довгострокових ресурсів, який частково покривається за рахунок зовнішніх запозичень;
- 3) високі процентні ставки на кредитному ринку обмежують доступ до кредитних ресурсів для низькорентабельних виробничих підприємств.

А це означає, що для оптимізації роботи фінансового ринку необхідно:

- 1) неухильно вести ефективну фінансову політику;
- 2) добитися зниження рівня доходів фінансових активів, які виступають як альтернатива інвестиціям в підприємства реального сектора економіки;
- 3) зменшити відсоткові ставки і очікуваний дохід від інвестицій в реальний капітал.

Література:

1. FOREX. Мировой валютный рынок.//ДЦ «Альпари». [URL:alpari.Ultranet.ru](http://alpari.Ultranet.ru).
2. Бричко М.М. Корпоративне управління як фактор поглиблення фінансіалізації вітчизняної економіки /М.М. Бричко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. тез доповідей XVII Всеукраїнської науково-практичної конференції (30–31 жовтня 2014 р.) ; ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми : ДВНЗ «УАБСНБУ», 2014. – С. 42–43.
3. Туган-Барановський М.М. Нові ідеї в економіці / М.М. Туган-Барановський. – 1996.– 34 с.
4. Menkhoff L., Tolksdorf N. Financial market drift: decoupling of the financial sector from the real economy. – N.Y. – 2007.–14 p.
5. Vasil'eva T. Leonov S. Ostapenko L. World financial crisis and Ukraine // World financial crisis: causes, consequences, ways of overcoming – Sumy. – Business Perspectives. – 2009. – 427 p.
6. Гильфердинг Р. Финансовый капитал. / Р. Гильфердинг. –М.: Политиздат, 1959. – 156 с.
7. Хансен Э. Классики кейнсианства: экономические циклы и национальный доход / Э. Хансен. – М. : Экономика, 1997. –Т. 2. – 431 с.
8. Несветаилова А. Экономическое наследие Хаймана Мински (глобальная финансовая хрупкость и кризис: уроки для России) / А. Несветаилова // Вопросы экономики. – 2005. –№ 3. – С. 99–117.
9. Шумпетер Й. Теория экономического развития. Капитализм, социализм и демократия / Й. Шумпетер ; предисл.В.С. Автономова. – М. : ЭКСМО, 2007. – 864 с.
10. Де Сото Э. Загадка капитала. Почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всем остальном мире./Э. Де Сото.-. М.: Олимп Бизнес. 2001. – 237р.
- 11.Мировой рынок растет быстрее ВВП// Ведомости. URL - 2007. 12.01.- С.6.- [Електронний ресурс]: Режим доступу: [https:// www.vedomosti. ru/2007/12/01](https://www.vedomosti.ru/2007/12/01).

12. Foreign exchange and derivatives market activity in 2007. Triennial Central bank Survey// Bank for International Settlements. 2007 // CH - 4002 Basel, Switzerland.-53 p.
13. Коляда Т.А., Прозоров Ю.В. Альтернативні інституційні підходи щодо змін у державному регулюванні довіри до фінансової системи: спеціальний банківський збір Обами чи податок Тобіна. // Журнал "Економічна теорія". 2010.- №2.- С. 39-46.
14. Гринспен А. Эпоха потрясений; проблемы и перспективы мировой финансовой системы/ Пер с англ. М.: Альпина Бизнес Букс. -2009. - 552р.
15. Игонина Л.Л. Модернизация финансовой системы: задачи, императивы, тенденции // Финансы и кредит. 2012. - №3.- С.2-7.
16. Савин А. Борьба с инсайдом и манипулированием рынком // Рынок ценных бумаг. 2010. -№2.– С.32-33.
17. Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо інсайдерської інформації» від 22.04.2011р.// Відомості Верховної Ради України.–2011.-. №44. - С.471.
18. Смагін В. Вплив фондового ринку на процес відтворення в реальному секторі економіки.// Держава та економіка. Вісник КНТЕУ. 2009.-№1.- С.139-140.
19. Хмыз О.В. Место институциональных инвесторов в меняющейся мировой финансовой структуре // Финансы. -2010.- №6.- С.67-71.
20. Подлевских Н., Подлевских И. Рейтинги: грозное оружие под личиной объективности // Рынок ценных бумаг. 2010.- № 6.- С.29 – 32.