Дослідження/

Олег Луняков
Кандидат економічних наук, доцент Севастопольського інституту банківської справи Української академії банківської справи Національного банку України

Ендогенна природа циклічності кредитного ринку

Досліджено внутрішні механізми та детермінанти кредитних циклів у національній економіці, що дає змогу акцентувати увагу наукового співтовариства на важливому питанні ефективного саморегулювання фінансових ринків (laissez faire). Оскільки фінансові ринки за своєю природою нестабільні, вони схильні до необмежених розширень і скорочень, а стан рівноваги для них, найімовірніше, є тимчасовим явищем. З метою підвищення фінансової стабільності та запобігання значних спадів в економіці Національному банку України запропоновано деякі регуляторні заходи.

Світова фінансово-економічна криза 2008–2009 рр. свідчить про те, що стабільність розвитку національної економіки дедалі більше залежить від кон'юнктури світових фінансових ринків. Очевидно, що фінансові ринки вже давно не лише обслуговують економіку, нині вони стали альтернативними щодо реального виробництва джерелами створення нової вартості (added value). На думку О.Дзюблюка, така трансформація (деформація) світового фінансового простору задає нові, по суті, часові параметри і якісні характеристики економічних циклів [1, с. 76]. За цих умов перед Національним банком України стоїть непросте завдання: розроблення адекватної фазам економічного циклу грошово-кредитної політики, спрямованої на досягнення рівноваги на грошовому ринку [2, с. 43]. Вирішення цього питання ускладнюється тим, що самі фінансові ринки, їх сегменти (наприклад, кредитний ринок), як передбачається, мають внутрішньо властиву для них циклічність свого розвитку, природа та механізми якої потребують проведення окремих наукових досліджень. У сучасних умовах актуальним стає розкриття внутрішніх механізмів кредитних циклів національної економіки, що, можливо, надалі дасть змогу оптимізувати грошово-кредитну політику шляхом згладжування економічних циклів в економіці й запобігання різким її спадам.

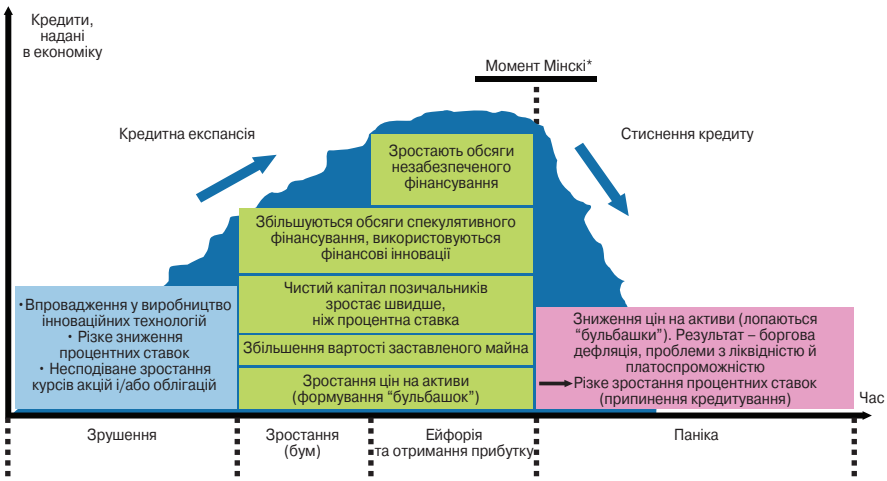
У вітчизняній фаховій літературі проблеми ефективності функціонування та грошово-кредитного регулювання окремих сегментів фінансового ринку в умовах циклічності економіки розглядаються зокрема у працях О.Барановського, В.Гейця, О.Дзюблюка, І.Лютого, В.Рисіна, Т.Савченка та інших. Питання взаємодії фінансового та реального секторів економіки через механізм монетарної трансмісії розглянуто в працях В.Міщенка, С.Ніколайчука, О.Петрика, А.Сомик, Р.Лисенка та інших. Комплексне дослідження сучасного стану з розробкою моделей і стратегій розвитку фінансового ринку провела у своєму дисертаційному дослідженні І.Школьник [3].

У цілому вітчизняні вчені зробили вагомий внесок у розкриття особливостей функціонування фінансового ринку та інструментів його регулювання. Водночас у науковому співтоваристві немає єдиної думки щодо того, наскільки можливе саморегулювання фінансових ринків і якою має бути роль центральних банків у процесі корекції з метою запобігання значним спадам в економіці.

Оригінальні дослідження цих проблем провів американський економіст Х.Мінскі. У своїй теорії фінансової нестабільності вчений розкрив процеси, які зумовлюють іманентну властивість фінансової системи періодично (циклічно) зазнавати нестабільності, коли фінансові ринки можуть створювати власні рушійні сили, що породжують кредитну експансію й стрімке зростання цін активів, після чого відбувається кредитне стиснення і знецінення активів [4, 5]. Подальші дослідження, проведені іншими вченими, були спрямовані на апробацію цієї теорії [6–8]. Обмеженням теорії Х.Мінскі та проведених досліджень є вузькість розгляду фінансового ринку. У проведених дослідженнях переважно відбувалася апеляція до одного із сегментів фінансового ринку, до банківського сектору. Крім цього, національні економіки розглядалися ізольовано, без урахування кон'юнктури на світових фінансових ринках. Апробація теорії фінансової нестабільності для виявлення ендогенної природи циклічності вітчизняного кредитного ринку, на нашу думку, є актуальною.

Невирішеною частиною основної проблеми є недостатній рівень комплексних досліджень, пов'язаних із виявленням внутрішніх процесів ци-

Схема. **Внутрішні процеси розширення та стиснення кредиту**



Джерело: власна розробка.

*Момент Мінскі – суттєве падіння ринку або криза після тривалого періоду спекуляцій чи нестійкого зростання.

клічності розвитку вітчизняного кредитного ринку в контексті теорії фінансової нестабільності.

Мета статті полягає в дослідженні внутрішніх (ендогенних) процесів, які зумовлюють циклічність розвитку кредитного ринку України.

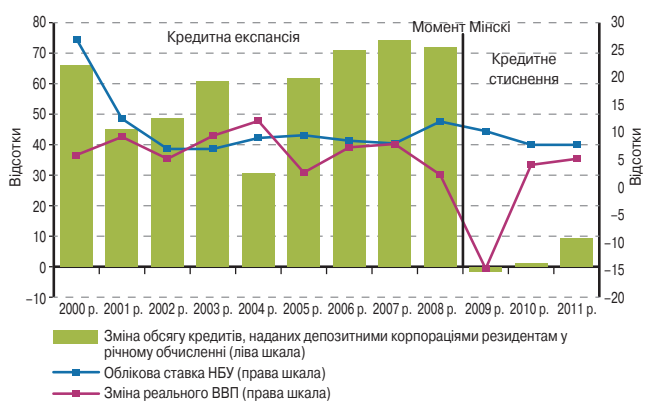
КРЕДИТНИЙ ЦИКЛ

Теорія фінансової нестабільності Х.Мінскі ґрунтується на ранніх класичних ідеях А.Сміта, Дж. Мілля, І.Фішера про "надмірну торгівлю", за якою настає "раптова зміна" і "недовіра" [9]. Х.Мінскі вважав, що економічні цикли пов'язані із проциклічними змінами в пропозиції кредиту. На схемі представлено основні фази циклу на кредитному ринку: зрушення, зростання (бум), ейфорія, одержання прибутку та паніка.

Поштовхом для початку нового кредитного циклу (розширення пропозиції кредиту) може бути впровадження у виробництво інноваційних технологій або/і монетарні зміни, пов'язані з істотним зниженням процентних ставок, або несподіване зростання курсів акцій чи облігацій компаній певного сектору економіки. Зокрема, імпульсом для останнього кредитного циклу було зниження процентної ставки в США за залученими федеральними фондами короткотерміновими кредитами овернайт у діапазоні з 6.5% у травні 2000 р. до 1% у червні 2003 р., що викликало формування "бульбашки" на ринку нерухомості [10].

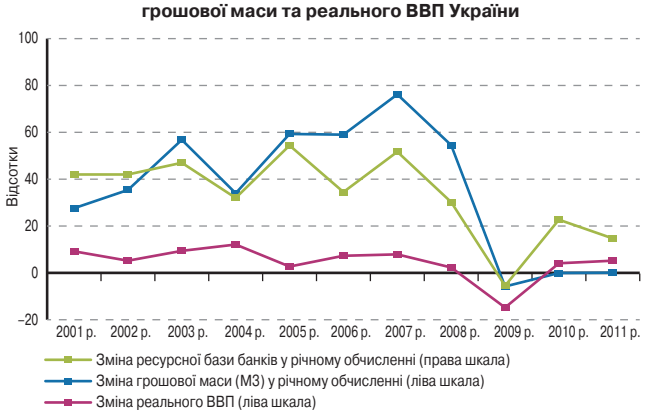
У період економічного зростання відбувається кредитний "бум": інвестори та домогосподарства прагнуть у короткостроковому періоді одержати швидкий прибуток, придбавши спекулятивні активи (акції) і нерухомість та перепродавши їх дорожче. За цих умов звужуються інвестиції в реальний сектор і розширюються непродуктивні інвестиції. Підставою для проведення подальшої кредитної експансії з боку банківського сектору є постійне зростання вартості заставленого майна. Нефінансові корпорації й домогосподарства матимуть більший приріст дохідності від своїх вкладень порівняно з динамікою ставки банківського відсотка, і впродовж певного часу, доки роздуваються цінові "бульбашки" на акції або/і нерухомість, економіка функціонує в умовах забезпеченого фінансування (hedge financing). Водночас збільшується кількість економічних агентів, у яких уже не вистачає приросту операційного доходу (нефінансові корпорації) або доходу, який залишається в розпорядженні (домогосподарства), для обслуговування своєї заборгованості, що змушує їх шукати та використовувати нові джерела фінансування (зокрема фінансові інновації: операції РЕПО, сек'юритизацію кредитної заборгованості). При цьому кількість деривативів на фінансовому ринку збільшується в геометричній прогресії, що знижує регуляторні можливості центрального банку щодо контролю ендогенної емісії цих "сурогатів" [11]. На тлі загальної "ейфорії" перехід економіки на спекулятивне та незабезпечене фінансування (ponzi-financing) підвищує її вразливість до можливих фінансових криз, тобто в економіці зростає "фінансова крихкість". У певний момент ціни на активи, сягнувши найвищого рівня, стабілізуються. Економічні агенти починають активніше реалізовувати активи, одержуючи впродовж певного часу прибуток. Як наслідок ціни на активи починають знижуватися, цінові "бульбашки" лопаються. Ейфо-

Графік 1. **Динаміка кредитів, наданих депозитними корпораціями резидентам, зміна облікової ставки НБУ та реального ВВП України**



Джерело: [15].

Графік 2. **Динаміка ресурсної бази банків України, грошової маси та реального ВВП України**



Джерело: [15].

Графік 3. **Динаміка кредитів, наданих нефінансовим корпораціям у 2006–2011 роках (за цільовим призначенням)**

Джерело: [15].

Графік 4. **Динаміка кредитів, наданих домогосподарствам у 2006–2011 роках (за цільовим призначенням)**

Джерело: [15].

рія змінюється панікою з наступною дефляцією боргу, знеціненням заставного майна й зростанням процентних ставок за кредитами – кредитна пропозиція різко зменшується (момент Мінскі), спричиняючи негативний вплив на рівень національного доходу. Таким чином черговий кредитний цикл завершується.

Розглянемо особливості формування кредитного циклу та основних його фаз в Україні. На графіку 1 наведено динаміку облікової ставки НБУ, кредитної заборгованості та реального ВВП за період з 2000 до 2011 року.

На тлі зростання реального ВВП зниження облікової ставки НБУ майже в чотири рази (із 27% в 2000 році до 7% в 2002 році) стало потужним монетарним імпульсом для формування кредитної "бульбашки" в Україні. У наступні роки відбулися незначні коливання облікової ставки. Це свідчить про те, що грошово-кредитна політика НБУ була вельми м'якою, що, в свою чергу, стимулювало подальше розширення кредитної експансії в національній економіці. Як наголошують банківські спеціалісти, в 2001–2005 роках вирішальну роль у формуванні вітчизняними банками ресурсів для кредитування економіки були доходи реального сектору.

Перехід у фазу кредитного буму та ейфорії був викликаний впливом ряду чинників. Як зазначає О.Шулевська, у 2006 році в Україні почали виявлятися суттєві диспропорції між темпом зростання реального ВВП і грошовою масою з одного боку та обсягами банківських ресурсів – з другого [12, с. 18]. На графіку 2 наведено динаміку цих макроагрегатів.

Спред між зазначеними вище макроагрегатами впродовж 2006–2008 років зміцнився, що вплинуло на збільшення ризиків системної ліквідності. Загалом банківські ресурси в цей період часу зростали переважно за рахунок припливу короткострокового спекулятивного капіталу з міжнародних ринків, що відповідає теорії Х.Мінскі в частині збільшення в економіці частки незабезпеченого фінансування. За період кредитного буму обсяги кредитів, наданих депозитними корпораціями в економіку України, у річному обчисленні зросли з 30.3% у першому кварталі 2005 року до 77.3% у першому кварталі 2008 року. Водночас протягом цього періоду уповільнилися темпи зростання реального ВВП і вже в четвертому кварталі 2007 року відбулося його зменшення на 7.8%. При цьому обсяги грошей інших банків у структурі зобов'язань вітчизняних банків зросли в 2006 році в 2.2 раза (з 76.7 млрд. грн. до 168.6 млрд. грн.). Враховуючи той факт, що вітчизняна банківська система не змогла розмістити в реальному секторі в повному обсязі отримані додаткові ресурси, ці ресурси були спрямовані на кредитування домогосподарств із одночасним перекладанням на них ризиків (у тому числі валютних). Причому, незважаючи на уповільнення зростання реального ВВП у 2007 році, банківська система розширювала короткострокове кредитування в I кварталі 2008 року, що свідчить про "перекредитування" економіки.

На графіках 3 і 4 відображено структуру наданих кредитів за цільовим призначенням.

За 2006–2007 роки нефінансові корпорації мали суттєве збільшення іпотечних кредитів (в 3.6 раза в 2007 р.) за незначного фінансування розширення обсягу основного капіталу. Переважно нефінансовий сектор брав кредити на поточні потреби. Їх частка впродовж усього досліджуваного періоду становила не менше 80%.

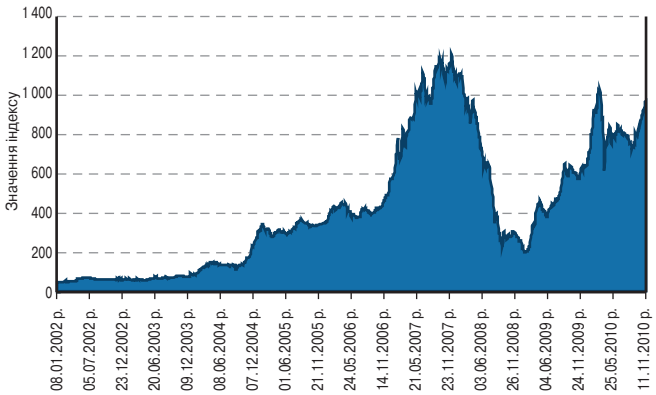
Динаміка наданих домогосподарствам кредитів у 2005–2006 роках, як і у випадку з нефінансовими корпораціями, свідчить про істотне зростання іпотечного кредитування (в 2.7 раза в 2007 р.).

Відповідно до теорії Х.Мінскі ще одним чинником ***розширення та стиснення кредитної пропозиції можуть бути піднесення цін на базові та фінансові активи***. Справа в тому, що кредитний бум стимулює діяльність ринку цінних паперів: відбувається суттєве підвищення фондових індексів з подальшим можливим формуванням цінових "бульбашок" на активи. Причому це процес зі зворотним зв'язком: збільшення цін на базові та фінансові активи сигналізує про підвищення ринкової вартості заставного майна, під яке надаються нові кредити. Розглянемо динаміку курсу акцій на ринку цінних паперів України. На графіку 5 наведено динаміку фондового індексу ПФТС.

Нелінійний характер індексу ПФТС за період з 2004 до 2007 року свідчить про формування фінансової "бульбашки". У цей період часу вартість активів в економіці зростає швидкими темпами, що, у свою чергу, стимулює подальший кредитний бум. Із цього випливає, що ринок цінних паперів може бути внутрішньою силою, яка впливає на зміну кредитної пропозиції. У подальшому, з другої половини 2007 року до березеня 2008 року, індекс ПФТС стабілізується, тоді як пропозиція кредиту все ще розширюється (див. також графік 1).

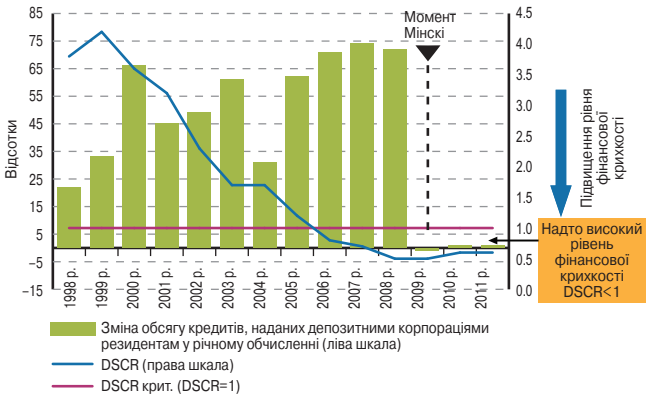
Проте у березні 2008 року, напере-

Графік 5. **Динаміка індексу ПФТС**



Джерело: [16].

Графік 6. **Динаміка кредитів, наданих в економіку, та зміна коефіцієнта покриття кредитної заборгованості (DSCR)**



Джерело: [15], власна розробка.

додні світової фінансово-економічної кризи, відбулося падіння індексу ПФТС. В умовах відпливу з України капіталу, зменшення обсягів експортно-імпортних операцій, девальвації національної валюти та зниження ринкової вартості заставного майна під час кризи (дефляція боргу) кредитне розширення швидко змінюється кредитним стисненням – кредитний цикл в Україні завершується (момент Мінскі).

КРЕДИТНИЙ ЦИКЛ ТА ФІНАНСОВА КРИХКІСТЬ

В умовах ендогенної природи розширення і стиснення кредиту важливим завданням для центрального банку стає згладжування значних циклічних коливань на кредитному ринку. Очевидно, що дисбаланси на кредитному ринку, збільшення частки спекулятивного фінансування, де кредитним забезпеченням фактично є зростання цін на активи, супроводжуватимуться зростанням фінансової крихкості[1] економіки, підвищенням її вразливості до зовнішніх шоків і дедалі більше наближатиме кредитний ринок до періоду стиснення (моменту Мінскі). ***Своєчасна ідентифікація фази скорочення кредиту і здійснення необхідних корекцій, спрямованих на зниження цих дисбалансів, дасть змогу згладити коливання кредитного ринку та поліпшити загальну макроекономічну кон'юнктуру національної економіки***.

Для здійснення на макрорівні моніторингу за процесом формування заборгованостей в економіці ми пропонуємо регулюючим органам акцентувати увагу на коефіцієнті покриття кредитної заборгованості (Debt Service Cover Ratio, DSCR):

$$DSCR = \frac{OS}{L},$$

де $DSCR$ – коефіцієнт покриття кредитної заборгованості (надалі – коефіцієнт);

OS – операційний прибуток (валовий прибуток, змішаний дохід)[2];

L – кредити, надані депозитними корпораціями в економіку.

На графіку 6 зображено динаміку пропозиції кредиту і зміни коефіцієнта покриття кредитної заборгованості (DSCR). Аналіз неведеного графічного матеріалу дає змогу зробити висновок про поступове зниження потенціалу національної економіки для покриття накопиченої кредитної заборгованості, що, в свою чергу, підтверджує тезу Х.Мінскі про те, що в умовах зростання економіки зростає схильність фінансової системи до нестабільності.

На графіку червоною лінією умовно показано критичний рівень коефіцієнта покриття кредитної заборгованості (DSCR крит. = 1). Уже в 2006 році величина DSCR була менше одиниці, тобто операційний прибуток нефінансових корпорацій і домогосподарств у зазначеному році був нижчий від накопиченої сукупної заборгованості за кредитами, в економіці збільшувався рівень незабезпеченого фінансування. У наступні роки цей розрив також зростав, і в 2008 році значення коефіцієнта становило 0.5, надалі відбулося різке кредитне стиснення. Слід звернути увагу, що грошово-кредитна політика Національного банку в цей період (2005–2008 роки) була вельми нейтральною щодо параметрів економічного циклу [2, с. 43].

Подальші дослідження в цьому напрямі можуть бути пов'язані з виявленням загальних закономірностей (на рівні інших країн СНД і європейських країн) у взаємозв'язках між критичним значенням коефіцієнта покриття кредитної заборгованості та величиною й швидкістю зниження кредитної пропозиції.

ФІНАНСОВА КРИХКІСТЬ ТА РЕАЛЬНИЙ ВВП

На графіку 7 відображено динаміку реального ВВП та коефіцієнта покриття кредитної заборгованості за заданим його критичним значенням (DSCR крит.). За даними цього графіка бачимо, що при значенні коефіцієнта покриття кредитної заборгованості менше 1 волатильність реального ВВП зростає. У 2009 році реальний ВВП зменшився на рекордну величину (–14.8%). У 2010 році з поступальним зростанням коефіцієнта DSCR реальний ВВП також зростає.

Така динаміка свідчить про те, що ***критичне накопичення заборгованості в економіці, незабезпечене зростанням реального операційного прибутку нефінансових корпорацій та домогосподарств, підвищує ступінь вразливості економіки до криз***.

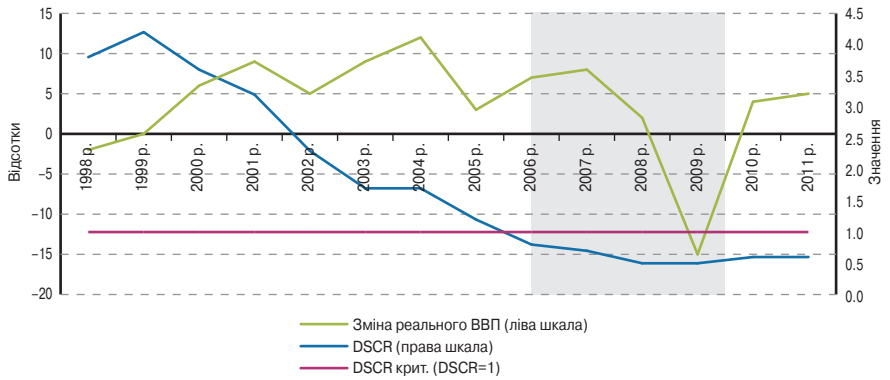
ВИСНОВКИ

Відповідно до концепції ефективних ринків фінансові ринки саморегулюються і лише зовнішній шок може тимчасово вивести їх зі стану рівноваги. При цьому заперечується сама ідея про надмірне кре-

[1] Фінансова крихкість (у термінології Х.Мінскі) – це іманентна властивість фінансової системи зазнавати нестабільності [13, 14].

[2] Операційний прибуток = валова додана вартість – оплата праці найманих працівників – чисті податки на виробництво та імпорт. За своїм економічним змістом цей коефіцієнт є близьким до показника доходу до сплати податків і платежів (Earnings Before Interest and Taxes, EBIT).

Графік 7. **Динаміка реального ВВП та коефіцієнта покриття кредитної заборгованості (DSCR)**



Джерело: [15, 17], власна розробка.

дитування економіки. Розширення кредиту сприймається як рух економіки до забезпечення стабільної рівноваги [5]. Згідно з цією концепцією завданням центрального банку має бути підтримка попиту в економіці.

Оригінальність проведеного нами дослідження дає змогу критично підійти до цих доктрин (laissez faire): ***очевидно, що фінансові ринки за своєю природою нестабільні, вони схильні до необмежених розширень і скорочень, а стан рівноваги для них, найімовірніше, є тимчасовим.***

Проведений аналіз внутрішніх процесів, що притаманні кредитному ринку, підтверджує висновки теорії фінансової нестабільності щодо циклічного розвитку кредитних ринків. У період зростання економіки можливий кредитний "бум" є неадекватним до зміни реального ВВП, він обслуговує придбання спекулятивних активів (акцій) і/або нерухомості нефінансовими корпораціями та домогосподарствами для їх перепродажу за вищою ціною, роздуваючи при цьому фінансові "бульбашки" і створюючи таким чином дисбаланси в розвитку фінансового та реального секторів економіки.

У цих умовах ***роль центрального банку є визначальною в підтримці фінансової стабільності.*** На основі проведеного дослідження ми пропонуємо розробляти грошово-кредитну політику Національного банку України, враховуючи припущення про те, що нестабільність є "вродженою" властивістю фінансового сектору. На думку автора, з метою підтримання фінансової стабільності національної економіки необхідно вдосконалити регуляторні заходи. ***Центральний банк має сфокусувати увагу не тільки на стимулюванні попиту (кредиту) для досягнення економічного зростання в економіці, а й разом із цим має здійснювати нагляд та вчасно регулювати дисбаланси, які періодично виникають у фінансовому секторі.***

Кредитні буми пов'язані з формуванням системних фінансових ризиків. Це визначає необхідність розробки дієвої методології щодо їх ідентифікації та адаптації монетарних інструментів до відповідних фаз кредитного циклу. ***Необхідно розуміти момент часу, коли потрібно експансіоністську грошово-кредитну політику заміняти на антициклічну.*** Для визначення цього моменту варто аналізувати та контролювати зміни у фінансовій крихкості економіки, інтерпретація якої наведена, зокрема, й у проведених автором дослідженнях. Таким чином, згладжування коливань кредитного ринку стане основою для згладжування економічних циклів і забезпечення сталого зростання національної економіки. ❑

Література

1. Дзюблюк О. Розвиток банківського сектору в умовах деформації світового фінансового простору // Вісник Національного банку України. – 2011. – № 10. – С. 76–83.

2. Савченко Т. Циклічність економічних процесів та вплив Національного банку України на фази економічних циклів // Вісник Національного банку України. – 2011. – № 6. – С. 38–44.

3. Школьник І.О. Стратегія розвитку фінансового ринку України: дис. доктора екон. наук: спец. 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит. – ДВНЗ "Українська академія банківської справи Національного банку України". – Суми, 2008. – 443 с.

4. Minsky H. The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and An Alternative to "Standard" Theory // Nebraska Journal of Economics and Business. – 1977. – Vol. 16. – № 1. – P. 5–16.

5. Купер Дж. Природа финансовых кризисов. Центральные банки, кредитные пузыри и заблуждения эффективного рынка. – СПб.: BestBusinessBooks, 2010. – 210 с.

6. Schroeder S. Defining and detecting financial fragility: New Zealand's experience // International Journal of Social Economics. – 2009. – Vol. 36. – № 3. – P. 287–307.

7. Pardo-Beltran, E. Minsky's Financial Fragility Applied to the Case of Colombia, 1970–2000. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http:// www.policyinnovations.org/ideas/policy_library/data/.../id=sa_File1/.

8. Blancas A. Financial Fragility Dynamics in Developing Countries, the Mexican Case. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.ecomod.org/files/papers/452.pdf.

9. Киндлбергер Ч., Алибер Р. Мировые финансовые кризисы. Мании, паники и крахи. – СПб.: Питер, 2010. – 540 с.

10. 5 Steps Of A Bubble. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.investopedia.com/articles/stocks/10/5-steps-of-a-bubble.asp.

11. Школьник І. Глобальні фінансові активи: структурні зміни // Вісник Національного банку України. – 2011. – № 7. – С. 3–6.

12. Шулевська О. Ресурсні аспекти банківської кризи 2008–2009 років в Україні // Вісник Національного банку України. – 2011. – № 2. – С. 16–19.

13. Луняков О.В. Теоретические аспекты финансовых понятий: "финансовая нестабильность" и "финансовая хрупкость" // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики: зб. наук. праць. – Харків: ХІБС УБС НБУ, 2011. – Вип. 1(10). – Ч. ІІ. – С. 272–277.

14. Луняков О.В. Финансовая хрупкость взаимоотношений предприятий и банков Украины // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: зб. наук. праць. – Суми: Державний вищий навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України". – 2011. – Вип. 31. – С. 189–195.

15. Офіційне Інтернет-представництво Національного банку України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.bank.gov.ua.

16. Офіційний сайт фондової біржі ПФТС – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.pfts.com.

17. Офіційний сайт Державної служби статистики України – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.ukrstat.gov.ua.