

# ДИНАМИЧЕСКИЕ ВЗАИМОСВЯЗИ ОСНОВНЫХ СЕГМЕНТОВ ФИНАНСОВОГО РЫНКА УКРАИНЫ

ЛУНЯКОВ О. В.

УДК 336.7

## Луняков О. В. Динамические взаимосвязи основных сегментов финансового рынка Украины

В статье выделены характерные особенности динамических взаимосвязей между кредитным рынком, рынком ценных бумаг и валютным рынком в условиях формирования финансового цикла в Украине. Показано, что тесные взаимосвязи между основными сегментами финансового рынка усиливаются на фазе расширения кредита и роста цен на активы. При этом на каждой фазе финансового цикла у финансовых посредников меняется восприятие риска, что в условиях всеобщей эйфории ведет к чрезмерному накоплению системных финансовых рисков.

**Ключевые слова:** финансовый рынок, цикличность, кредитный рынок, рынок ценных бумаг, валютный рынок, монетарная политика.

**Рис.:** 4. **Табл.:** 1. **Библ.:** 10.

**Луняков Олег Владимирович** – кандидат экономических наук, доцент, Севастопольский институт банковского дела Украинской академии банковского дела Национального банка Украины (ул. Парковая, 6, Севастополь, 99001, Украина)

**E-mail:** lunyakov@mail.ru

УДК 336.7

## Луняков О. В. Динамічні взаємозв'язки основних сегментів фінансового ринку України

У статті виокремлено характерні риси динамічних взаємозв'язків між кредитним ринком, ринком цінних паперів і валютним ринком в умовах формування фінансового циклу в Україні. Показано, що тісні взаємозв'язки між основними сегментами фінансового ринку зміцнюються на фазі розширення кредиту та зростання цін на активи. При цьому на кожній фазі фінансового циклу у фінансових посередників змінюється сприйняття ризику, що в умовах загальної ейфорії спричиняє надмірне нагромадження системних фінансових ризиків.

**Ключові слова:** фінансовий ринок, циклічність, кредитний ринок, ринок цінних паперів, валютний ринок, монетарна політика.

**Рис.:** 4. **Табл.:** 1. **Бібл.:** 10.

**Луняков Олег Володимирович** – кандидат економічних наук, доцент, Севастопольський інститут банківської справи Української академії банківської справи Національного банку України (вул. Паркова, 6, Севастополь, 99001, Україна)

**E-mail:** lunyakov@mail.ru

UDC 336.7

## Lunyakov O. V. Dynamic Interrelations Between the Key Financial Market Segments of Ukraine

The key characteristics of the dynamic relationship between the credit market, securities market and foreign exchange market in the emerging of financial cycle in Ukraine have outlined. It is shown that the strong interrelations between the concerned segments of the financial market there strengthen in the expansion phase of credit and boom on asset prices. At the same time the financial intermediaries change the perception of risk on every phase of the cycle, and in the general, euphoria leads to excessive accumulation of systemic financial risk.

**Key words:** financial market, cyclicity, enterprise, credit market, securities market, currency market, monetary policy.

**Pic.:** 4. **Tabl.:** 1. **Bibl.:** 10.

**Lunyakov Oleg V.** – Candidate of Sciences (Economics), Associate Professor, Sevastopol Institute of Banking of the Ukrainian Academy of Banking of National Bank of Ukraine (vul. Parkova, 6, Sevastopol, 99001, Ukraine)

**E-mail:** lunyakov@mail.ru

Актуальность исследования динамических взаимосвязей между основными сегментами финансового рынка (кредитным, рынком ценных бумаг, валютным рынком) обусловлена поиском более адекватной монетарной политики по отношению к основным фазам экономического и финансового циклов в современной экономике. В специализированной литературе все больше появляется научных работ, в которых исследуется финансовая природа экономических колебаний [1, 2]. Такое повышенное внимание к функционированию финансовых рынков обусловлено тем, что финансовые рынки в условиях устойчивого экономического роста периодически могут продуцировать шоки, связанные с формированием системных финансовых рисков. В странах, где накопленные финансовые дисбалансы (риски) являются высокими, финансовая система в условиях кризиса подвержена наибольшим потрясениям. При этом системные сбои в предоставлении финансовых услуг происходят через сокращение кредита (кредитного цикла), при котором убытки, понесенные банками и

другими кредиторами, приводят к уменьшению кредитования домашних хозяйств и фирм, что, в свою очередь, снижает общую экономическую активность [3].

Поэтому выявление основных закономерностей в развитии финансовых рынков и продуцировании ими коллективных шоков является приоритетным направлением экономических исследований.

Вопросы финансовой стабильности, финансовой природы экономических колебаний, роли финансового посредничества в обеспечении устойчивого экономического роста рассмотрены в работах отечественных ученых А. Гальчинского, В. Геца, Ж. Довгань, А. Барановского, (С. Лёвочкина, В. Опарина, В. Федосова), (О. Любич, В. Домрачева), И. Радионовой, И. Школьник. Среди зарубежных ученых можно выделить работы D. Gerdesmeier, E. Mendoza, M. Srobona. По данной проблематике заслуживают внимания исследования, проводимые Европейской банковской федерацией, Банком международных расчетов, Международным валютным фондом (МВФ), Европейским центральным банком.

В целом, указанные выше ученые внесли существенный вклад в теорию современных финансов. Из их работ следует, что равновесие на финансовых рынках не постоянно, финансовые рынки в условиях накопления избыточной ликвидности склонны к расширению высокорискованных финансовых операций, что определяет объективные условия для зарождения и материализации системных финансовых рынков. Поэтому современной задачей для центральных банков, на основе макропруденциального надзора, является своевременная реализация антициклической монетарной политики в моменты времени, когда недооцененные кредитные, валютные и рыночные риски могут перерасти в системные финансовые риски. В работах отмечается, что в случае запаздывания реакции со стороны центральных банков эффективность (действенность) монетарных инструментов снижается.

Цель исследования заключается в выделении особенностей динамических взаимосвязей в развитии сегментов финансового рынка, которые, как предполагается, на различных фазах финансового цикла могут усиливать/ослаблять финансовые дисбалансы.

В финансовой теории разработаны различные подходы к классификации финансовых рынков [4]. Для решения поставленной задачи исследования в качестве основных сегментов финансового рынка будем рассматривать кредитный рынок, рынок ценных бумаг и валютный рынок (рис. 1).



**Рис. 1. Структура финансового рынка по видам активов**  
Источник: [5].

Кредитный рынок позволяет перераспределять сформированные финансовые ресурсы непосредственно от кредиторов к заемщикам. Финансовым активом на этом рынке выступают денежные средства (кредитные ресурсы), которые предоставляются на условиях срочности, возвратности, платности и целевого использования. Рынок ценных бумаг представляет собой активную часть финансового рынка, на котором производится торговля ценными бумагами. На валютном рынке осуществляются операции по купле-продаже национальной и иностранной валюты [4, 5]. Выделение валютного, кредитного рынка и рынка ценных бумаг, по мнению В. М. Шелудько, обусловлено не только финансовыми активами, которые обращаются на этих сегментах, но и сформированной нормативно-правовой базой, определяющей специфику и регулирование каждого из этих рынков. Выбор вышеуказанной классификации финансового рынка обосновывается экономическим содержанием финансового цикла. По мнению С. Borio и М. Drehmann, финансовый цикл, по сравнению с экономическим циклом, не так хорошо исследован и представляет собой «последовательное быстрое расширение объемов кредитования и повышения цен на активы, часто сопровождающееся лучшими, с точки зрения

доступности (ценовой и неценовой), условий внешнего финансирования для предприятий, которое через определенное время сменяется сжатием кредитования и падением цен на активы с продуцированием финансовых стрессов для экономических агентов» [6, с. 5].

Кроме этого, рассмотренные выше сегменты финансового рынка напрямую связаны с возможным чрезмерным накоплением соответствующих рисков по финансовым инструментам: кредитного (заемщики не погасят свои долги), рыночного (снизится стоимость залогового обеспечения) и риска ликвидности (активы окажется нелегко продать или рефинансировать свои долги), которые в совокупности могут сгенерировать системные финансовые риски.

При этом следует отметить, что в научной литературе не всегда выделяется валютный рынок в отдельный сегмент. С позиции риска валютный риск связан с возможным изменением стоимости или величины будущих потоков денежных средств по финансовому инструменту вследствие изменения курсов иностранных валют. В соответствии с классификацией МСФО (IFRS) 7: «Финансовые инструменты: раскрытие информации», валютный риск относится к разновидности рыночного риска. В то же самое время высокая долларизация национальной экономики, ее чувствительность к колебаниям валютных курсов (валютные шоки) определяет необходимость выделения валютного рынка в отдельный сегмент финансового рынка. В научной литературе проводились различные исследования по оценке влияния финансовых рынков на устойчивость самого финансового рынка. В табл. 1 кратко приведены результаты по этому направлению.

В целом эти исследования были направлены на выделение финансовых агрегатов (индикаторов), на основании которых, с определенной степенью вероятности, можно говорить о будущих сокращениях на финансовом рынке. В качестве финансовых агрегатов, которые в наилучшей степени сигнализируют о повышении уязвимости финансового рынка к возможным сокращениям кредита и падению цен на активы (акции, объекты недвижимости и др.), предлагается использовать: кредитные разрывы (гэп), гэп по ценным бумагам. Величина гэпа представляет собой абсолютное отклонение фактического значения соответствующего параметра от его ожидаемой величины (долгосрочного тренда).

В странах с формирующимися рынками, детерминантом, усиливающим возможные сжатия на финансовых рынках, выступает колебание валютных курсов. По результатам исследований, ученые формулируют вывод о том, что наличие в экономике кредитной экспансии (четырёхпроцентный кредитный гэп) и сильных отклонений/разрывов цен по активам от их ожидаемых значений (60-процентный гэп) сильно повышает вероятность сокращений на финансовом рынке (сокращение кредита, падение цен активов) в предстоящие 3 года после выявления на нем дисбалансов [7 – 9]. Своевременное же выявление этих дисбалансов позволит, по мнению ученых, своевременно обнаруживать зарождение системных финансовых рисков и применять монетарные инструменты для их сдерживания и минимизации.

Результаты ряда исследований по оценке влияния факторов цикличности финансового рынка

Год проведения исследования, ученые	Основные факторы (индикаторы)		Превышение порогового значения, %	Прогноз дестабилизации	Качество прогноза <sup>(2)</sup> , %
2004 C. Borio, P. Lowe [7]	Отдельно взятый фактор	Кредитный гэп Гэп по ценам на базовые активы	4	В ближайшие 3 – 5 лет <sup>(1)</sup>	80 47 – 73
		Монетарный гэп Гэп по ВВП	60		
	Комбинация факторов <sup>2</sup>	Кредитный гэп Гэп по ценам на базовые активы	3	В ближайшие 1 – 3 года <sup>(1)</sup> В ближайшие 3 – 5 лет <sup>(1)</sup>	53 – 60 53 – 73
			2		
2010 D. Gerdesmeier, H. Reimers, B. Roffia [8]	Комбинация факторов <sup>2</sup>	Ежегодное приращение кредитной задолженности, изменения в номинальной долгосрочной ставке, доля инвестиций в ВВП, индексы цен на недвижимость, индексы цен на базовые активы	4 60	В ближайшие 8 кварталов <sup>(2)</sup> (Снижение средневзвешенной стоимости жилой и коммерческой недвижимости)	70
2011 M. Srobona et al. [9]	Комбинация факторов <sup>2</sup>	Кредитный гэп Гэп по ценам на базовые активы	5 15	В ближайшие 2 года <sup>(1)</sup>	Не указано (вероятность кризиса повышается на 20%)

<sup>1</sup> Качество прогноза – процент правильно обнаруженных дестабилизаций финансового рынка (банковских кризисов<sup>(1)</sup>, падение цен на активы<sup>(2)</sup>).

<sup>2</sup> Лучшая комбинация факторов в зависимости от качества прогноза.

С учетом результатов этих исследований рассмотрим, как изменялась степень взаимозависимости между основными сегментами финансового рынка Украины на всем интервале финансового цикла. В качестве исходных данных используем статистические данные с 2000 по 2011 гг. по динамике следующих показателей:

- ✦ для кредитного рынка: кредиты депозитных корпораций, предоставленных в экономику Украины (ежеквартальные изменения в процентном выражении) – *L-ratio*;
- ✦ для рынка ценных бумаг: фондовый индекс ПФТС (*Equity Price Index*) – *EPI*;
- ✦ для валютного рынка: реальный эффективный обменный курс (*Real Effective Exchange Rate*) – *REER*, курс национальной валюты по отношению к доллару США (*Exchange Rate*) – *ER*;
- ✦ устойчивое развитие экономики: реальный ВВП (*Real Gross Domestic Product*) – *RGDP*.

На рис. 2 и рис. 3 представлена динамика реального ВВП, величины кредитов в экономику Украины и индекс ПФТС.

Из рис. 2 следует, что экономический цикл, оцениваемый через приращение реального ВВП не совсем совпадает с финансовым циклом: с 2000 г. по 2004 г. включительно расширение финансового рынка синхронизировалось с устойчивым экономическим ростом, то есть увеличение кредитования было адекватным к изменению фундаментальных основ экономического развития. В этот период времени рост объемов банковских

ресурсов обеспечивался реальным приростом прибыли нефинансовых корпораций. При этом, сильной взаимосвязи между кредитным рынком и рынком ценных бумаг не наблюдается.

В последующий интервал времени, с 2005 г. и по завершение финансового цикла, по 2009 г., когда произошло сжатие кредита, приращение реального ВВП замедляется, снижается, а предложение кредита увеличивается.

Прирост банковских ресурсов на данном интервале времени осуществлялся не столько за счет средств нефинансовых корпораций, сколько за счет средств привлеченных отечественными банками с международных финансовых рынков. Объемы денег других банков в структуре обязательств отечественных банков возросли в 2006 г. в 2,2 раза (с 76.7 млрд грн до 168.6 млрд грн). Учитывая тот факт, что отечественная банковская система не смогла разместить в реальном секторе в полном объеме полученные дополнительные ресурсы, эти ресурсы были направлены на кредитование домохозяйств с перекладыванием на них, в том числе, валютных рисков. Таким образом, кредитная экспансия 2005 – 2009 годов происходила в условиях некоторой эйфории, т. е. на финансовом рынке сформировались сверхоптимистические ожидания относительно будущих прибылей, что привело к снижению кредитных требований для потенциальным заемщикам. На финансовом рынке в этот период изменилось восприятие рисков. Сформированные оптимистические ожидания, укрепление курса национальной валюты обеспечили приток иностранного

спекулятивного капитала, что отразилось положительно на росте фондовых индексов Украины. За период времени с 2005 по 2007 гг. включительно индекс ПФТС возрос более, чем в 3.5 раза.

Сопоставляя рис. 1 и 2, можно сделать вывод, что кредитная экспансия (в условиях отсутствия фундаментальных основ экономического роста) в 2005 – 2007 гг. осуществлялась в условиях прироста стоимости акти-

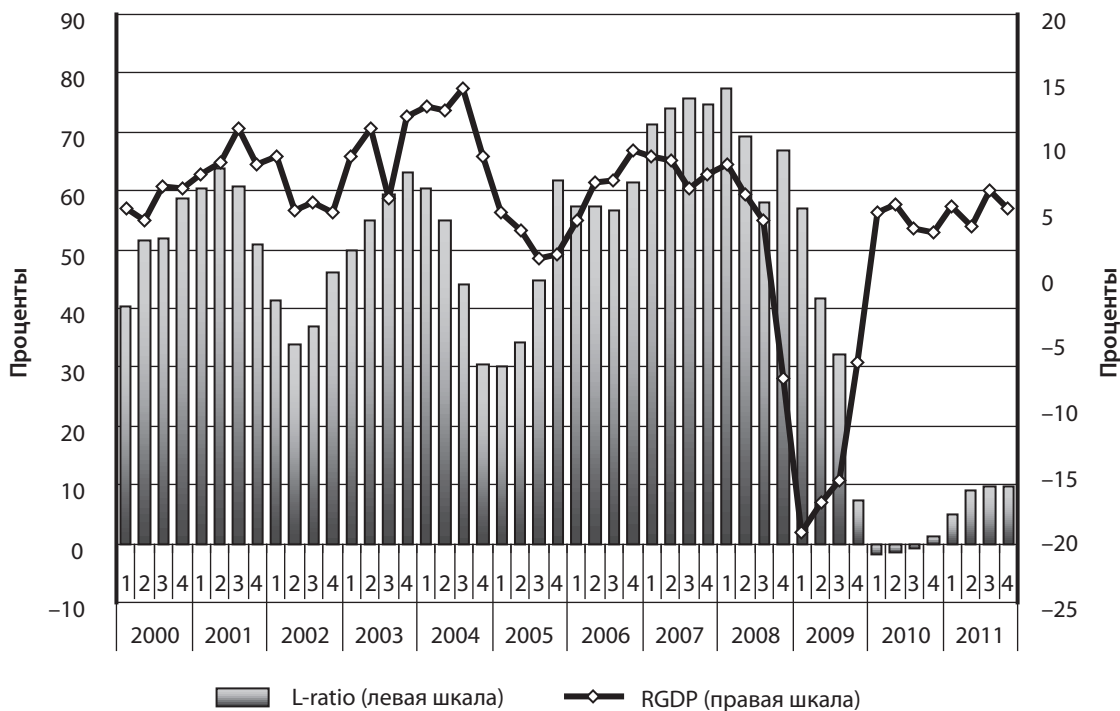


Рис. 2. Динамика кредитной задолженности и реального ВВП Украины

Источник: [10].

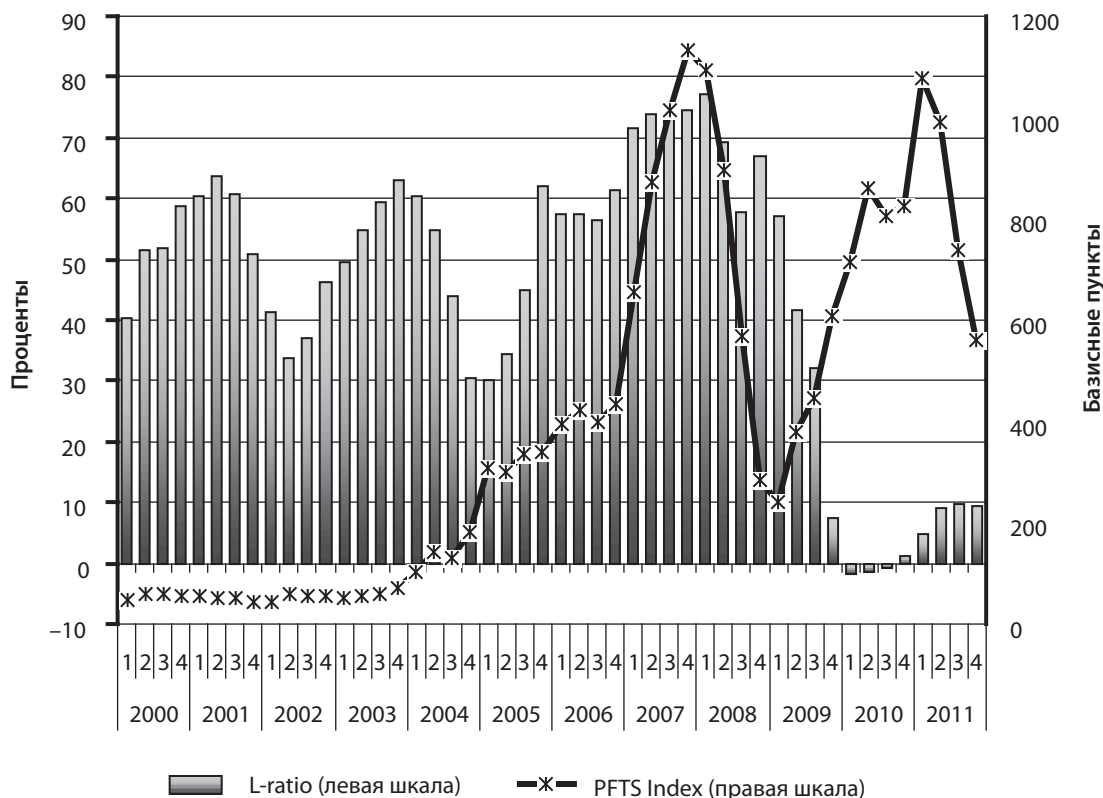


Рис. 3. Динамика кредитной задолженности и индекса ПФТС Украины

Источник: [10].

вов (залогового имущества). При этом чувствительность (волатильность) рынка ценных бумаг к конъюнктуре мировых финансовых рынков оказалась выше: падение цен на рынке ценных бумаг произошло быстрее кредитного сокращения. Эффект снижения цен на активы кредитный рынок ощутил через 3 квартала, к осени 2008 г. В последующем, начиная с 2009 г, рост цен на активы синхронизируется с восстановлением экономического роста в Украине. Связь с кредитным рынком слабая.

На рис. 4 показана взаимосвязь между реальным эффективным обменным курсом и валютным курсом (по отношению к доллару США).

вого цикла в Украине. Последовательное расширение кредитного предложения с 2000 г. по 2004 г. осуществлялось на основе фундаментальных условий экономического роста. В этот период времени на финансовом рынке сохраняется некоторая осторожность к восприятию рисков. Рынок ценных бумаг не отличается существенными колебаниями, а курс национальной валюты постепенно укрепляется. В дальнейшем, начиная с 2005 г., кредитная экспансия формируется в условиях отсутствия фундаментальных условий. Оптимистические ожидания на фоне укрепления национальной валюты стимулируют приток иностранного спекулятивного капитала,

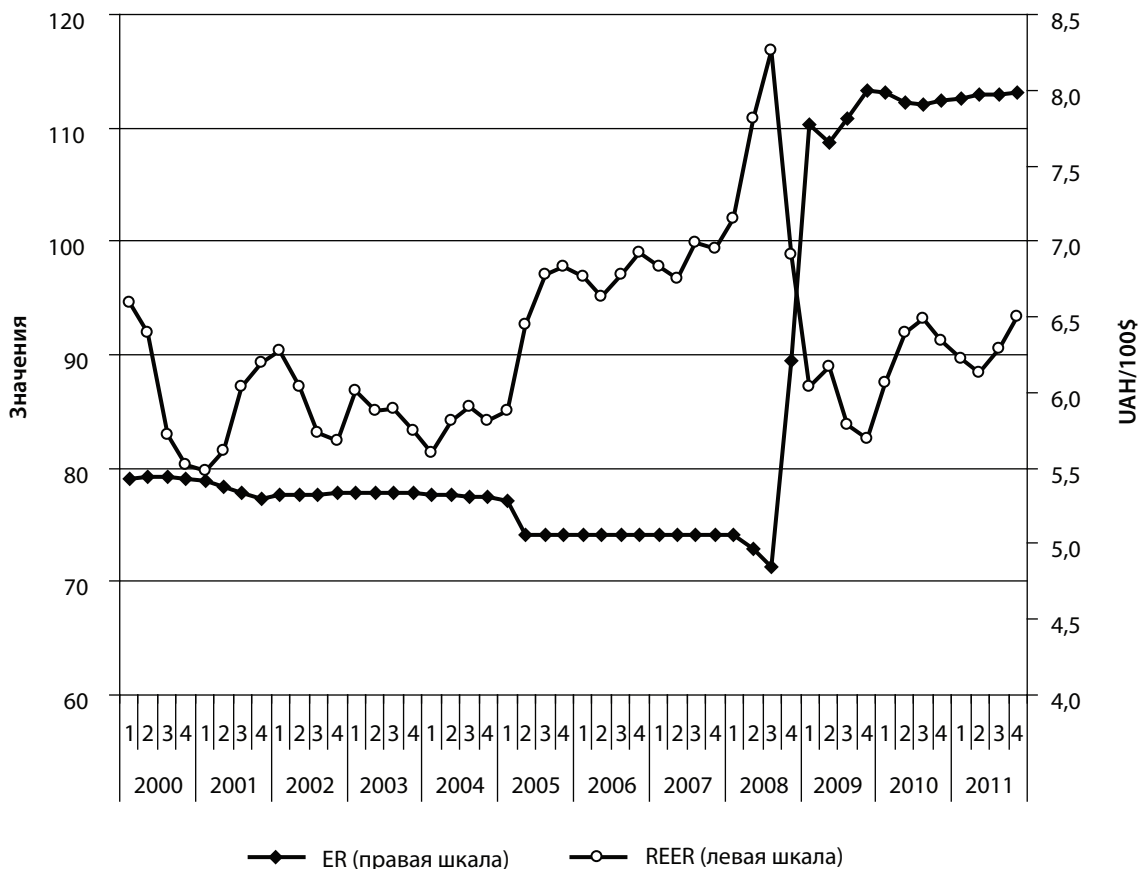


Рис. 4. Динамика реального эффективного обменного курса в Украине и валютного курса (к доллару США)

Девальвация курса национальной валюты в последнем квартале 2008 г. было сопоставимо с резким падением цен на активы и снижением реального ВВП. В это же время кредитный цикл, являясь наименее эластичным, постепенно входит в фазу своего сокращения. Однако девальвация национальной валюты непосредственно отразилась на материализации валютных рисков по предоставленным кредитов в экономику (особенно домохозяйствам), тем самым усилив проявление системных финансовых рисков. В дальнейшем стабилизация валютного курса происходило на фоне постепенного восстановления отечественной экономики.

**Выводы**

Исследование динамических взаимосвязей между кредитным, валютным и рынком ценных бумаг позволило выделить особенности в формировании финансо-

который трансформируется в банковские ресурсы и направляется на кредитование экономики, что в целом послужило основой для накопления чрезмерного рыночного, кредитного риска и риска ликвидности. В период времени с 2005 г. и по 2007 г. включительно расширение кредитного рынка стимулируется приращением рынка ценных бумаг, т. е. ростом стоимости активов, в том числе и залогового имущества. Критическим моментом в финансовом цикле Украины стал 2008 г., когда в последнем квартале фондовый индекс ПФТС сократился за год почти в 4 раза. На фоне девальвации национальной валюты (почти на треть) в этот период времени кредитный рынок, являясь наименее эластичным, постепенно входит в свою завершающую фазу кредитного цикла. Дальнейшее восстановление экономики, начиная с 2009 г., сопровождается в большей степени новым ростом на рынке ценных бумаг и стабилизацией курса

национальной валюты. Кредитный рынок в данном случае является менее инертным.

Дальнейшие исследования будут связаны с количественной оценкой выявленных в данном исследовании динамических взаимосвязей между основными сегментами финансового рынка. Как предполагается, понимание основных закономерностей в динамике этих сегментов позволит оптимизировать монетарную политику Национального банка Украины не только к различным фазам экономического цикла, но и к соответствующим фазам финансового цикла. ■

## ЛИТЕРАТУРА

1. Радіонова І. Фінансова природа економічних коливаний: зміст і моделювання / І. Радіонова // Фінанси України. – 2011. – № 3. – С.19 – 34.
2. Киндлбергер Ч. Мировые финансовые кризисы: мании, паники и крахи / Ч. Киндлбергер. – СПб. : Питер, 2010. – 540 с.
3. Хакоме Л. Защита системы в целом / Л. Хакоме, Э. Ни // Финансы и развитие. – Вашингтон : Международный валютный фонд. – 2012. – Вып. 49. – № 3. – С. 30 – 33.
4. Школьник І. О. Стратегія розвитку фінансового ринку України. Дис... д-ра екон. наук: 08.00.08. – ДВНЗ Українська академія банківської справи Національного банку України. – Суми, 2008. – 443 с.
5. Фінансовий ринок: підручник / Шелудько В. М. – К. : Знання, 2008. – 535 с.
6. Borio C. Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options / C. Borio, C. Furfine & P. Lowe // BIS Working Papers. – 2001. – №1. – pp. 1 – 57.
7. Borio C. Securing sustainable price stability: should credit come back from the wilderness? / C. Borio, P. Lowe // BIS Working Paper. – 2004. – № 157. – 51 p.
8. Gerdesmeier D. Asset price misalignments and the role of money and credit / D. Gerdesmeier, H. Reimers, B. Roffia // International Finance. – 2010. – Vol. 13. – №3. – pp. 377 – 407.
9. Srobona M. Toward Operationalizing Macroprudential Policies: When to Act? / M. Srobona, J. Beneš, S. Iorgova, K. Lund-Jensen, Ch. Schmieder & T. Severo // Global financial stability report. – Washington, DC : International Monetary Fund, 2011. – pp. 103 – 162.
10. Официальный сайт Национального банка Украины : www.bank.gov.ua

УДК 336.131

## ПРОГРАМНО-ЦІЛЬОВЕ ФІНАНСУВАННЯ ОХОРОНИ ЗДОРОВ'Я В УКРАЇНІ

ПОРТНА О. В.

УДК 336.131

### Портна О. В. Програмно-цільове фінансування охорони здоров'я в Україні

У статті розглянуто проблеми програмно-цільового фінансування в Україні, особливу увагу приділено галузі охорони здоров'я. Запропоновано напрями їх вирішення.

**Ключові слова:** програмно-цільове фінансування, охорона здоров'я, результативні показники, ефективність.

**Бібл.:** 8.

**Портна Оксана Валентинівна** – кандидат економічних наук, доцент, кафедра економіки підприємств, Харківський інститут економіки ринкових відносин та менеджменту (вул. Маршала Батицького, 5, Харків, 61038, Україна)

**E-mail:** portna@biqmir.net

УДК 336.131

### Портная О. В. Программно-целевое финансирование здравоохранения в Украине

В статье рассмотрены проблемы программно-целевого финансирования в Украине, особое внимание уделено здравоохранению. Предложены направления их решения.

**Ключевые слова:** программно-целевое финансирование, здравоохранение, результативные показатели, эффективность.

**Библ.:** 8.

**Портная Оксана Валентиновна** – кандидат экономических наук, доцент, кафедра экономики предприятий, Харьковский институт экономики рыночных отношений и менеджмента (ул. Маршала Батицького, 5, Харьков, 61038, Украина)

**E-mail:** portna@biqmir.net

UDC 336.131

### Portnaya O. V. Programme-Aimed Financing of Health Care in Ukraine

In the article considered the problems of programme-aimed financing in Ukraine, special attention is paid to the field of health care. Proposed the ways of their solution.

**Key words:** programme-aimed financing, health care, indicators of result, effectiveness

**Bibl.:** 8.

**Portnaya Oksana V.** – Candidate of Sciences (Economics), Associate Professor, Department of Economics of Enterprises, Kharkiv Institute of Economics of Market Relations and Management (vul. Marshala Batytskogo, 5, Kharkiv, 61038, Ukraine)

**E-mail:** portna@biqmir.net