



# ФІНАНСИ ТА БАНКІВСЬКА СПРАВА

УДК 336.77

**КОРНЄВ Володимир**, д. е. н., професор Інституту економіки  
та прогнозування НАН України

## РЕГУЛЮВАННЯ КРЕДИТНИХ РИНКІВ І ПЕРСПЕКТИВИ СТАБІЛІЗАЦІЇ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ УКРАЇНИ

*Розглянуто питання забезпечення посткризової стабілізації фінансово-кредитної системи України, проаналізовано інструментарій регулювання ліквідності банків та фінансування реального сектору як основи економічного відновлення. Обґрунтовано результуючі оцінки та очікування з акцентом на необхідності реалізації першочергових стабілізаційних заходів в Україні.*

*Ключові слова:* фінансова система, фінансовий ринок, кредитний ринок, банківський сектор, антикризовий моніторинг, інвестиції, стабілізація фінансової системи.

**П**осткризова стабілізація економіки та фінансової системи значною мірою визначається дієвістю засобів відновлення ділової активності, зокрема фінансуванням кредитних ринків, що на сьогодні є основним завданням урядів і центробанків багатьох країн світу. Зазначене вимагає посилення регуляторного моніторингу функціонування різних економічних сегментів, постійної оцінки і переоцінки вартості фінансових активів, величини відриву дохідності фінансових трансакцій від угод у реальному секторі, очікуваної корисності та віддачі авансованих коштів.

Внаслідок фінансової кризи 2008–2010 рр. дотепер залишаються невирішеними три взаємопов'язані питання: коливання ліквідності; зниження і нестабільність вартісної оцінки активів; порушення функціонування ринків, фінансових та інших інститутів. Намагання виявити шляхи розв'язання цих питань і визначили мету статті.

Уроки кризи засвідчили крах спекулятивної економіки з підживленням за рахунок незабезпеченої кредитної експансії. За експертними

---

© Корнєв В., 2011

28 

---

 ISSN 1727-9313. ВІСНИК КНТЕУ. 2011. № 5

оцінками, світова економіка "відкотилась" на рівень 2002–2003 рр. Оцінки втрат від фінансової кризи є варіативними, за окремими даними – до 10 трлн доларів США тільки в групі країн G-20. Списання за іпотечними кредитами у США сягнули небаченої раніше суми 30 млрд доларів США. Ризики кризових загроз залишаються значними (ймовірність "другої хвилі", бюджетні проблеми країн півдня Єврозони), отже, наявна "фінансова нестабільність означає, що економічна система в тій чи іншій мірі допускає відтворення криз" [1, с. 22].

Особливо гостро криза проявилася у банківському секторі багатьох країн. Для України внаслідок кредитного стиснення (після попередньої спекулятивної кредитної експансії) вкрай загострилась проблема ліквідності ринків та банків. Ліквідність спочатку характеризувалась як недостатня, а згодом (внаслідок дій Національного банку України (НБУ) та перших ознак економічного відновлення) – як надлишкова. Тобто обіг кредиту та використання відповідних фінансових інструментів мали (і дотепер мають) інтервальний, а не постійний характер. Так, при початковому падінні обсягів кредитних і депозитних портфелів банків останні зберегли свою функцію фактично тільки як розрахункові центри. При зменшенні ресурсозабезпечення відтворювальних процесів знизилась показники розвитку всіх без винятку інституційних секторів економіки.

Фінансові інновації додатково посилили залежність банків та інших установ від операцій на фондовому ринку. Здійснення окремих операцій забезпечувалось активами третіх сторін (інколи і їх намірами), що значно підвищувало ризики невиконання зобов'язань. Структуровані фінансові інструменти з елементами сек'юритизації необґрунтовано використовувались непрофесійними учасниками ринку.

Вкотре підтвердився незаперечний факт, що саме стабільність банків визначає "фінансовий пульс" економіки. Попри це під час кризи проявилась слабкість національних банківських та інших фінансових регуляторів, коли спекулянти відверто знехтували рестрикціями регуляторів при здійсненні спекулятивних угод (арбітражних, форексних). У банківській сфері Базельські стандарти достатності капіталу не убезпечили від глобальних фінансових катаклізмів (із вересня 2010 р. стоїть питання про впровадження більш жорстких стандартів "Базель III"). Дотепер кризові і посткризові проблеми господарюючих суб'єктів у всіх секторах економіки – ринки, що закрились, та дефіцит якісних активів. Усталені методики визначення вартості активів і платоспроможності контрагентів у кризових умовах виявились недійсними, складні структуровані фінансові інструменти провокаційними, а рейтинги та індекси – нерелевантними.

Спроби впровадження антикризових заходів свідчать, що регулятивний ресурс держави та центробанків був і залишається визначальним фактором стабілізації фінансових систем. Допоки влада не вирі-

шувала проблеми ліквідності банківського сектору і належного фінансування реального сектору, відновлення не наставало. Держава фактично "компенсує провали ринку" [2, с. 16; 3, с. 73–75], коли реалізація концепції "саморегулювання" виявилась обмеженою, а класична теза про невидиму руку ринку трансформувалась у більш дієву тезу про рятівну руку держави.

Узагальнення регуляторної практики державних органів у різних країнах щодо посткризового відновлення дозволяє акцентувати увагу на певних моментах. Відповідні дії монетарної та виконавчої влади зводились до підтримки ліквідності фінансових установ, які проявились через реалізацію таких регулятивних і фінансових інструментів:

- рефінансування центробанками банків другого рівня у межах наявних резервів;
- зміни в дисконтній політиці при зменшенні облікових ставок;
- використання ресурсів міжнародних фінансових організацій (МВФ, групи Світового та інших банків);
- інші заходи (інструменти страхування та гарантування).

У всіх країнах розроблялись антикризові програми і пакети (різного змістовного наповнення). Центробанки розвинених країн під час кризи вдавались до політики монетарного стимулювання національних економік і дотримання стратегії "кількісного пом'якшення". "Центральні банки відповіли на кризу, забезпечуючи фінансування в іноземній та внутрішній валютах. Стратегічні показники... були знижені контрциклічно" [4]. Наявними операційними інструментами такої політики були: зменшення і підтримка на низькому рівні базових процентних ставок; викуп на відкритих ринках державних та інших боргових зобов'язань. Як інструмент міждержавної та корпоративної конкуренції все частіше використовується політика протекціонізму.

Програми викупу центробанками боргових цінних паперів мали інтервальний і поновлюваний характер, зокрема у США. Наприкінці 2010 р. ефективність продовження програми придбання центробанками нових активів стала більш сумнівною, оскільки процентні ставки у провідних країнах тривалий час знаходяться на низькому рівні, а питання відновлення циркуляції кредиту залишається все ще відкритим. Доступність грошей та їх наявність не є гарантією "запуску" ділової активності. Тому м'яка стимулююча монетарна політика повинна балансуватися жорсткою бюджетною політикою. Збільшення пропозиції грошей через процентний і кредитний канали трансмісійного механізму монетарної політики потребує врівноваження обсягу грошей у частині обмеження доступності фінансування через видатки бюджету.

Спостерігаються спільні та відмінні риси проведення грошово-кредитної політики в усіх розвинених країнах, зокрема це відображається у реалізації стратегії кількісного пом'якшення.

Грошово-кредитна політика у 2011 р. залишається м'якою практично повсюдно, але в країнах Єврозони стає все більш жорсткою в рамках бюджетних обмежень, а у США продовжується монетарне стимулювання розширення ліквідності. Особлива кількісна "щільність" процентної політики (наближується до нульової позначки) має місце в діяльності Федеральної резервної системи (ФРС) США, банків Англії та Японії. На противагу їм Європейський центральний банк (ЄЦБ) надає перевагу інструментам підтримки ліквідності банків і утримується від явного кількісного стимулювання. Пріоритетним для ЄЦБ є контроль над інфляцією (для ФРС США – регуляторна дуальність у частині монетарної підтримки економічного зростання з одночасним контролем над інфляцією). Цільовий рівень інфляції в Англії та країнах ЄС визначається на рівні 2 %. Процентна ставка ЄЦБ, хоча і перевищує аналогічні ставки країн англо-американської моделі, характеризується як низька. В Єврозоні більш чітко, на відміну від США, простежується комбінація стимулюючої монетарної та фіскальної політики. ЄЦБ обережний щодо подальших емісійних послаблень і нарощування обсягів суверенних боргів, відзначаючи ризики затягування згорання програм стимулювання. Водночас актуалізовані нові аспекти регуляторних змін – у перспективі європейські банки не повинні постійно розраховувати на ЄЦБ у питаннях підтримки ліквідності, відповідальність за прийняття рішень покладається на банки, уряди і регуляторів.

Очевидно, що англо-американська і євроконтинентальна фінансові моделі підтверджують збереження своїх індивідуальних особливостей, і питання конвергенції цих моделей не може бути всеохоплюючим попри все більш поширену універсалізацію регуляторної та бізнес-діяльності. Незважаючи на посилення взаємозв'язків в умовах глобалізації та підвищення інституційної ролі міжнародних самітів у форматі G-20, стає зрозумілим, що кожній країні необхідно самостійно переборювати наслідки кризи і стимулювати свою економіку відповідно до реальних можливостей.

Темпи відновлення економіки більш явні у країнах, що розвиваються, і помірні в групі розвинених країн. США утримують низький курс долара як засіб подолання наслідків кризи, обмеження притоку спекулятивного капіталу та підтримки експорту, Японія також прагне знизити курс ієни. Китай зменшує обсяги придбання казначейських зобов'язань США і протидіє зміцненню юаня. Однак маніпуляції на валютних ринках не сприяють посткризовій стабілізації економіки ні у світовому, ні в регіональному масштабі (щодо країн, в яких курсова політика постійно переглядається). Потрібна координація економічної, зокрема валютної політики найбільших країн.

В Україні стабілізація фінансово-кредитної сфери, і в першу чергу – банківського сектору забезпечувалась в рамках індикації перманентних змін грошово-кредитної і валютно-курсової політики, які, у

свою чергу, обумовлювалися процесами розвитку як зовнішніх, так і внутрішніх фінансових ринків. Діяльність НБУ у 2008–2010 рр. при виконанні основної функції – забезпечення стабільності національної грошової одиниці – орієнтувалась і на стримування інфляції. Офіційно індекс інфляції у 2010 р. знизився до 9.1 % (2008 р. – 22 %, 2009 р. – 12.3 %).

У рамках стабілізації вітчизняної фінансової системи регулятивний вектор дій НБУ спрямовувався саме на забезпечення ліквідності банківської системи України. Основні аспекти дій НБУ – антикризова переорієнтація грошово-кредитної та валютно-курсової політики через активізацію механізмів рефінансування, зміни у політиці резервування, стримування відтоку коштів за межі банківської системи з варіативним використанням інтервенційних інструментів. Важливість використання інструментів рефінансування для забезпечення стабільності банківської системи, сприяння відновленню кредитування економіки та керованості обмінним курсом зумовлена тим, що "головним каналом грошової пропозиції потрібно зробити рефінансування комерційних банків, а основним регулятором – ставку процента" [5, с. 44].

Однак гарантії центробанків як інструмент безпеки та підтримки ліквідності не можуть бути всеохоплюючими, оскільки "фінансова організація, яка не здатна продемонструвати мінімальну рентабельність з урахуванням ризику, не повинна захищатись державою" [6, с. 776].

Облікова ставка НБУ як орієнтир ціни на гроші в Україні і як найменша ставка рефінансування з 10 серпня 2010 р. і до квітня 2011 р. фіксувалася на рівні 7.75 %. Такий рівень облікової ставки НБУ є значно вищим порівняно зі ставками центробанків розвинених країн. Однак в умовах все ще значної інфляції "наздоганяти" розвинені країни в цьому питанні передчасно: різке зменшення облікової ставки може збільшити відсоткові ризики для банківської системи. Небезпечне протиріччя між дорогими зобов'язаннями і низькододатковими активами проявляється у тому, що при наявних високовартісних депозитах банки не зацікавлені у кредитуванні за низькими ставками. Політика порівняно "дорогих грошей" є антиінфляційною, але, з іншого боку, стримує ділову активність і попит на гроші. Гроші для багатьох позичальників залишаються дефіцитом внаслідок їх дорожнечі, а підприємства і домогосподарства потерпають від браку обігових коштів.

В Україні необхідно поступово підвищувати роль облікової ставки як інструменту грошово-кредитної політики. Облікова ставка не повинна сприйматись як демонстративний індикатор. Потрібні дієві заходи щодо підвищення ефективності функціонування фінансових ринків, і зокрема ринку фондового. Належний розвиток фондового ринку потрібний як для "зв'язування" надлишкової ліквідності, так і для розширення інструментарію управління ризиками та більш мобільного оперування потоками капіталу.

Тому в сучасних умовах зниження ставки можливе тільки поступово в інерційній динаміці – з урахуванням інфляції та оцінки зміни

відсоткових ризиків банків. Облікова ставка повинна забезпечити банкам мінімальну прибутковість (хоча це не є завданням НБУ) без різких коливань вартості ресурсів (оскільки банки не повинні мати від'ємний нетто-результат процентних доходів).

Щодо підтримки ліквідності банківської системи України за рахунок зовнішніх джерел у 2008–2010 рр., слід відзначити отримання стабілізаційних кредитів МВФ. Очікуване при цьому посилення жорсткості монетарної політики у перспективі орієнтоване на поступовий перехід від таргетування валютного курсу до таргетування інфляції. Однак спроби стримування інфляції тільки монетарними засобами, як свідчить економічна історія, рідко виправдовуються.

При непривабливості інвестиційних активів гривня або переміщується на валютний ринок з купівлею іноземної валюти як своєрідною інвестицією, або ж підтримує зарубіжну економіку через придбання споживчих імпортованих товарів. Тому при значних обсягах грошової маси поза межами банківської системи (агрегат М0 завжди був значним) емісія нових грошей НБУ містить загрозу інфляції, оскільки сукупна готівка (тезаврована населенням і нова надрукована) може "накрити" слабкий товарний ринок.

Девальвація, як відомо, є окремим засобом стимулювання експорту. Для вітчизняних підприємств першочерговим завданням на сьогодні є не стільки розширення експорту, скільки відновлення основного капіталу і переоснащення виробництва. Для цього потрібні інвестиції та кредити, які будуть надходити тільки за умови сильної національної валюти. У посткризовий період питання недостачі й дорожнечі ресурсів вже не такі гострі (ліквідність банків вже надлишкова), як питання відсутності замовлень. Тому спеціальна державна підтримка внутрішніх ринків збуту, зокрема через поширення державних замовлень, повинна стати наріжним каменем підтримки вітчизняних підприємств та реального сектору в цілому.

Організаційно процес оздоровлення банківської системи України відбувався через введення тимчасових адміністраторів і кураторів у окремі банки та їх вибіркочну націоналізацію, що визначало додаткові особливості антикризового банківського менеджменту. Найбільш складне завдання при реструктуризації та націоналізації банків, як і будь-яких інших установ, визначити справедливую ціну на активи, яка могла б задовольнити причетні сторони.

Зрозуміло, що у процесі націоналізації банків зріс обсяг корпоративних прав держави. У цій частині актуалізується питання якості корпоративного управління за переважної участі держави. Для вітчизняної фінансової системи проблемою є постійно недостатній фрі-флоут (від англ. *free float* – вільний обіг акцій). Ринок акцій фактично завжди формувався як ринок корпоративного контролю, а не як ринок інвестицій, – а нині і поготів. Збільшення частки держави у структурі

капіталу банків одночасно означає високу ймовірність знерухомилення вторинного ринку акцій, і без того з різних причин малоактивного.

Варіативність акцентів монетарної політики НБУ залежить від кон'юнктури міжнародних ринків, результатів зовнішньоекономічної діяльності резидентів, а також визначається структурними змінами і темпами відновлення вітчизняної економіки. Відновлений експорт та простимульований внутрішній попит стануть ключовими факторами стабілізації гривні, що призведе до зменшення дефіциту поточного рахунку платіжного балансу та забезпечить у перспективі його позитивне сальдо.

У нестабільні періоди завжди актуалізується аналіз динаміки конкретних акцій, а не комбінованих портфельів. Тому слід очікувати саме "точкових", а не портфельних інвестицій. Наприклад, зацікавленість у придбанні знецінених активів західних компаній проявляють арабські інвестори. У Китаї розгортає діяльність державна інвестиційна компанія, основним завданням якої є придбання зарубіжних активів.

Слід очікувати активізації угод злиття і поглинання компаній (M&A) як посткризової реакції на необхідність переділу і реструктуризації корпоративної власності та бізнесу. Реструктуризація бізнесу шляхом злиття і поглинання може суттєво змінити фінансовий і економічний "ландшафт" світу та окремих країн. Мають підстави очікування консолідації різних фінансових сегментів на основі як універсалізації, так і спеціалізації діяльності фінансових установ. У частині ризик-менеджменту постало питання про доцільність часткового відновлення дії окремих статей скасованого Закону Гласса-Стігалла щодо розмежування кредитних та інвестиційних операцій банків.

Основу посткризового відновлення фінансової системи України має складати група відповідних "стимуляторів", переважно державних, а саме:

- регулювання ліквідності банківської, а через неї всієї фінансової системи (використання кредитних ресурсів МВФ та інших організацій, низки монетарних інструментів НБУ в частині девізної та дисконтної політик);
- ініціювання Урядом спеціальних угод з підприємствами ключових галузей економіки України щодо особливих режимів їх функціонування у кризових умовах;
- націоналізація потенційних банкрутів через придбання державою акцій нових випусків таких претендентів (обов'язково потрібно встигнути до офіційного оголошення неплатоспроможності, оскільки акції не можна випускати при наявності збитків);
- підтримка внутрішнього попиту шляхом стимулювання, насамперед у сфері виробництва (наприклад, через адресні держзамовлення для вітчизняних підприємств).

Таким чином, можна зробити висновки, що фінансові системи постійно потребують антикризового моніторингу – як превентивного, так і під час кризи; зростання ж ринків (у т.ч. на кредитній основі) повинні підтримуватись і балансуватись реальними заощадженнями, а не спекулятивним зростанням вартості активів.

В Україні необхідно не фрагментарно, а системно реформувати фінансовий сектор у цілому – як банківської системи, так і небанківських установ і суб'єктів інфраструктури. За умов обмеження фінансування із зовнішніх джерел (однак не тільки при цьому), основну увагу слід приділити розвитку внутрішнього ринку довгострокових фінансових та інших ресурсів, зокрема ринку цінних паперів. Діяльність інституційних інвесторів повинна вийти за рамки посередницької і набути інвестиційно-каталізуючих ознак. Це необхідно для нормалізації кредитно-інвестиційного циклу й забезпечення фінансової системи від зовнішніх загроз дестабілізації.

Нааявні засоби забезпечення від ризиків і вимоги до розкриття інформації під час кризи виявились обмеженими та неефективними. Необхідний узгоджений режим наднаціонального регулювання та координації фінансових ринків. Для цього слід модифікувати систему міжнародного права, забезпечити як належне розкриття інформації щодо операцій на глобальних ринках, так і інтеграцію міжнародної фінансової статистики (на сьогодні розрізненої). Стандарти достатності банківського капіталу повинні бути доповнені новими угодами, які б перекривали ризики не тільки банківської, а й усієї фінансової системи.

Найвагомішим засобом утримання стабільності є збереження довіри вкладників (для банківської системи) та інвесторів (для фондового ринку). Керована поведінка масових учасників фінансових ринків є основою стабілізації останніх. Однак монетарні інструменти нівелювання наслідків кризи є недостатніми, отже, повинні доповнюватись структурними зрушеннями в "реальній" економіці.

#### СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. *Финансовый кризис и провалы современной экономической науки* / Коландер Д. и др. // Вопросы экономики. — 2010. — № 6. — С. 10–25.
2. *Финансовая архитектура посткризисного мира: эффективность и/или справедливость?* / Ю. Данилов, В. Седнев, Е. Шипова // Вопросы экономики. — 2009. — № 11. — С. 14–23.
3. *Науменкова С.* Проблеми підтримки фінансового сектору в умовах кризи / С. Науменкова // Вісник НБУ. — 2009. — № 6. — С. 72–78.
4. *The global crisis and financial intermediation in emerging market economies.* BIS Papers No 5, December 2010. — Way of access : <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispp54.htm>.



5. Глазьев С. О практичности количественной теории денег, или Сколько стоит догматизм денежных властей / С. Глазьев // Вопросы экономики. — 2008. — № 7. — С. 31–45.
6. Синки Дж. Финансовый менеджмент в банке и индустрии финансовых услуг / Дж. Синки. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. — 1018 с.

*Стаття надійшла до редакції 20.04.2011.*

***Корнеев В. Регулирование кредитных рынков и перспективы стабилизации финансовой системы Украины.*** Рассмотрен вопрос обеспечения посткризисной стабилизации финансово-кредитной системы Украины, проанализирован инструментарий регулирования ликвидности банков и финансирование реального сектора как основы экономического восстановления. Обоснованы результирующие оценки и ожидания с акцентом на необходимости реализации первоочередных стабилизационных мер в Украине.

***Korneev V. Regulation of credit markets and prospects of stabilizing the financial system of Ukraine.*** The question of post crisis stabilization of financial and credit system of Ukraine is studied, the tools to control bank liquidity and financing the real sector as the basis for economic recovery are analyzed. The resulting evaluations and expectations with an emphasis on the need of immediate stabilization measures in Ukraine are proved.