



УДК 336.76:339.747](045)

Сапачук Ю.М.,

канд. екон. наук, старший викладач кафедри економічної теорії
Національного університету «Києво-Могилянська Академія»

Структурна трансформація сучасного фінансового ринку та фінансова нестабільність

У статті систематизовано ключові аспекти структурних зрушень сучасного інформаційно-економічного середовища. Досліджено інституційну структуру сучасного фінансового ринку. Проаналізовано суперечності фінансово-економічної політики неоліберального мейнстріму останніх десятиріч. Виявлено, що на сучасному етапі значення суспільних інститутів відіграє провідну роль у процесі трансформації фінансово-економічної системи. Розглянуто взаємозв'язок структурних змін сучасного фінансового ринку із зменшенням реальних доходів громадян.

Ключові слова: сучасний фінансовий ринок, «Вашингтонський консенсус», фінансова політика, державний борг, фінансова нестабільність.

Повоєнний період для світової економіки можна охарактеризувати як послідовну трансформацію від стану стабільності до стану перманентної фінансової нестабільності внаслідок стрімкого розвитку сучасних фінансів. Кризові явища, що охопили світову економіку протягом останніх років, виявились закономірним наслідком системних диспропорцій повоєнного розвитку світової економіки. Інституційні зміни фінансового сектора економіки, поява ТНК, ТНБ та ФПГ, наднаціональних макроекономічних регуляторів (Світовий банк, МВФ, МБРР) та одночасне формування ринку похідних фінансових інструментів стало визначальним фактором функціонування світової економіки. В світовій економіці з'явилась гігантська надбудова, в якій відбувається відносно самостійний, слабо контрольований рух фінансового капіталу. Фінансова криза почалась на ринку субстандартних іпотечних кредитів США в 2007 р. і охопила всю світову економіку. Надмірний випуск облігацій на ринку іпотечного кредитування призвів до банкрутства найбільших фінансових інститутів Bear Stearns, Lehman Brothers, Merrill Lynch, American International Group та Washington Mutual, що призвело до розвитку світової фінансової кризи.

Фінансова глобалізація, як основний напрям процесу світової глобалізації та інтернаціоналізації, значно посилила рух трансграничних фінансових потоків та стерла межі між національними фінансовими ринками. У завершеному вигляді ідеологія «лібералізації економіки» була сформульована в документах так званого «Вашингтонського консенсусу» наприкінці 80-х років минулого століття. Розпад Радянського Союзу став політичним каталізатором стрімкої лібералізації міжнародних фінансово-економічних відносин. Внаслідок цього кілька країн із позитивними макроекономічними показниками, що не були безпосередньо пов'язані з американським іпотечним ринком, постраждали в протягом фінансової кризи 2007-2010 рр. сильніше, аніж розвинуті країни, що були близькими до епіцентру формування кризових явищ.

Проблематика досліджень трансформаційних процесів сучасного фінансового ринку та причин прояву кризових явищ фінансової сфери посідає важливе місце в публікаціях провідних вітчизняних та зарубіжних вчених. Ще при підготовці Бреттон-Вудської системи Дж. М. Кейнс застерігав відносно ризиків високої мобільності капіталу. Представник монетарного кейнсіанства та автор «гіпотези фінансової нестабільності» Х. Мінські актуалізував теоретичну спадщину Дж. М. Кейнса в площині дослідження кризових явищ фінансової сфери та інституційних змін світової економіки у повоєнний час [1]. Відомий



фінансист Дж. Сорос ще наприкінці минулого століття зазначив, що на зміну «традиційному» промислового капіталізму приходять фінансовий, або грошовий капіталізм, що базується на свободі переміщення грошового капіталу в масштабах планети [2, с. 117].

На сучасному етапі апологетами фінансової лібералізації виступають С. Фішер та Л. Саммерс [3]. Так, С. Фішер запропонував включити в число завдань МВФ поступову лібералізацію руху капіталу в світі [4]. Разом з тим, ряд західних економістів (Дж. Стігліц, П. Кругман, Д. Родрік) скептично оцінюють її вигоди [5; 6]. Наприклад, Д. Родрік вважає, що в країнах, що розвиваються, така лібералізація суттєво підвищить кризові ризики, П. Кругман пропонує країнам, що знаходяться в кризовому стані, активно контролювати потоки капіталу. Дж. Вільямсон, котрий сформулював основні принципи «Вашингтонського консенсусу», констатував, що навмисне не включив лібералізацію фінансових ринків до стандартного набору ринкових реформ через відсутність єдності з цього питання [7].

Дослідженням цієї проблематики активно займаються провідні російські науковці, зокрема, слід виділити В. Катасонова, С. Глазьева, Ю. Осіпова, А. Скоробогатова.

Серед вітчизняних фахівців виділяються наукові праці В. Гейця, А. Даниленка, З. Луцишин, Ю. Уманціва, А. Чухна.

Головна функція фінансового ринку – трансформація збережень на інвестиції, мінімізація ризиків та прискорення обороту капіталу задля сприяння процесу суспільного відтворення. Натомість сучасний фінансовий ринок значною мірою є інструментом перерозподілу вартості, посилюючи соціальну нерівність як між країнами центру та периферії, так і у середині самих розвинутих країн.

Трансформація сучасного фінансового ринку потребує прискіпливої уваги науковців, адже його системні структурні диспропорції є джерелом кризових явищ глобального інформаційно-економічного середовища. Вивчати передумови та механізми розвитку фінансових криз необхідно тому що, їх негативні наслідки мають не тільки економічний, а й соціальний вимір. Негативна кон'юнктура фондового ринку, зазвичай, транслюється на ринки товарів та послуг і призводить до спаду в реальному секторі, відповідно, зростає безробіття, падають реальні доходи та життєвий рівень населення.

Термін «фінансова криза» є занадто загальним та використовується для опису різних за своєю природою порушень функціонування фінансової площини. Тому вкрай важливо проаналізувати конкретні негативні тенденції, що лежать в основі сучасних диспропорцій сучасної економіки. Сучасний фінансовий ринок – результат тривалих та послідовних змін інституційного середовища внаслідок дії об'єктивних суспільно-економічних процесів та державної фінансової політики провідних країн світу в повоєнний час. Систематизація головних аспектів інституційних змін фінансового середовища допоможе з'ясувати механізми виникнення кризових явищ та сприятиме формуванню ефективних інструментів довгострокової фінансової політики. Зокрема, важливим для наукового дослідження є взаємозв'язок структурних змін сучасного фінансового ринку із змінами соціальної політики в площині реальних доходів громадян.

На думку відомого фінансиста Дж. Сороса, наразі день основну роль починають відігравати не інвестиції щодо створення нових виробничих потужностей (збільшення обсягу фізичного капіталу), а спекулятивні інвестиції у вигляді вкладень у суто фінансові активи (збільшення обсягу саме фінансового капіталу): «Відмітною рисою системи світового капіталізму є вільний рух капіталу....Оскільки фінансовий капітал є ще більш мобільним, ніж фізичні інвестиції, він займає привілейоване становище: він може уникати країни, в яких зазнає високих податків та суворого регулювання....Звичайно, багатонаціональні корпорації користуються гнучкістю ціноутворення за внутрішньофірмового руху коштів та можуть вчинити тиск у момент, коли вони ухвалюють інвестиційні рішення, але їх гнучкість незрівнянна з тією свободою вибору, якою користуються міжнародні інвестори, що здійснюють портфельні інвестиції» [2, с. 119].

Аналізуючи структурні зміни сучасного фінансового ринку, слід окремо виділити лібералізацію товарно-грошових відносин, що відносяться до фінансово-інвестиційної сфери – різке розширення соціально-економічної бази інвестиційної діяльності. Насам-



перед, сьогодні до такої фінансово-інвестиційної діяльності залучаються більшість компаній реального сектора. У багатьох компаній автомобільної, електротехнічної, хімічної промисловості США та Західної Європи понад 50 % обсягу всіх балансових активів – фінансові. Для проведення операцій на фондових ринках компанії не фінансового сектора користуються послугами інституційних інвесторів. Це, насамперед, різноманітні інвестиційні фонди (траст-фонди, взаємні фонди та ін.)

У США в 2008 р., напередодні активної фази світової фінансової кризи, на долю активів інвестиційних фондів припадало майже 1/4 загального обсягу капіталізації американського фондового ринку. Ще приблизно 1/5 активів фондового ринку знаходилось у руках пенсійних фондів (приватних та державних), а 1/8 – у руках закордонних інвесторів [8, с. 670].

Також до спекуляцій на фондових ринках активно залучаються фізичні особи. За рахунок доходів від цінних паперів прості громадяни намагаються компенсувати падіння реальної заробітної плати, адже, на думку фахівців, максимальний рівень заробітної плати у США був досягнутий ще 1972 р.: «Середній показник доходів в Сполучених Штатах зазнає стагнації у реальному вираженні ще з 1970-х рр. Економічний вплив цієї стагнації певною мірою було пом'якшено тим фактом, що в минулому поколінні в більшості американських домогосподарств стався перехід до двох працюючих» [11, р. 43]. П. Кругман констатує зростання нерівномірності розподілу особистих доходів на початку XXI ст. в порівнянні з 20-ми роками. Згідно з наведеними П. Кругманом даними, у 2005 р. на 10 % найбільш заможного населення припало 44,3 % сукупних доходів проти 43,6 % у 20-ті роки [12, р. 16]. Він пов'язує посилення нерівномірності у розподілі доходів із зростанням різниці в оплаті найманої праці, що більшою мірою визначається інституційними та політичними факторами, аніж об'єктивними ринковими процесами: «Починаючи з 70-х років норми та інститути в США змінилися таким чином, що заохочували або допускали різке посилення нерівності» [12, р. 149]. Ці зміни автор пояснює посиленням ліберального руху та прагненням подолати спадщину «Нового курсу», причому економічні зміни стали наслідком політичних. За даними П. Кругмана, найбільш яскрава тенденція щодо посилення нерівномірності розподілу доходів проявилась із середини 80-х років.

Торкаючись «Нового курсу» Ф. Рузвельта, слід зазначити, що кульмінацією процесу фінансової лібералізації стала остаточна відміна закону Гласа-Стігола у 1999 р., запровадженого у 1933 р., розмежовуючи інвестиційну та депозитну діяльність комерційних банків у США. Відміна цього закону пов'язана із підвищенням рівня конкурентної боротьби між американськими та великими закордонними банками на фінансовому ринку. Отже, підвищення конкурентних позицій американських банків відбулось за рахунок послаблення фінансової дисципліни, що посилює системні ризики фінансово-економічного середовища та спричинило поточний кризовий стан.

Якщо у 1989 р. 27,8 % американських сімей вклали свої кошти в акції, то у 1998 р. цей показник зріс удвічі – 53,9 %. Номінальна вартість акцій, що знаходяться на руках у фізичних осіб, за цей час зросла більше як утричі – із 2,13 до 7,39 трлн. доларів [13, с. 350].

У 2008 р. на домогосподарства припадало майже 40 % всіх активів фондового ринку США. Тобто домогосподарства виявились найбільшою категорією учасників фондового ринку США після інвестиційних фондів, пенсійних фондів, іноземних інвесторів. Але за деякими оцінками, серед фізичних осіб (громадян), що виступають у ролі учасників фондового ринку, існує значна соціально-майнова диференціація. Близько 10 % загального числа фізичних осіб – тримачів портфельів цінних паперів володіють близько 70 % загальної кількості акцій, що обертаються на фондовому ринку США [8, с. 672].

Опосередковано до фінансових спекуляцій залучались навіть ті американці, котрі не бажали ризикувати своїми коштами. Йдеться про так званих «інвесторів мимоволі»: американці здійснюють внески до пенсійних та інших соціальних фондів, а ті, у свою чергу, розміщують ці кошти на фінансових ринках. Таким чином, дані інституційні інвестори наражають на ризик звичайних рядових громадян. Банкрутство відомого енергетичного гіганта Енрон у 2002 р. красномовно ілюструє цю ситуацію. Акції корпорації Енрон вважались у США дуже надійними, тому в них охоче вкладались пенсійні фонди та страхові



компанії – ще у 2001 р. вартість активів Енрон дорівнювала 47,3 млрд. доларів, за цим показником вона посідала 7-е місце в США. Банкрутство компанії у 2002 р. призвело до того, що десятки тисяч колишніх вчителів, поліцейських та пожежників залишилися без пенсій.

З метою протидії сталій тенденції падіння реальних доходів громадян та стимулювання економічного зростання уряди США та Європи протягом останніх десятиріч проводять активну політику нарощення державних боргів. Відтак стрімко зростає інший сегмент фінансового ринку – ринок державних облігацій зовнішньої позики (Таб. 1).

Таблиця 1

**Динаміка державного боргу провідних світових економік
(1980–2011) % до ВВП**

	1980	1990	2000	2008	2011
США	37	60	45	61	80
Великобританія	45	49	42	53	81
Японія	46	59	131	189	226

Джерело: [9, р. 18, 23, 30]

Аналізуючи організаційно-правові та інституційні зміни ринкової інфраструктури, слід зазначити, що, починаючи із 80-х років відбувається консолідація фондових бірж у результаті злиття та поглинань. Цей процес відбувався в контексті загальної лібералізації фондового та кредитних ринків, послаблення норм регулювання фінансового сектора. Після утворення Європейського Союзу укладалось багато угод щодо консолідації фондових бірж окремих країн Західної Європи.

Каталізатором цього процесу також став стрімкий розвиток цифрових технологій – біржі отримали потужне комп'ютерне та телекомунікаційне оснащення, що значно підвищило швидкість операцій, розширило географічний простір діяльності та кількість учасників. Підвищення ефективності й скорочення операційних витрат фондових бірж відбулось внаслідок об'єднання родинних систем бірж (управління, торгові системи, кліринг, крос-маржування), а також надання розширених можливостей учасникам торгів [10, с. 9].

Отже, протягом останніх двох десятиріч, лібералізація сучасного фінансового ринку під впливом «Вашингтонського консенсусу» та технологічних змін внаслідок впливу НТП проявилась у таких основних аспектах:

- лібералізація міжнародної торгівлі – усунення тарифних та нетарифних бар'єрів на шляху міжнародного руху товарів та послуг;
- лібералізація міжнародного руху капіталу – зняття національних валютних та інших обмежень та заборон щодо ввезення та вивезення капіталу й інвестиційних доходів;
- залучення значної частини суспільства до сфери фінансово-інвестиційних операцій внаслідок революційних змін у площині цифрових технологій;
- поява нових фінансових інструментів (деривативів), що призвело до появи ще одного сегмента сучасного фінансового ринку, потенційно посилюючи ризики фінансової нестабільності;
- концентрація біржового капіталу – посилюється процес концентрації біржового бізнесу;
- протягом останніх десятиріч слід зазначити стрімкий розвиток ринку державних облігацій зовнішніх позик як один з основних проявів фінансової глобалізації.

Аналізуючи структурні зміни архітекtonіки сучасного інформаційно-економічного середовища, слід зазначити, що суспільні інститути, норми та політичне середовище на сучасному етапі відіграють набагато більше значення, аніж стихійні ринкові сили. Фінансизація сучасного інформаційно-економічного середовища значною мірою стала проявом довгострокової ліберальної економічної політики розвинутих країн з кінця 70-х років, яка вичерпала джерела для економічного зростання в площині реального сектора. Посилення нерівномірності розподілу доходів, як наслідок лібералізації економічної політики, також стало серйозним каталізатором розвитку площини сучасних фінансів. Особливо



стрімко зростає ринок державних облігацій зовнішніх позик, іпотечний ринок, ринок споживчого мікрокредитування та активне залучення фізичних осіб як інвесторів цінних паперів фондового ринку.

На основі викладеного стає зрозумілим тісний взаємозв'язок державної фінансової та соціальної політики. Революційні зрушення в площині цифрових технологій стали потужним каталізатором процесів гіпертрофованого розвитку фіктивного капіталу.

Література:

1. Minsky H. The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and An Alternative to «Standart» Theory / H. Minski // Nebraska Journal of Economics and Business. – 1977. – Vol. 16. – № 1.
2. Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности / Дж. Сорос. – М.: Инфра-М., 1999. – 262 с.
3. Summers L. International Financial Crisis: Causes, Prevention, and Cures / L. Summers // American Economic Review. – 2000. – Vol. 90. – № 2.
4. Fisher S. Capital Account Liberalization and the Role of the IMF: Speech at the IMF annual meeting / S. Fisher. – Sept. 19. – 1997.
5. Стиглиц Дж. Глобализация: тревожные тенденции / Дж. Стиглиц. – М.: Мысль. – 2003.
6. Rodrik D. Why Did Financial Globalization Disappoint? / D. Rodrik, A. Subramanian // IMF Staff Paper. – 2009. – Vol. 56. – № 1.
7. Williamson J. Did the Washington Consensus Fail? / J. Williamson // Outline of speech at the Center for Strategic and International Studies. – Washington, DC, 2002.
8. Катасонов В. История и идеология «денежной цивилизации» / В. Катасонов. – М., 2013. – 1072 с.
9. Debt and deleveraging: Uneven progress on the path to growth / [C. Roxburgh, S. Lund, T. Daruvala and oth.]. – McKinsey Global Institute. – January 2012. – 56 p.
10. Сапачук Ю. Формування стабілізаційних механізмів сучасного фінансового ринку: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук: спец. 08.00.01 «економічна теорія та історія економічної думки» / Ю. Сапачук. – К., 2012. – 20 с.
11. Fukuyama F. The Future of History / F. Fukuyama // Foreign Affairs. – 2012. – № 1. – P. 38-56.
12. Krugman P. The Conscience of a Liberal / P. Krugman. – N. Y.; L.: W. W. Norton & Company, 2007.
13. Платонов О. Почему погибнет Америка. Взгляд с Востока и Запада / О. Платонов, Г. Райзберг. – М.: Алгоритм, 2005.

Сапачук Ю.Н., канд. екон. наук, старший преподаватель кафедры экономической теории факультета экономических наук Национального университета «Киево-Могилянская Академия»

Структурная трансформация современного финансового рынка и финансовая нестабильность. В статье систематизированы ключевые аспекты структурных сдвигов современного информационно-экономической среды. Исследованы институциональную структуру современного рынка. Проанализированы противоречия финансово-экономической политики неолитерального мейнстрима последних десятилетий. Выявлено, что на современном этапе значение общественных институтов играет ведущую роль в процессе трансформации финансово-экономической системы. Рассмотрена взаимосвязь структурных изменений современного рынка с уменьшением реальных доходов граждан.

Ключевые слова: современный финансовый рынок, «Вашингтонский консенсус», финансовая политика, государственный долг, финансовая нестабильность.

Sapachuk Yu.N., Candidate of Economic Sciences, Senior Lecturer of the Department of Economic Theory of the Economic Sciences Faculty, National University of "Kyiv-Mohyla Academy"

Structural transformation of the modern financial market and financial instability. Key aspects of the structural shifts of modern information and economic environment are systematized. The institutional structure of the modern financial market is investigated. The contradictions of financial and economic policy of the last decades of neo-liberal mainstream are analyzed. It is revealed that at the present stage the importance of public institutions plays a leading role in the transformation of the economic and financial system. The interrelation of structural changes of the modern financial market with a decrease in real incomes of citizens is revealed.

Key words: modern financial markets, «Washington Consensus», monetary policy, state debt, financial instability.