

Кульпінський С.В.,

кандидат економічних наук,
завідувач відділу інституційних секторів економіки
Науково-дослідного фінансового інституту
Академії фінансового управління
Міністерства фінансів України

РЕГУЛЯТИВНІ МЕХАНІЗМИ ФІНАНСОВОГО РИНКУ В МАКРОЕКОНОМІЧНІЙ ДИНАМІЦІ

Аналізуються основні сфери регулятивної політики фінансового ринку в контексті їх впливу на основні макроекономічні показники. На основі статистичних даних 2007—2008 років доводиться недостатність регулятивних заходів монетарної політики, політики банківського нагляду, окремих аспектів фіскальної політики, а також політики контролю фондового ринку на макроекономічну динаміку, що й стало однією з головних причин погіршення низки макроекономічних показників.

Analyzed in the article are the main spheres of finance market regulatory policy in the context of their influence on the main macroeconomic indicators. On the basis of statistical data of 2007—2008 the author proves the insufficiency of monetary policy regulatory measures, the policy of bank supervision, in particular the aspects of fiscal policy and also the policy of stock market regulation on the macroeconomic dynamics which has become one of the chief reasons for worsening a number of macroeconomic indicators.

Після стрімкого зростання упродовж 2006—2007 років економіки України протягом 2008 року тут намітився ряд негативних тенденцій, які призвели до уповільнення її розвитку, що дало підстави для негативного прогнозу уряду щодо зростання ВВП на 2009 рік. Це стало наслідком впливу як внутрішніх, так і зовнішніх макроекономічних чинників, які у переважній більшості були пов'язані з недостатнім регулюванням фінансових ринків у глобальному масштабі. В Україні, незважаючи на позитивні економічні досягнення попередніх років, різке уповільнення економічної динаміки було частково спричинено недостатнім рівнем регулювання фінансового ринку.

Питання регулювання фінансового ринку і шляхи поліпшення інфраструктури його регулювання розглянуто у працях вітчизняних дослідників, зокрема В.М. Опаріна, А.С. Гальчинського, В.В. Корнеєва, О.М. Мозгового та ін. Однак детального аналізу впливу окремих аспектів регулювання фінансового ринку на економічне зростання, а також їх впливу у контексті запобігання кризам для економічних суб'єктів на ринку позичкових ресурсів проведено не було. Актуальність цієї теми зумовлена потребою розробки заходів для подолання наслідків фінансової кризи 2008 року, а також попередження виникнення подібних криз у майбутньому. З цією метою необхідно проведення дослідження складових елементів фінансової політики з позиції кінцевого впливу кожного з них на макроекономічне зростання.

Макроекономічні тенденції

Серед негативних макроекономічних тенденцій 2008 року можна виділити, зокрема, такі:

© Кульпінський С.В., 2009

— уповільнення динаміки ВВП і промислового виробництва до 3,6 % і 0,7 % відповідно за 11 місяців 2008 року порівняно з аналогічним періодом 2007 року, що набагато нижче офіційного прогнозу;

— збільшення від'ємного сальдо торговельного балансу вдвічі порівняно з аналогічним періодом 2007 року;

— збільшення вартості кредитного ресурсу для підприємств: за інформацією НБУ середньозважена вартість кредиту у гривні виросла до 21,7 % (14,4 % на початок року);

— падіння курсу національної валюти: протягом 2008 року курс гривні до долара знизився на 52 %;

— перевищення запланованого рівня споживчих цін майже в 1,5 раза: індекс споживчих цін, що за прогнозом Міністерства економіки України очікувався на рівні 14,3 %, за результатами 12 місяців 2008 року становив 21,9 %.

Перелічені негативні тенденції стали наслідком впливу зовнішніх чинників, серед яких можна виділити різке падіння світового попиту і цін на сировинні ресурси у другій половині 2008 року. Насамперед це стосується цін у металургії, яка займає близько 25 % у структурі промислового виробництва. Упродовж вересня — грудня 2008 року ціни знизилися на більше ніж 33 %, що спричинило зменшення обсягів замовлень у металургійному секторі економіки і до певної міри виробництва — на 30,1 % протягом вересня — листопада.

Разом із зовнішніми чинниками вагому роль у погіршенні низки макропоказників зіграли й внутрішні, зокрема “перегрів” економіки через її високу зосередженість на споживанні, дефіцит кредитного ресурсу, зумовлений низькою часткою заощаджень населення в наявному доході, а також висока вартість кредитного ресурсу, яка обмежила зростання прибутків підприємств ряду секторів економіки. Розглянемо окремо кожен із наведених чинників.

Першим чинником є велика залежність вітчизняної економіки від споживання (витрати домогосподарств), частка якого у 2008 році досягла 60,2 %, що стало наслідком як випереджального темпу зростання реального наявного доходу, так і стрімкого темпу зростання обсягів кредитів, наданих фізичним особам (табл.). Окрім того, досить низький рівень реальних процентних ставок для населення дестимулював здійснення депозитних вкладень, особливо у гривні.

Таблиця. Структура ВВП, 2003 — 9 міс. 2008 року, %

Компоненти ВВП	2003	2004	2005	2006	2007	9 міс. 2008
Витрати домогосподарств	54,72	52,27	57,23	58,65	59,31	60,20
Державні видатки	19,01	17,56	18,24	18,87	18,51	16,91
Накопичення основного капіталу	20,60	22,55	21,97	24,00	26,94	25,93
Чистий експорт	2,57	31,88	0,84	-2,88	-5,58	-6,93

Джерело: складено за даними Держкомстату України.

Другим чинником, який зіграв вагому роль у погіршенні низки макроекономічних показників, у тому числі прогнозованих на 2009 рік, стало подорожчання

кредитного ресурсу для підприємств. За інформацією НБУ середньозважена вартість кредиту в національній валюті виросла на 7,3 % протягом року. Оскільки банківські кредити становлять близько 16 % у структурі інвестицій в основний капітал підприємств¹, закономірним стало уповільнення зростання прибутків вітчизняних підприємств. Так, за 9 місяців 2008 року зростання фінансових результатів підприємств і організацій становило 25 % до аналогічного періоду попереднього року, тоді як приріст за аналогічний період 2007 року становив 89 %.

Інструменти регулятивної політики фінансового ринку

Регулятивна політика держави включає набір правил та інструментів, що встановлюються суб'єктами державного управління, які приймають рішення для досягнення певних цілей. Це, зокрема, макроекономічна політика, спрямована на підтримку національного доходу, зниження рівня безробіття, зростання обсягів виробництва, загального рівня заробітної плати тощо. З теоретичної точки зору, макроекономічна політика охоплює управління попитом і пропозицією.

Фінансовий ринок є сферою економічних відносин, де відбуваються купівля і продаж фінансових ресурсів, та включає: ринок капіталів (інвестиційний ринок), кредитний ринок і ринок цінних паперів. В Україні найбільшого розвитку набув кредитний ринок, що підтверджується високою часткою (90 %) активів банківського сектору у ВВП.

Внутрішні чинники, насамперед невідповідність регулювання економіки очікуваним циклічним змінам, спричинили гальмування економічного зростання. Тут слід виділити декілька інструментів регулятивної політики щодо фінансового ринку, які через ряд механізмів вплинули на нерівномірний розподіл ресурсів у межах країни: монетарна політика й політика банківського нагляду, фіскальна політика й політика контролю фондового ринку. Схематично цей вплив показано на рис. 1.

На уповільнення економічної динаміки вплинули, зокрема, висока вартість кредитного ресурсу для підприємств, дефіцит ліквідності й скорочення припливу інвестиційного капіталу, а також виведення нерезидентами капіталу з фондового ринку України.

Фінансовий ринок став до певної міри каталізатором прорахунків у економічній політиці — підприємства залишилися без кредитного ресурсу або ж його вартість подорожчала до рівня, який скоротив його рентабельність до мінімуму, а іноді й до від'ємного значення.

Серед інструментів регулятивної політики, що негативно вплинули на фінансовий ринок, на нашу думку, найбільш вагомою була монетарна політика НБУ, вплив якої проявився через нестабільність валютної політики центробанку. Це призвело до виведення капіталу нерезидентами, ускладнило планування операційної діяльності для вітчизняних банків і знищило стимули до здійснення депозитів у гривні. Девальвація гривні до долара на 52 % протягом 2008 року стала, зокрема, наслідком відсутності планування управління золотовалютними резервами —

¹ <http://www.ukrstat.gov.ua>.

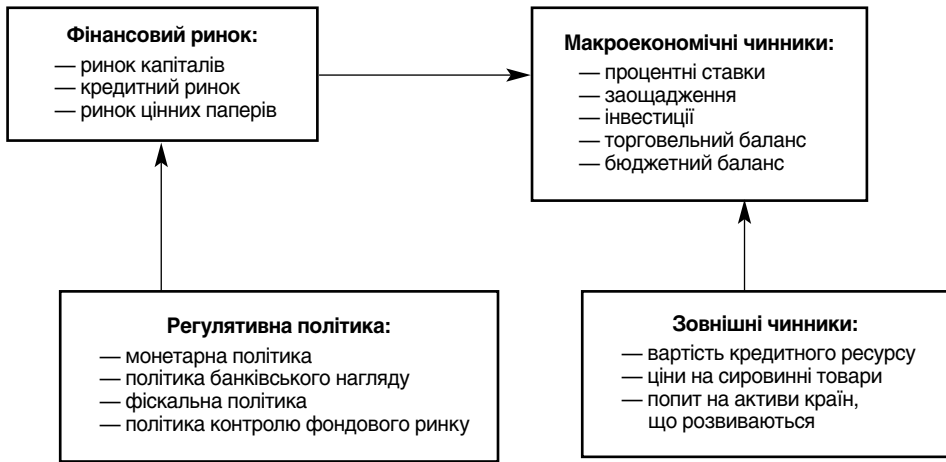


Рис. 1. Вплив інструментів регулятивної політики на макроекономічні чинники

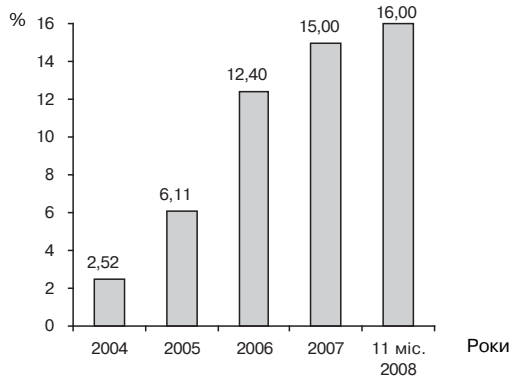
НБУ утримався від накопичення резервів при припливі капіталу в березні і квітні 2008 року, що тоді стабілізувало курс. Серед негативних наслідків для фінансового ринку можна назвати виведення капіталу через фіксацію прибутків, вплив гривневих депозитів із банків, переоцінку активів банків при тому, що вони практично припинили кредитування.

Це до певної міри протирічить основним положенням IS-LM моделі, згідно з якою фіскальна політика найбільше впливає на грошовий ринок. Це стало наслідком фактичної відмови НБУ від установлення фіксованого обмінного курсу, що мало місце з 2000 року.

Іншим інструментом регулятивної політики НБУ, що негативно позначився на ринку позичкового капіталу у 2008 році, була здійснювана ним політика банківського (пруденційного) нагляду. За інформацією НБУ у 2007 році приплив боргового капіталу до банківської системи України становив 16,9 млрд дол. США, а за 9 місяців 2008-го — 11,2 млрд дол.² Унаслідок цього наприкінці 2008 року банківські активи збільшилися до 870 млрд грн, або 94 % від ВВП, однак при цьому сукупний зовнішній борг банків збільшився до 42,1 млрд дол., або 37 % від їхніх активів, згідно з офіційним курсом НБУ на кінець 2008 року.

Характерною ознакою цього періоду було нарощування боргу домогосподарств перед банками, особливо в іноземній валюті. Фактично за 2007—2008 роки приріст зовнішнього боргу вітчизняних банків на 28 млрд дол. супроводжувався аналогічним приростом заборгованості домогосподарств перед вітчизняними банками на 194,8 млрд грн. Такий стрімкий приріст боргу виявився й додатковим чинником високого рівня інфляції у 2008 році, оскільки тоді борг домогосподарств становив 16 % в їхніх витратах (рис. 2).

² Зовнішній борг України станом на 01.10.2008. — <http://www.bank.gov.ua/Balance/Debt/index.htm>.



Джерело: розраховано автором на підставі даних Держкомстату України.

Рис. 2. Частка банківських кредитів у витратах населення

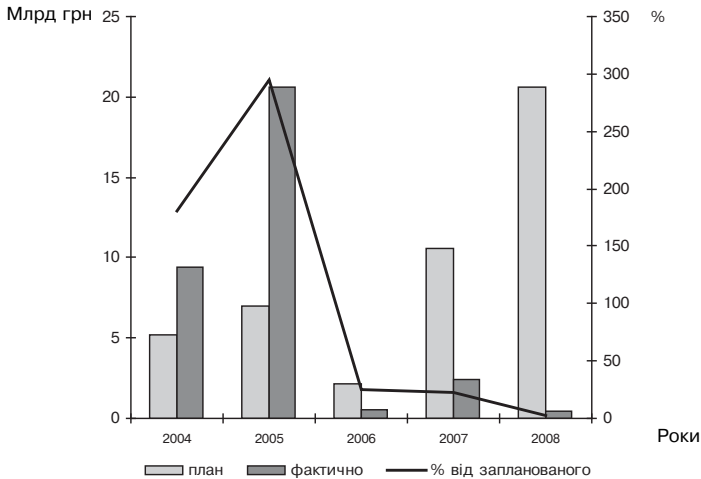
Зростаючий обсяг заборгованості населення, збільшення процентного навантаження і зниження сукупного попиту через погіршення глобальної кон'юнктури призвели до різкого скорочення витрат. Так, протягом 2008 року сукупний борг домогосподарств перед банками виріс на 75 %, із нього 69,5 % було деноміновано в доларах США. Це означає, що підвищення процентних ставок у середньому на 7,1 % разом із девальвацією гривні призвело до переоцінки боргу і підвищення виплат за процентами. Це, у свою чергу, спричинило різке зниження обсягів споживання, що підтверджується уповільненням динаміки розвитку роздрібного товарообороту, який за 11 місяців 2008 року зменшився до 20,5 % (з 29,3 % у 2007-му та 29,8 % за перше півріччя 2008 року).

Відповідно до теорії головним засобом впливу грошей на розвиток макроекономічних процесів є кредит³. Оскільки внаслідок дії вищенаведених тенденцій відбулося різке скорочення пропозиції кредитних ресурсів, зростання обсягів інвестицій в основний капітал різко уповільнилося і становило 4,7 % за I—III квартали 2008 року порівняно з 28,5 % за аналогічний період 2007 року. Через значний приплив боргового капіталу до банківської системи з-за кордону, за яким недостатньою мірою здійснювався контроль з боку НБУ, в економіці відбулося надмірне збільшення витрат домогосподарств, що, у свою чергу, обернулося на різке їх скорочення через зростання боргового навантаження. Іншим негативним чинником виявився досить повільний приріст заощаджень домогосподарств (на 26,4 % за 11 місяців 2008 року порівняно з аналогічним періодом попереднього року), що обмежило збільшення пропозиції інвестиційного ресурсу.

Фіскальна політика стала іншим інструментом, що негативно позначився на динаміці економічного зростання у 2008 році. На фінансовий ринок фіскальна політика вплинула через такі її компоненти, як приватизація і розміщення боргових зобов'язань уряду. Невідповідність поставлених цілей щодо приватизації об'єктів державної власності, наслідком чого стало зниження інтересу до акцій, які

³ Гальчинський А.С. Теорія грошей: Навч. посіб. — К.: Основи, 2001. — 411 с.

пропонувалися до продажу (Укртелеком, 5 обленерго, ВАТ “Турбоатом”), та неспроможність розміщення акцій цих підприємств протягом 2008 року призвели до значного недовиконання плану бюджетних надходжень, коли було виконано усього 2 % запланованих приватизаційних надходжень за 11 місяців 2008 року⁴ (рис. 3).



Джерело: розраховано автором на підставі даних Фонду держмайна України.

Рис. 3. Виконання приватизаційних надходжень

Що стосується розміщення боргових зобов’язань уряду, то їх недорозміщення на ринку у 2008 році змусило здійснювати пошук альтернативних шляхів залучення коштів на внутрішньому ринку, одним із яких став продаж ОВДП у портфель НБУ. Так, на кінець минулого року обсяг ОВДП у портфелі НБУ становив 8,54 млрд грн (у жовтні — усього 36 млн грн)⁵. Це явище не можна назвати позитивним для економіки, оскільки суб’єкти ринку (банки, страхові й інвестиційні компанії) не беруть участі у фінансуванні інвестиційних потреб держави.

Політика контролю фондового ринку останніми роками була спрямована на підвищення інтересу інвесторів до вітчизняного фондового ринку й недопущення при цьому зловживань суб’єктами ринку. Капіталізація вітчизняного ринку акцій знизилася на 90 %, або на більш ніж 200 млрд грн. Виходячи із загального зниження обсягу ліквідності на фінансовому ринку, що підтверджується збільшенням вартості ресурсу на 7,1 %, а також уповільненням приросту грошової маси до 29 % протягом 2008 року після зростання до 52 % у 2007-му, виведення капіталу з ринку акцій було закономірним. Причому падіння індексу ПФТС на 84 % протягом минулого року після його зростання на 134 % у 2007 році відбулося внаслідок високої вартості акцій ринку щодо прибутків їх емітентів у 2007-му, а також малого обсягу акцій у вільному обігу, який наприкінці

⁴ Інформація про стан виконання Зведеного і Державного бюджетів України за січень — листопад 2008 року / Департамент макроекономічного прогнозування Мін-ва фінансів України. — <http://www.minfin.gov.ua>.

⁵ http://www.bank.gov.ua/Fin_ryn/OVDP/T-bills_debt.htm.

2008 року становив усього 8,5 млрд грн, або 4,7% від його загальної капіталізації. Такий рівень є особливо низьким порівняно з аналогічним показником для Росії (24%), а також розвинутих країн. Це означає, що найменший приплив або відплив коштів на ринку акцій спричиняє істотні коливання вартості активів, оскільки ліквідність ринку є досить низькою.

Таким чином, доцільним було б стимулювання виведення на ринок акцій тих емітентів, які виводять більший обсяг акцій у вільний обіг. Цей захід допоміг би уникнути різких коливань вартості активів фондового ринку й дав змогу підприємствам більш вільно залучати додаткові кошти через продаж їхньої частки.

Ситуація на фінансовому ринку у 2008 році безпосереднім чином відобразилася на макроекономічній динаміці, зокрема, спричинивши підвищення вартості кредиту, скорочення припливу інвестиційного капіталу в економіку. У цьому процесі регулятивна політика фінансових ринків могла б зіграти більш важливу роль, обмеживши масштаб кризових явищ у економіці.

Серед основних інструментів регулятивної політики фінансового ринку на уповільнення макроекономічної динаміки найбільше вплинула монетарна політика через нестабільність валютної політики НБУ, що призвело до виведення капіталу нерезидентами, ускладнило планування операційної діяльності для вітчизняних банків і знищило стимули до здійснення депозитів у гривні. Політика банківського нагляду також зіграла важливу роль, оскільки рух боргового капіталу не був контрольованим, що й викликало значний приплив фінансового ресурсу до невиробничих сфер. Іншим інструментом впливу на фінансовий ринок стала фіскальна політика, яка проявилася через відсутність успіху у приватизації, зниження вартості активів, що пропонувалися до продажу, та продаж ОВДП у портфель НБУ, що гальмувало фінансування інвестиційних потреб держави.

Виходячи з вищевикладеного, зазначимо, що на даному етапі важливо обмежити зростання кредитного портфеля фізичним особам, коливання офіційного обмінного курсу НБУ і збільшення бюджетного дефіциту з метою уникнення нереалістичних приватизаційних цілей і необхідності продажу ОВДП у портфель НБУ. Вищеперелічені заходи дадуть змогу стабілізувати коливання на фінансових ринках, що сприятиме перерозподілу їхніх ресурсів задля поліпшення макроекономічних показників.