

УДК 336.3

## ЕКОНОМІЧНА ПРИРОДА ФІНАНСОВИХ ДИСБАЛАНСІВ ТА ЇХ ВПЛИВ НА МАКРОЕКОНОМІЧНУ ДИНАМІКУ

Новосьолова О.С.

Херсонський національний технічний університет

У статті досліджено механізм формування фінансових дисбалансів в економічній системі країни. Відзначено, що оперативним показником руху у сторону дисбалансів чи навпаки є рух «фінансових потоків», а індикатором оцінки дисбалансів фінансових потоків є показник кредитування приватного сектору. Водночас рух потоків впливає на дві інші групи показників: цінові дисбаланси та рівень боргового навантаження. Для поелементного оцінювання сформовано систему індикаторів для окремих типів дисбалансів. Підтверджено, що у реальному часі співпадають тенденції показників боргових та цінових дисбалансів та водночас між показниками боргового навантаження та кредитування приватного сектору спостерігається незначне відставання, оскільки цінові дисбаланси та дисбаланси боргового сектору є результатом існування та накопичення дисбалансів фінансових потоків.

**Ключові слова:** фінансові дисбаланси, рух фінансових потоків, кредитування приватного сектору, цінові дисбаланси, торгова безпека.

**Постановка проблеми.** Об'єктивним процесом розвитку сучасних економічних систем світу є їх фінансіалізація, тобто значне розширення фінансового сектору економіки, що значно посилює спекулятивні ризики на фінансових ринках, викликає необґрунтовані відхилення показників розвитку фінансового сектору, що по суті є фінансовими дисбалансами, та здатна поглибити «розриви» між фінансовим та реальним секторами економіки. На противагу цьому збалансований розвиток фінансового сектору дозволяє більш ефективно розподіляти наявні ресурси та сприяти економічному зростанню.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Проблематику фінансових дисбалансів та їх впливу на розвиток економіки у зарубіжній науковій літературі вивчали К. Боріо, А. Грінспен, П. Кругман, Т. Левітт, Дж. Сакс, Дж. Стігліц та ін. Серед вітчизняних науковців теоретичному та практичному обґрунтуванню питання фінансової розбалансованості присвячені роботи В. Козюка, Н. Кравчук, О. Лунякова, З. Луцишина, О. Плотнікова, Я. Столярчука, О. Чуба та ін.

**Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми.** У вітчизняній науковій думці не формалізовано підходи до виявлення розбалансованості фінансової сфери та, крім того, не

вироблено комплексу рішень щодо врегулювання фінансових дисбалансів.

**Головною метою статті** є дослідження механізму виникнення та поширення фінансової незбалансованості.

**Виклад основного матеріалу.** Оперативним показником руху у сторону дисбалансів чи навпаки є рух «фінансових потоків», під якими варто розуміти рух фінансових ресурсів, що пов'язаний із перерозподілом капіталу між суб'єктами економічної діяльності. Кількісно фінансовий потік характеризується як величина всіх операцій із придбання та відчуження активів та пасивів [1, с. 3]. Оцінка абсолютної величини руху фінансових ресурсів не дає загального уявлення про можливу наявність чи відсутність дисбалансів фінансових потоків, більш ефективним є вивчення відносних показників та індикаторів «чистого» фінансового потоку.

Проте індикатори руху фінансових потоків (зазвичай їх моніторинг проводиться за певний проміжок часу – найчастіше рік) дають уявлення лише про існуючі тенденції переміщення фінансових ресурсів та не відображають величини та масштабності дисбалансів, накопичених протягом минулих періодів. Водночас рух потоків впливає на дві інші групи показників: цінові дисбаланси та рівень боргового навантаження [2].

Недолік індикаторів цінних дисбалансів як і дисбалансів потоків – це те, що вони відображають зміну стану протягом певного часу. Натомість показники боргового навантаження є інтегральними показниками внутрішніх дисбалансів, які відображають вплив дисбалансів потоків протягом усіх попередніх років [3]. Але і цей показник має недолік – через доларизацію на нього впливає зміна валютного курсу.

У вітчизняних реаліях у кризовий період 2009 року мало місце суттєве скорочення кредитування приватного сектору, однак протягом 2010-2013 років відбулося поступове його відновлення, так максимальне значення обсягів кредитування приватного сектору по відношенню до ВВП спостерігалось у 2011 році (рис. 1).

Різке падіння обсягів кредитування у 2014 році є наслідком негативних очікувань економічних суб'єктів через економічні та військово-політичні події, що спричинили відтік коштів вкладників у банківському секторі, зниження платоспроможності позичальників та значне підвищення ризиків неповернення запозичених коштів.



**Рис. 1. Динаміка кредитування приватного сектору в Україні, % ВВП**

Джерело: розроблено автором за даними НБУ

Досліджуючи синхронність коливань обсягів кредитування та обсягів ВВП (рис. 2) варто відзначити, що у 2007 році стрімке нарощування кредитування не призвело до аналогічного зростання ВВП, що свідчить про явні розриви між реальним та фінансовим секторами економіки, у 2008 році зазначені дисбаланси тільки посилилися, а 2009 рік можна охарактеризувати як період «кредитного стиснення». Аналогічні процеси були характерні і для 2013-2014 років.



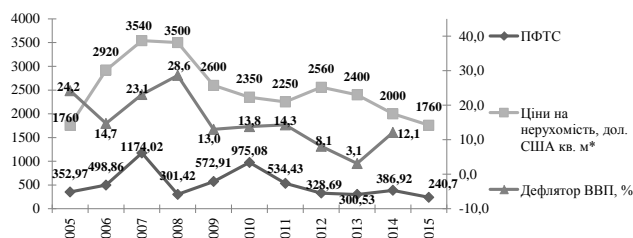
**Рис. 2. Темпи зростання обсягів кредитування та ВВП в Україні**

Джерело: розроблено автором за даними НБУ

Відповідно до теорії Х. Мінскі розширення кредитної пропозиції має прямий вплив на динаміку цін фінансових та базових активів [4, с. 6]. У тому випадку, коли потік випереджає

обсяг виробництва (що за своєю суттю також є потоком) це призводить до цінних дисбалансів: зростання цін на активи (на нерухомість, на фінансові інструменти), індексу споживчих цін (ІСЦ) та ВВП дефлятора.

Основними показниками зміни цін фінансових активів є зміна індексів фондового ринку – зокрема індексу ПФТС, дохідності ОВДП на вторинному ринку. Індикатором для нефінансових активів є зміна цін на нерухомість [5]. Динаміку цін фінансових активів та нерухомості відображено на рис. 3.



**Рис. 3. Динаміка показників цінних дисбалансів в Україні у 2005-2015 роках (на кінець періоду)**

Джерело: розроблено автором за даними НБУ, Держкомстату

\*за даними Knight Frank, АН «Благовіст»

Але усі цінні індикатори в Україні мають один спільний істотний недолік – Україна має малу, відкриту економіку, у якій дуже істотний вплив зовнішніх дисбалансів та валютних коливань на цінову динаміку.

В цілому 2005-2008 роки характеризувалися значним рівнем інфляційних процесів. Так званий «інфляційний сплеск» цього періоду можна пояснити підвищенням рівня соціальних видатків, а з кінця 2008 року додався фактор різкого знецінення національної валюти. Протягом 2009 року інфляція зберігалася на високому рівні. У 2010-2013 роках відбулося поступове зменшення темпів інфляції, основними чинниками таких цінних тенденцій були:

- жорстка грошово-кредитна політика, спрямована на стримування грошової пропозиції, що зрештою забезпечило стабільність гривні та низькі темпи інфляції, проте такі заходи призвели до падіння обсягу міжнародних резервів, зростання вартості грошей на кредитному ринку та спричинили загальне падіння ділової активності і згортання реального сектору економіки;
- зростання пропозиції сільськогосподарської продукції, яка має суттєву вагу в структурі споживчого кошику;
- збереження низьких цін на сировинні товари через низький рівень глобального попиту.

У 2014 році стрімке зростання рівня цін обумовлено девальваційними процесами, спричиненими скороченням валютних надходжень та значним відтоком капіталу, суттєвим підвищенням житлово-комунальних тарифів з метою приведення їх у відповідність до собівартості, негативними очікуваннями через військові дії на Сході країни.

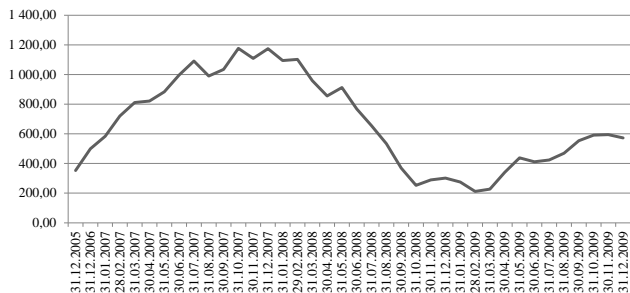
Як видно з рисунку 3 вартість нерухомості в Україні за досліджуваний період мала спадну тенденцію, оскільки до 2008 року високі ціни на нерухомість пов'язані були із бумом іпотечного кредитування, проте із початком кризових явищ

2008 року ціни знижувалися. У 2010-2014 роках через низькі темпи зростання доходів населення, високі кредитні ставки та низьку ліквідність банків відновлення докризового рівня цін не відбулося. Крім того існують передумови для подальшого зниження цін на нерухомість, оскільки за останні роки відбувся суттєвий перерозподіл доходів у бік споживання (так, у 2014 році споживання становило майже 85% ВВП). Важливим фактором впливу на зниження вартості нерухомості у 2014 році є девальвація національної валюти. Зважаючи на наявні обмеження щодо можливостей побудови цінних індексів для вітчизняного ринку нерухомості, визначимо показник співвідношення вартості житлової нерухомості та середньорічних доходів населення України (рис. 4).



**Рис. 4. Співвідношення вартості одного метра квадратного житлової нерухомості до середньорічних доходів населення**

Джерело: розроблено автором за даними Держкомстату, АН «Благовіст», НБУ



**Рис. 5. Динаміка індексу ПФТС у 2005-2009 роках**

Джерело: розроблено автором за даними НБУ

Як видно з рисунку 3 найбільший «розрив» між вартістю нерухомості та доходами населення спостерігався у 2006 році, тобто ціновий дисбаланс на ринку нерухомості досягнув свого піку. Починаючи із 2007 року відбувається поступове зменшення співвідношення вартості нерухомості та доходів населення, зростання показника у 2014 році спричинено не стільки збільшенням цін на нерухомість у гривневому еквіваленті, а падінням рівня доходів населення.

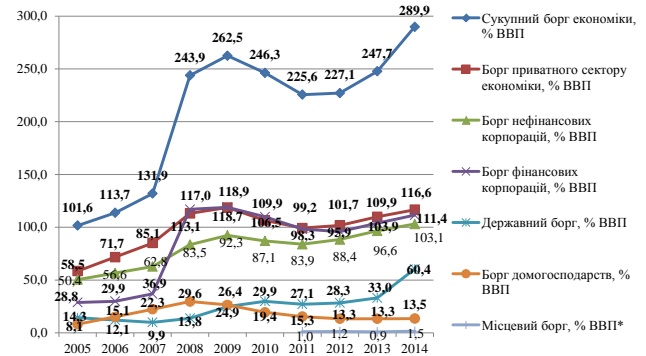
Одним із важливих аспектів вивчення збалансованості цін на активи є аналіз індексів фондового ринку. Основним індикатором стану українського фондового ринку є індекс Першої фондової торговельної системи (ПФТС). Динаміка індексу ПФТС (відсоток зростання середньозважених цін акцій «індексного кошика» до базового періоду) є аналогічною до динаміки цін на нерухомість. Окрім несприятливої загально-

економічної ситуації, на значення індексу ПФТС впливає непривабливість ринку цінних паперів України через їх низьку прибутковість та значний рівень ризику інвесторів.

Характер коливань індексу ПФТС за період 2005-2007 (рис. 5) років свідчить про формування цінової «бульбашки» на вітчизняному фондовому ринку. Максимальне значення індексу ПФТС склало 1208 пунктів у середині січня 2008 (приріст порівняно з попереднім роком – на 120%). Водночас зростання вартості активів стимулювало подальше розширення кредитування.

У подальшому, на фоні девальваційних процесів національної валюти та відповідного зниження інтересу до інструментів вітчизняного фондового ринку, в умовах розгортання кризи ліквідності у національному банківському секторі та панічному настрої економічних суб'єктів, фондовий індекс ПФТС знизився з 2008 р. по лютий 2009 р. майже в 6 разів – до 211,47 пунктів.

Таким чином, у докризовий період 2003-2007 років зростання цін на світових ринках на основну продукцію експорту, стабільність валютного курсу та стійкі темпи економічного зростання створили передумови для притоку в Україну значних фінансових ресурсів, проте у 2008 році склалася діаметрально протилежна ситуація, спричинена фінансовою кризою в США, реакцією на яку було припинення притоку капіталу, а потім і розгортання його в протилежному напрямку. Як наслідок, відбулося падіння курсу національної валюти, різке підвищення ставок за кредитами, а у найближчій перспективі – згорання кредитування банками бізнесу та промисловості.



**Рис. 6. Динаміка показників боргового навантаження у 2005-2014 роках, %**

Джерело: розроблено автором за даними НБУ, Держкомстату

\*консолідований облік почався із 2011 року

Недолік індикаторів цінних дисбалансів як і дисбалансів потоків – це те, що вони відображають зміну стану протягом певного часу. Натомість показники боргового навантаження є інтегральними показниками фінансових дисбалансів, які відображають вплив дисбалансів потоків протягом усіх попередніх років. Але і цей показник має недолік – через доларизацію на нього впливає зміна валютного курсу.

У вітчизняній практиці не існує методики оцінки рівня розбалансованості у борговій сфері, а дисбаланси боргового сектору корелюють із терміном «боргова безпека», оскільки боргова безпека характеризує основні параметри боргу країни та дозволяє оцінити наявні ризики у даній сфері.

Підсумковим показником для боргового сектору варто вважати сукупний борг економіки та окремих її секторів. Показник сукупного боргу економіки (рис. 6) відображає загальну заборгованість суб'єктів економічної діяльності.

Як видно з рисунку 6 зростання сукупного боргу України у 2005–2008 роках відбувалося за рахунок збільшення зобов'язань фінансових та нефінансових корпорацій, а з кінця 2008 року додався фактор різкого знецінення національної валюти, що зумовив переоцінку зовнішніх зобов'язань суб'єктів економіки. У кризовому 2009 році на збільшення сукупного боргу вплинули зростання державного боргу та боргу нефінансових корпорацій. У 2010–2012 роках відбулося поступове зменшення показників боргового навантаження чому сприяли жорстка грошово-кредитна політика, спрямована на стримування грошової пропозиції, що зрештою забезпечило стабільність гривні, та значне скорочення зовнішнього фінансування. У 2013 році на фоні загальноекономічного спаду та недостатності власних ресурсів спостерігалось збільшення показників боргового навантаження. У 2014 році стрімке зростання рівня боргу обумовлено не тільки продовженням негативних економічних тенденцій, а й девальваційними процесами, спричиненими скороченням валютних надходжень і значним відтоком капіталу, а також негативними очікуваннями через військові дії на Сході країни.

Водночас показники заборгованості приватного сектору за досліджуваний період залишалися на економічно прийнятному рівні, тобто меншому за 133% ВВП відповідно до процедури МІР (Macroeconomic Imbalances Procedure) [6, с. 2]. Загальний борг приватного сектору економіки досягнув свого максимального значення у 2009 році та склав 118,9%, що перевершило навіть показник 2014 року. Стрімке зростання боргу приватного сектору зумовлене активним залученням кредитних ресурсів на внутрішньому та зовнішньому ринках у докризовий період, а у 2008–2009 роках додалися ще й девальваційні фактори, які зрештою, зробили борги приватного сектору надмірними. Аналогічно відбувалося і нарощування заборгованості домогосподарств – населення, яке не зважаючи на переоцінений ринок нерухомості, активно залучало валютні іпотечні кредити. За деякими оцінками величина корпоративного боргу, що не впливатиме на економічне зростання, складає 90% ВВП, а поріг для боргу домогосподарств приблизно сягає 85%, тобто загальна величина боргу нефінансового сектору не повинна перевищувати 175% [7, с. 12]. Проте такі оцінки критичної величини боргу приватного сектору для України є неприйнятними, оскільки події останніх років засвідчили, що навіть наявна заборгованість приватного сектору є надмірною.

Причиною нагромадження значних обсягів державного боргу є фактичне перекладання на державу приватних боргів. Оптимістичні очікування в умовах зростання цін на активи підштовхують до подальшого зростання кредитної пропозиції. Коли доходи реального сектору економіки та населення з тих чи інших причин є недостатніми для здійснення виплат по існуючим

зобов'язанням, виникає криза неплатежів, погіршується ліквідність кредитних установ. Відтік депозитів із кредитних установ внаслідок панічних настроїв не дозволяє економічним суб'єктам перекредитуватися. Відтак, накопичення дисбалансів в умовах розширення кредитної експансії із відповідним зростання цін на активи призводить до порушення стабільності фінансової системи, одним із проявів якого є перенасичення балансів фінансових інститутів «низькоякісними» або проблемними активами, що зрештою позначається на фінансовій сфері держави. Оскільки задля підтримки фінансового сектору та уникнення соціально-економічної нестабільності держава фактично мусить перейняти проблеми фінансових установ та приватних позичальників на себе [8, с. 9]. Аналіз індикаторів фінансових дисбалансів дозволяє зробити висновки, що зазначені показники фінансових дисбалансів перебувають у тісному взаємозв'язку. Так, можна простежити взаємозалежність цінних дисбалансів, дисбалансів потоків та боргових дисбалансів шляхом співставлення їх індикаторів (рис. 7).

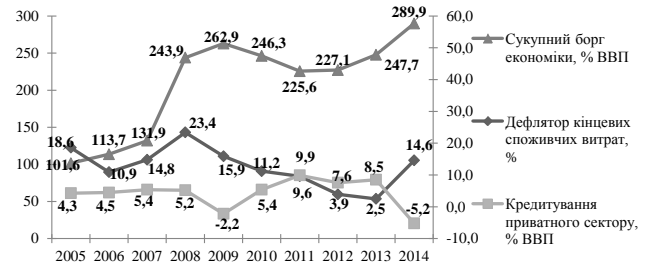


Рис. 7. Взаємозв'язок показників внутрішніх фінансових дисбалансів

У реальному часі співпадають тенденції показників боргових та цінних дисбалансів, що є також і результатом коливань валютного курсу. В той же час між показниками боргового навантаження та кредитування приватного сектору спостерігається незначне відставання, оскільки першопричиною появи фінансової незбалансованості є саме дисбаланс руху потоків, а цінні дисбаланси та дисбаланси боргового сектору є результатом існування та накопичення дисбалансів фінансових потоків.

**Висновки і пропозиції.** Досліджені дисбаланси впливають на розвиток реального сектору економіки – на етапі кредитного стиснення та відповідного знецінення активів прискорюються темпи падіння виробництва, а накопичені боргові зобов'язання усіх інституційних секторів, стають надмірними, особливо виходячи із курсу національної валюти, що діє у кризові часи. Таким чином, своєчасна ідентифікація фази скорочення кредиту та здійснення необхідних корекцій з боку державних регуляторів, спрямованих на зниження дисбалансів, що накопичуються, дозволить згладити сильні коливання на кредитному ринку та поліпшити загальну макроекономічну кон'юнктуру національної економіки [9, с. 12].

Перспективами подальших досліджень є визначення критичних значень показників фінансових дисбалансів для України.

**Список літератури:**

1. Корнеев М. В. Методологічні засади оцінювання та регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України: автореф. дис. ... д-ра екон. наук: 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / М. В. Корнеев; ДВНЗ «Укр. акад. банк. справи Нац. банку України». – Суми, 2015. – 43 с.
2. Bayoumi T. Official Financial Flows, Capital Mobility, and Global Imbalances / T. Bayoumi, J. Gagnon, C. Saborowski // IMF Working Paper. – October 2014. – № 14/199. – 45 p. – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14199.pdf>
3. Allen F. Financial fragility, liquidity, and asset prices / F. Allen, D. Gale // Journal of the European Economic Association. – 2004. – Vol. 2. – № 6. – P. 1015-1048. – <http://www.nyu.edu/econ/user/galed/papers/paper04-07-18.pdf>
4. Minsky H. The Financial Instability Hypothesis / H. Minsky // The Jerome Levy Economics Institute of Bard College. – 1992. – Working Paper № 74. – 10 p.
5. Borio C. Exploring aggregate asset price fluctuations across countries: measurement, determinants and monetary policy implications / C. Borio, N. Kennedy, S. Prowse // BIS Economic Papers. – April 1994. – № 40. – P. 79. – <http://www.bis.org/publ/econ40.pdf>
6. Cecchetti S. The real effects of debt / S. Cecchetti, M. Mohanty, F. Zampolli // BIS Working paper. – September 2011. – № 352. – 34 p. – <http://www.bis.org/publ/othp16.pdf>
7. Lahnsteiner M. Private Sector Debt in CESEE EU Member States / M. Lahnsteiner // Focus on European Economic Integration. – 2013. – Issue 3. – P. 30-47. – [http://econpapers.repec.org/article/onboenbfi/y\\_3a2013\\_3ai\\_3a3\\_3ab\\_3a2.htm](http://econpapers.repec.org/article/onboenbfi/y_3a2013_3ai_3a3_3ab_3a2.htm)
8. Загарій В. П. Монетарна складова фінансової безпеки держави / Автореферат дис. на здобуття ступ. канд. економ. наук Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит. ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана». – Київ, 2014. – 20 с.
9. Луняков О. В. Формування, аналіз та регулювання дисбалансів у фінансовому секторі економіки України: автореф. дис. ... д-ра екон. наук: 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / О. В. Луняков; ДВНЗ «Укр. акад. банк. справи Нац. банку України». – Суми, 2013. – 41 с.

**Новоселова Е.С.**

Херсонский национальный технический университет

**ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПРИРОДА ФИНАНСОВЫХ ДИСБАЛАНСОВ И ИХ ВЛИЯНИЕ НА МАКРОЭКОНОМИЧЕСКУЮ ДИНАМИКУ****Аннотация**

В статье исследован механизм формирования финансовых дисбалансов в экономической системе страны. Отмечено, что оперативным показателем движения в сторону дисбалансов или наоборот есть движение «финансовых потоков», а индикатором оценки дисбалансов финансовых потоков является показатель кредитования частного сектора. В то же время движение потоков влияет на две другие группы показателей: ценовые дисбалансы и уровень долговой нагрузки. Для поэлементного оценивания сформирована система индикаторов для отдельных типов дисбалансов. Подтверждено, что в реальном времени совпадают тенденции долговых показателей и ценовых дисбалансов и в то же время между показателями долговой нагрузки и кредитования частного сектора наблюдается незначительное отставание, поскольку ценовые дисбалансы и дисбалансы долгового сектора является результатом существования и накопления дисбалансов финансовых потоков.

**Ключевые слова:** финансовые дисбалансы, движение финансовых потоков, кредитование частного сектора, ценовые дисбалансы, долговая безопасность.

**Novosiolova O.S.**

Kherson National Technical University

**ECONOMIC NATURE OF FINANCIAL IMBALANCES AND THEIR IMPACT ON MACROECONOMIC DYNAMICS****Summary**

In the paper it is investigated the mechanism of formation of financial imbalances in the economic system of the country. It is noted that the operational rate of movement in the direction of imbalances or vice versa is a movement of «financial flows» and indicators for assessing imbalances of financial flows is private sector credit flow. At the same time flows affects the other two groups of indicators: price imbalances and the debt burden. For piecemeal evaluation, a system of indicators for individual types of imbalances is formed. It is confirmed that in real time match trends of debt indicators and price distortions and at the same time there is a slight lag between indicators of debt burden and private sector credit flow, as price distortions and imbalances sector debt is the result of the existence and accumulation of imbalances in financial flows.

**Keywords:** financial imbalances, financial flows, private sector credit flow, price imbalances, debt security.