

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
ДОНЕЦЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ (м. Вінниця)**

**О.А. Лактіонова**

**ГНУЧКІСТЬ  
ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ:  
МЕТОДОЛОГІЯ, ОЦІНКА ТА  
ВЕКТОРИ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ**

**Монографія**

(наукове видання)

Вінниця

2016

УДК 336.11  
ББК У261  
Л 198

*Рекомендовано до друку Вченою радою  
Донецького національного університету  
(протокол № 8 від 22 квітня 2016 р.)*

**Рецензенти:**

**Череп А.В.** – д-р екон. наук, професор, декан економічного факультету Запорізького національного університету;

**Азаренкова Г.М.** – д-р екон. наук, професор, завідувач кафедри фінансів та фінансово-економічної безпеки Харківського інституту банківської справи Університету банківської справи Національного банку України;

**Паєнтко Т.В.** – д-р екон. наук, доцент, професор кафедри фінансів Київського національного економічного університету імені Вадима Гетьмана.

Л 198 **Лактіонова О.А.**

Гнучкість фінансової системи: методологія, оцінка та вектори забезпечення: монографія / О. Лактіонова. – Вінниця:, 2016. – 400 с.

У монографії висвітлюються сучасні проблеми забезпечення гнучкості фінансової системи в умовах циклічного розвитку економіки. Гнучкість розглянуто із позиції здатності фінансової системи пристосовувати свій потенціал, що реалізується у вигляді фінансових можливостей забезпечення стійкого економічного розвитку в режимі економії коштів і часу. Узагальнено особливості реалізації гнучкості як одного з основоположних якостей потенціалу фінансової системи в процесі її трансформаційного і поступального розвитку, які виокремлено на основі дослідження закономірностей адаптації її основних елементів, врахування їх складності, діалектики взаємозв'язку проявів структурної та функціональної гнучкості, інституціональних характеристик. Визначено загальні принципи забезпечення гнучкості фінансової системи на макро- і мікро- рівнях. Дається оцінка існуючому рівню гнучкості фінансової системи України в сферах публічних фінансів, фінансів домашніх господарств, суб'єктів господарювання та фінансового ринку як ланки, що забезпечує акумуляцію і трансформацію фінансових ресурсів. Досліджуються вектори забезпечення гнучкості фінансової системи на макрорівні, серед яких розглянуто ключові – фіскальні правила і контрциклічне макропруденційне регулювання.

Для фахівців і науковців в області теорії дослідження і практики регулювання у фінансовій системі, корпоративних фінансів, студентів і аспірантів економічних спеціальностей вищих навчальних закладів.

УДК 336.11  
ББК У261

© Лактіонова О.А., 2016

© Донецький національний університет  
(м. Вінниця), 2016

# ЗМІСТ

<b>ВСТУП.....</b>	<b>9</b>
<b>РОЗДІЛ 1. МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ДОСЛІДЖЕННЯ ГНУЧКОСТІ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ .....</b>	<b>26</b>
1.1 Структурно-морфологічний і функціональний підходи як методологічна основа пізнання сутності фінансової системи.....	26
1.2 Закономірності прояву гнучкості в розвитку економічних систем.....	40
1.3 Діалектика взаємозв'язку гнучкості та циклічного розвитку економіки.....	56
<b>РОЗДІЛ 2. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ГНУЧКОСТІ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ В УМОВАХ ЦИКЛІЧНОГО РОЗВИТКУ ЕКОНОМІКИ.....</b>	<b>74</b>
2.1 Сутність фінансової гнучкості як феномену прояву гнучкості фінансової системи.....	74
2.2. Характеристика взаємозв'язку ділового циклу і забезпечення гнучкості фінансової системи на мікрорівні .....	90
2.3 Чинники забезпечення гнучкості фінансової системи на макрорівні.....	112
2.4 Концептуальні підходи до забезпечення гнучкості фінансової системи в умовах циклічного розвитку економіки.....	133
<b>РОЗДІЛ 3. ОЦІНКА ІСНУЮЧОГО РІВНЯ ГНУЧКОСТІ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ УКРАЇНИ .....</b>	<b>153</b>
3.1 Оцінювання фіскальної гнучкості в умовах циклічного розвитку економіки.....	153
3.2 Аналіз та прогнозування доходів і витрат домашніх господарств як джерел гнучкого розвитку України .....	179
3.3 Динаміка рівня фінансової гнучкості домогосподарств в Україні....	194
3.4 Особливості оцінювання фінансової гнучкості суб'єктів господарювання .....	209
<b>РОЗДІЛ 4. УДОСКОНАЛЕННЯ МЕТОДИЧНИХ ПІДХОДІВ ДО ОЦІНЮВАННЯ ГНУЧКОСТІ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ ДЛЯ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ АКУМУЛЯЦІЇ І ТРАНСФОРМАЦІЇ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ .....</b>	<b>229</b>
4.1 Чинники гнучкості фінансової системи в забезпеченні акумуляції і трансформації фінансових ресурсів на фінансовому ринку .....	229
4.2 Методичний підхід до оцінювання гнучкості фінансового ринку в умовах економічного підйому .....	245

4.3 Оцінка гнучкості фінансового ринку в умовах посткризового відновлення економіки .....	268
4.4 Методичне забезпечення оцінки гнучкості фінансового ринку в умовах кредитного буму .....	283
<b>РОЗДІЛ 5. ВЕКТОРИ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ГНУЧКОСТІ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ В УМОВАХ ЦИКЛІЧНОГО РОЗВИТКУ ЕКОНОМІКИ.....</b>	<b>297</b>
5.1 Перспективи впровадження та інституційного забезпечення фіскальних правил в Україні .....	297
5.2 Вибір моделей фіскального правила витрат в Україні .....	317
5.3 Макропруденційне регулювання як вектор забезпечення гнучкості фінансового ринку .....	331
<b>ЛІТЕРАТУРА.....</b>	<b>355</b>
<b>ДОДАТКИ .....</b>	<b>382</b>

## СОДЕРЖАНИЕ

<b>ВВЕДЕНИЕ.....</b>	<b>9</b>
<b>РАЗДЕЛ 1. МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ИССЛЕДОВАНИЯ ГИБКОСТИ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ .....</b>	<b>26</b>
1.1 Структурно-морфологический и функциональный подходы как методологическая основа познания сущности финансовой системы ....	26
1.2 Закономерности проявления гибкости в развитии экономических систем .....	40
1.3 Диалектика взаимосвязи гибкости и циклического развития экономики.....	56
<b>РАЗДЕЛ 2. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ГИБКОСТИ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ В УСЛОВИЯХ ЦИКЛИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ.....</b>	<b>74</b>
2.1 Сущность финансовой гибкости как феномена проявления гибкости финансовой системы .....	74
2.2. Характеристика взаимосвязи делового цикла и обеспечения гибкости финансовой системы на микроуровне .....	90
2.3 Факторы обеспечения гибкости финансовой системы на макроуровне .....	112
2.4 Концептуальные подходы к обеспечению гибкости финансовой системы в условиях циклического развития экономики.....	133
<b>РАЗДЕЛ 3. ОЦЕНКА СУЩЕСТВУЮЩЕГО УРОВНЯ ГИБКОСТИ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ УКРАИНЫ.....</b>	<b>153</b>
3.1. Оценивание фискальной гибкости в условиях циклического развития экономики .....	153
3.2 Анализ и прогнозирование доходов и расходов домашних хозяйств как источников гибкого развития Украины .....	179
3.3 Динамика уровня финансовой гибкости домашних хозяйств в Украине .....	194
3.4 Особенности оценивания финансовой гибкости субъектов хозяйствования .....	209
<b>РАЗДЕЛ 4. СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ МЕТОДИЧЕСКИХ ПОДХОДОВ К ОЦЕНИВАНИЮ ГИБКОСТИ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ ДЛЯ ОБЕСПЕЧЕНИЯ АККУМУЛЯЦИИ И ТРАНСФОРМАЦИИ ФИНАНСОВЫХ РЕСУРСОВ .....</b>	<b>229</b>
4.1 Факторы гибкости финансовой системы в обеспечении аккумуляции и трансформации финансовых ресурсов на финансовом рынке .....	229

4.2 Методический подход к оцениванию гибкости рынка в условиях экономического подъема.....	245
4.3 Оценка гибкости рынка в условиях посткризисного восстановления экономики .....	268
4.4 Методическое обеспечение оценивания гибкости рынка в условиях кредитного бума.....	283
<b>РАЗДЕЛ 5. ВЕКТОРЫ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ГИБКОСТИ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ В УСЛОВИЯХ ЦИКЛИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ.....</b>	<b>297</b>
5.1 Перспективы внедрения и институционального обеспечения фискальных правил в Украине.....	297
5.2 Выбор моделей фискального правила расходов в Украине.....	317
5.3 Макропруденциальное регулирование как фактор обеспечения гибкости рынка .....	331
<b>ЛИТЕРАТУРА .....</b>	<b>355</b>
<b>ПРИЛОЖЕНИЯ .....</b>	<b>382</b>

# CONTENTS

<b>INTRODUCTION .....</b>	<b>9</b>
<b>CHAPTER 1. METHODOLOGICAL BASICS FOR RESEARCH THE FLEXIBILITY OF FINANCIAL SYSTEM.....</b>	<b>26</b>
1.1. Structural and functional approaches as a methodological basis of cognizing of the financial system essence .....	26
1.2. The particularities of the flexibility of economic systems development .....	40
1.3 The dialectic interrelation of the flexibility and cyclic development of economy .....	56
<b>CHAPTER 2. THEORETICAL FOUNDATIONS OF THE FINANCIAL SYSTEM FLEXIBILITY IN CYCLIC ECONOMIC DEVELOPMENT .....</b>	<b>74</b>
2.1. The essence of financial flexibility as a phenomenon of flexibility of the financial system at micro-level.....	74
2.2. Characteristics of interrelation between the business cycle and securitization of financial system flexibility at micro level .....	90
2.3. Factors of financial system flexibility at macro level.....	112
2.4. Conceptual approaches to the flexibility of the financial system in cyclic economic development.....	133
<b>CHAPTER 3. ASSESSMENT OF THE EXISTING LEVEL FLEXIBILITY OF UKRAINIAN FINANCIAL SYSTEM ...</b>	<b>153</b>
3.1. The assessment of the fiscal flexibility in cyclic economic development.....	153
3.2. The analysis and forecasting of households income and expenditure as a source of flexible development of Ukraine .....	179
3.3. The dynamic of the financial flexibility level of households in Ukraine.....	194
3.4. The features of assessment the financial flexibility of households .....	209
<b>CHAPTER 4. THE ELABORATION OF METHODOICAL APPROACHES FOR ESTIMATION THE FINANCIAL SYSTEM FLEXIBILITY IN ACCUMULATION AND TRANSFORMATION OF FINANCIAL RESOURCES .....</b>	<b>229</b>
4.1. The factors of the financial system flexibility in accumulation and transformation of financial resources through the financial market .....	229

4.2. The methodical approach to the evaluation of financial market flexibility in the economic growth.....	245
4.3. The evaluation of market flexibility in the post-crisis economic recovery.....	268
4.4. The methodical approach for estimation the financial market flexibility in the conditions of credit boom .....	283
<b>CHAPTER 5. THE WAYS OF SECURITIZATION THE FINANCIAL SYSTEM FLEXIBILITY IN CYCLIC ECONOMIC DEVELOPMENT.....</b>	<b>297</b>
5.1. Prospects for implementation and institutional support of fiscal rules in Ukraine.....	297
5.2. The choice of models of expenses fiscal rules in Ukraine .....	317
5.3. Securitization of financial market flexibility on the basis of macro-prudential regulation.....	331
<b>BIBLIOGRAPHY .....</b>	<b>355</b>
<b>APPENDIX .....</b>	<b>382</b>



## ВСТУП

Задекларовані сьогодні на різних рівнях глобальної економіки принципи реструктуризації фінансових систем, підвищення їх стійкості та ефективності регулювання, дозволяють відзначити факт підвищеної уваги до розвитку гнучкості як де-факто, так і де-юре. Анонсуєчи перехід фінансових систем до їх більш стабільного, безпечного і прозорого варіанту, органи регулювання, тим самим, передбачають формування таких фінансових систем, які в умовах циклічного розвитку економіки сприяли б поглинанню впливу несприятливих шоків в максимально короткий час і з мінімальною вартістю реакції. Цим забезпечується зниження амплітуди, тривалості періоду рецесії і криз, негативної асиметричності. У такої постановці питання терміни «еластична» або «здатна до швидкого відновлення» економіка безпосереднім чином пов'язані з поняттям гнучкості економіки в цілому і фінансових систем, зокрема.

В рамках дослідження фінансової системи важливим є розгляд гнучкості, як з точки зору її розуміння як системної властивості, глобального, макроекономічного явища, що опосередкує процеси адаптації та розвитку інтегрованої цілісності сфер і ланок фінансових відносин, методів та інструментів фінансового забезпечення відтворення ВВП, так і з точки зору її більш локального застосування – фінансової гнучкості суб'єктів економічних відносин. При цьому дослідження даної властивості на системному рівні з відповідним виявленням системних ефектів її прояву дозволило б у перспективі значно посилити ефективність механізму адаптації фінансових систем, включаючи адаптацію самого механізму регулювання фінансових відносин, до різних умов їх функціонування.

Треба відзначити, що в умовах посилення циклічних процесів в економіці, які відбуваються внаслідок накопичених структурних деформацій у світовій і національній фінансових системах, вкрай актуальними сьогодні є питання, і глобального характеру, і локального характеру. На глобальному рівні відбувається зміна парадигми методологічного індивідуалізму, безмежного розширення споживання та збільшення накопиченого багатства на основі ресурсу боргової економіки на користь парадигми раціоналізації процесів взаємозв'язку реального та фінансового секторів економіки з превалюванням цілей розвитку першого і обмеженням

спекулятивної ролі останнього. До завдань локального характеру відноситься управління потенціалом економічних систем з оптимізацією ресурсів з точки зору забезпечення довгострокового і сталого зростання. Треба відзначити, що застосування розумних споживчих обмежень розглядається сьогодні переважно в рамках використання невідтворюваних природних ресурсів. Втім, не менш затребуваними сьогодні є питання відтворення і розподілу в економіці фінансових ресурсів, участь у цьому процесі фінансового ринку, раціональне регулювання процесів стрімкого кредитного розширення з подальшим обвальним стисненням в провідних економіках світу, управління процесами формування різного роду фінансових резервів як пасивного потенціалу економічного розвитку. В цьому аспекті забезпечення гнучкості фінансової системи на макро- і мікрорівнях є важливим завданням сучасного підходу до регулювання фінансових процесів.

Недостатня ступінь розробки теоретико-методологічних основ гнучкості фінансових систем в умовах циклічного розвитку економіки, з одного боку, і важливість результатів даного дослідження для забезпечення стійкості перехідних економік, з іншого, свідчать про об'єктивну необхідність подальшого дослідження зазначеної наукової проблеми. Саме цим зумовлено обрання теми монографії та її актуальність.

Ця монографія являє собою спробу втілити методологічну та методичну основи забезпечення гнучкості фінансової системи в умовах циклічного розвитку економіки, що сприяє згладжуванню динаміки ділового та фінансового циклів, посилює амортизуючу здатність економіки до впливу несприятливих шоків.

У першому розділі на основі використання структурно-морфологічного та функціонального підходів отримали подальший розвиток теоретичні положення щодо сутності, функцій і структури фінансової системи. Синтез структурно-морфологічного та функціонального підходів дозволяє змістити акценти з розгляду національної фінансової системи як моноцентричного і незмінного формування на її поліструктурність, динамічність підсистем і елементів, що її утворюють. Такі підсистеми і елементи в результаті зміни якості інституційного забезпечення, накопичення в системі і поза неї фінансових дисбалансів, зміни пріоритетів розвитку, цілей регулювання, здатні гнучко перебудувувати свою структуру, зв'язки, здійснювати зміну використовуваних методів та інструментів.

Узагальнено особливості реалізації гнучкості як одного з основоположних якостей потенціалу фінансових системи в процесі її трансформаційного і поступального розвитку. Таке узагальнення стає можливим на основі дослідження закономірностей адаптації основних елементів економічних систем, врахування їх складності, діалектики взаємозв'язку проявів структурної та функціональної гнучкості, інституціональних характеристик. Отримали подальший розвиток положення про дуальну роль гнучкості фінансової системи в процесі циклічного розвитку економіки. В якості чинників, що знижують гнучкість, зазначено її основні дисфункції, які посилюють циклічність макроекономічних параметрів – надзвичайна проциклічність кредитного і фондового ринків, проциклічність банківського регулювання і фіскальної політики, та визначають «наделастичність» окремих сфер фінансової системи.

У другому розділі обґрунтована сутність фінансової гнучкості суб'єктів господарювання як феномену прояву даної властивості на мікрорівні фінансової системи. Узагальнено різні теоретичні підходи до розуміння фінансової гнучкості з позиції мотивів її формування, джерел та інструментів реалізації. Позначено критерії фінансової гнучкості: маневреність, оперативність і економічність. Досліджено взаємозв'язок між фінансовою гнучкістю і фінансовими обмеженнями на макрорівні, а також чинники що їх визначають: недосконалість ринку капіталу, рівень розвитку і структура фінансової системи, циклічність економіки, характеристики компанії (включаючи фінансову архітектуру). Зазначено, що крім підтримки фінансової гнучкості під час формування резервів коштів і запасу боргового навантаження, компанії можуть керуватися і іншими мотивами. Запропоновано класифікацію видів фінансової гнучкості виходячи із джерел і цілей формування, впливу на фінансовий потенціал, стадії відтворення фінансових ресурсів, інструментарію, елементів фінансового механізму, стадії ділового циклу, видів фінансових ресурсів. Запропоновано принципи формування гнучкості фінансових систем на макро- та мікро- рівнях, які є ключовим орієнтиром під час формування національної та наднаціональної політики реструктуризації фінансових систем, окремих їх секторів і ланок з метою посилення їх стійкості і безпеки, підвищення ефективності виконання своїх функцій у розвитку інвестиційних та інноваційних процесів економіки.

У третьому розділі здійснено оцінку існуючого рівня гнучкості фінансової системи в Україні, а саме, сфери публічних фінансів, фінансів домогосподарств та фінансів суб'єктів господарювання реального сектора. На основі запропонованого методичного підходу до оцінювання фіскальної гнучкості визначено потенціал фіскальної маневреності відповідно до змін економічної кон'юнктури в Україні протягом 2003–2013 рр. Запропонований підхід базується на агрегованій оцінці трьох характеристик: фіскального і функціонального просторів, а також компоненти невизначеності тенденції. Визначено реактивність фіскальної політики, неспроможність здійснювати контрциклічний вплив завдяки, в першу чергу, сформованому низькому рівню функціонального простору. Оцінку гнучкості домогосподарств в Україні у 2003–2014 рр. здійснено за показниками декількох компонентів – можливостей розширення доходної бази домогосподарств, її вихідної стабільності, можливостей безпечного зменшення окремих видів витрат, спроможності застосування грошових та інших видів фінансових резервів і накопичень, наявності запасу боргового навантаження, порівняно із аналогічними характеристиками країн – учасниць ОЕСР. Визначено наявність та значення точок екстремуму у динаміці фінансових ресурсів і витрат домогосподарств, перевищення яких контрпродуктивно впливає на розмір ВВП. Оцінено запас збільшення окремих видів фінансових ресурсів і витрат домогосподарств та отримано прогноз зміни у диференціації населення в Україні у найближчій перспективі. Запропоновано методичний підхід до інтегральної оцінки фінансової гнучкості суб'єктів господарювання, що враховує макроекономічні і мікроекономічні фактори фінансових обмежень доступу до капіталу, оперативність, компенсаторність та вартість формування інструментів забезпечення гнучкості.

У четвертому розділі монографії гнучкість розглянуто як додаткову властивість до основних характеристик фінансового ринку – масштабу, ефективності, стабільності і доступу до ринку, які визначають «якість» фінансового розвитку та його позитивний вплив на інші сектори економік. В цьому аспекті отримали подальший розвиток положення щодо формування гнучкості фінансової системи в реалізації функції акумуляції та трансформації ресурсів на фінансовому ринку, що проявляється у гнучкості до відновлення і розширення функціональної здатності ринку, а також гнучкості для стримування його надластичності.

Доведено, що оцінку гнучкості фінансового ринку доцільно здійснювати у двох вимірах: як результуючої характеристики ефективної адаптації фінансового ринку до викликів економічного середовища, а з іншого, як буферного запасу адаптивної реакції. Отримано інтегроване значення гнучкості фінансового ринку України для розширення фінансового забезпечення економіки ex-ante, яке мало низпадаючий тренд. Досліджено фактори найбільш швидкого відновлення економіки в разі фінансової кризи в частині відновлення функціональної спроможності фінансового ринку. Порівняно основні параметри фінансових криз у 2008 та 2014 рр. Оцінено гнучкість фінансового ринку до виникнення проблем в частині його ліквідності, платоспроможності фінансових іститутів, падіння курсу валюти. Спроможність використати накопичений потенціал оцінено на основі показників тривалості відновлення, асиметрії тривалості і амплітуди відновлення до кризи. Отримано низькі значення показників потенціалу гнучкості фінансового ринку в Україні до шоків впливів напередодні двох криз.

У п'ятому розділі монографії визначено стратегічні детермінанти забезпечення гнучкості фінансової системи на макрорівні. Доведено, що основними інструментами інституціоналізації забезпечення фіскальної гнучкості через розширення фіскального і функціонального просторів є впровадження комплексу фіскальних правил із посиленням їх контрциклічної спрямованості. Для публічних фінансів України впровадження такого механізму викликає необхідність відповідей на низку питань, серед основних з них є визначення оптимального часу для впровадження; складу фіскальних показників, що підлягають таргетуванню; масштабу покриття ними публічних фінансів. Досліджено можливий вплив впровадження фіскального правила витрат у бюджетний механізм у разі його застосування перед фінансовою кризою 2008–2009 рр., або після неї. В якості ефекту від впровадження взято накопичення дисбалансу державних фінансів у вигляді дефіциту Державного бюджету і боргу. Досліджено принципи та основні елементи механізму макропруденційного регулювання, впровадження якого розпочато в Україні задля зниження системних фінансових ризиків та підтримання загальносистемної фінансової стабільності. Особливу увагу приділено антициклічному макропруденційному регулюванню, спрямованому на ризики накопичення фінансових дисбалансів, що сприяють посиленню циклічних проявів. Відзначено актуальність

питання розширення периметру макропруденційної політики, яке вирішується на основі вибору масштабів покриття ним фінансових інститутів, а також фінансової інфраструктури в Україні. Розглянуто моделі організації та розподілу функцій із макропруденційного регулювання та визначено тенденції формування такої моделі в Україні. Відповідно до принципів побудови ефективної моделі зниження системних фінансових ризиків визначено найбільш оптимальні варіанти організаційної архітектури пруденційного регулювання для вітчизняного фінансового сектору.

## ВВЕДЕНИЕ

Задекларированные сегодня на разных уровнях глобальной экономики принципы реструктуризации финансовых систем, повышения их устойчивости и эффективности регулирования, позволяют отметить факт повышенного внимания к развитию гибкости как де-факто, так и де-юре. Анонсируя переход финансовых систем к их более стабильному, безопасному и прозрачному варианту, органы регулирования, тем самым, предусматривают формирование таких финансовых систем, которые в условиях циклического развития экономики способствовали бы поглощению влияния неблагоприятных шоков в максимально короткое время и с минимальной стоимостью реакции. Этим обеспечивается снижение амплитуды, длительности периода рецессии и кризисов, негативной асимметричности. В такой постановке вопроса термины «эластичная» или «способна к быстрому восстановлению» экономика непосредственным образом связаны с понятием гибкости экономики в целом и финансовых систем, в частности.

В рамках исследования финансовой системы важно рассмотрение гибкости, как с точки зрения ее понимания как системной свойства, глобального, макроэкономического явления, опосредующего процессы адаптации и развития интегрированной целостности сфер и звеньев финансовых отношений, методов и инструментов финансового обеспечения воспроизводства ВВП, так и с точки зрения ее более локального применения – финансовой гибкости субъектов экономических отношений. При этом исследование данного свойства на системном уровне с соответствующим выявлением системных эффектов ее проявления позволило бы в перспективе значительно усилить эффективность механизма адаптации финансовых систем, включая адаптацию самого механизма регулирования финансовых отношений, в различных условиях их функционирования.

Необходимо отметить, что в условиях усиления циклических процессов в экономике, которые происходят в результате накопленных структурных деформаций в мировой и национальной финансовых системах, крайне актуальными сегодня являются вопросы, и глобального, и локального характера. На глобальном уровне происходит изменение парадигмы методологического

индивидуализма, безграничного расширения потребления и накопленного богатства на основе ресурса долговой экономики в пользу парадигмы рационализации процессов взаимосвязи реального и финансового секторов экономики с преобладанием целей развития первого и ограничением спекулятивной роли последнего. В задачи локального характера относится управление потенциалом экономических систем с оптимизацией ресурсов с точки зрения обеспечения долгосрочного устойчивого роста. Необходимо отметить, что применение разумных потребительских ограничений рассматривается сегодня преимущественно в рамках использования не возобновляемых природных ресурсов. Вместе с тем, не менее востребованными сегодня являются вопросы воспроизводства и распределения в экономике финансовых ресурсов, участия в этом процессе финансового рынка, рациональное регулирование процессов стремительного кредитного расширения с последующим обвальным сжатием в ведущих экономиках мира, управления процессами формирования различного рода финансовых резервов как пассивного потенциала экономического развития. В этом аспекте обеспечение гибкости финансовой системы на макро- и микроуровне является важной задачей современного подхода к регулированию финансовых процессов.

Недостаточная степень разработки теоретико-методологических основ гибкости финансовых систем в условиях циклического развития экономики, с одной стороны, и важность результатов данного исследования для обеспечения устойчивости переходных экономик, с другой, свидетельствуют об объективной необходимости дальнейшего исследования указанной научной проблемы. Именно этим обусловлен выбор темы монографии и ее актуальность.

Данная монография представляет собой попытку воплотить методологическую и методическую основы обеспечения гибкости финансовой системы в условиях циклического развития экономики, способствующего сглаживанию динамики делового и финансового циклов, усиливающей амортизирующую способность экономики к воздействию неблагоприятных шоков.

В первом разделе на основе использования структурно-морфологического и функционального подходов получили дальнейшее развитие теоретические положения о сущности, функциях и структуре финансовой системы. Синтез структурно-морфологического и функционального подходов позволяет сместить акценты с рас-



смотрения национальной финансовой системы как моноцентрического и постоянного формирования на ее полиструктурность, динамичность образующих ее подсистем и элементов. Такие подсистемы и элементы в результате изменения качества институционального обеспечения, накопления в системе и вне ее финансовых дисбалансов, изменения приоритетов развития, целей регулирования, способные гибко перестраивать свою структуру, связи, осуществлять смену используемых методов и инструментов. Обобщены особенности реализации гибкости как одного из основополагающих качеств потенциала финансовой системы в процессе ее трансформационного и поступательного развития. Такое обобщение становится возможным на основе исследования закономерностей адаптации основных элементов экономических систем, учета их сложности, диалектики взаимосвязи проявлений структурной и функциональной гибкости, институциональных характеристик. Получили дальнейшее развитие положения о дуальной роли гибкости финансовой системы в процессе циклического развития экономики. В качестве факторов, снижающих гибкость, указаны ее основные дисфункции, которые усиливают цикличность макроэкономических параметров – чрезвычайная процикличность кредитного и фондового рынков, процикличность банковского регулирования и фискальной политики, определяющих «сверхэластичность» отдельных сфер финансовой системы.

Во втором разделе обоснована сущность финансовой гибкости субъектов хозяйствования как феномена проявления данного свойства на микроуровне финансовой системы. Рассмотрены различные теоретические подходы к пониманию финансовой гибкости с позиции мотивов ее формирования, источников и инструментов реализации. Обозначены критерии финансовой гибкости: маневренность, оперативность и экономичность. Исследована взаимосвязь между финансовой гибкостью и финансовыми ограничениями на макроуровне, а также факторы их определяющие: несовершенство рынка капитала, уровень развития и структура финансовой системы, цикличность экономики, характеристики компании (включая финансовую архитектуру). Указано, что кроме поддержки финансовой гибкости при формировании резервов средств и запаса долговой нагрузки, компании могут руководствоваться и другими мотивами. Предложена классификация видов финансовой гибкости исходя из источников и целей

формирования, влияния на финансовый потенциал, стадии воспроизводства финансовых ресурсов, инструментария, элементов финансового механизма, стадии делового цикла, видов финансовых ресурсов. Предложены принципы формирования гибкости финансовых систем на макро- и микро- уровнях, которые являются ключевым ориентиром при формировании национальной и наднациональной политики реструктуризации финансовых систем, отдельных их секторов и звеньев с целью усиления их устойчивости и безопасности, повышения эффективности выполнения своих функций в развитии инвестиционных и инновационных процессов в экономике.

В третьем разделе проведена оценка существующего уровня гибкости финансовой системы в Украине, а именно, сферы публичных финансов, финансов домохозяйств и финансов субъектов хозяйствования реального сектора. На основе предложенного методического подхода к оценке фискальной гибкости определен потенциал фискальной маневренности в соответствии с изменениями экономической конъюнктуры в Украине в 2003–2013 гг. Предложенный подход базируется на агрегированной оценке трех характеристик: фискального и функционального пространства, а также компоненты неопределенности тенденции. Определены реактивность фискальной политики, неспособность осуществления контрциклического влияния благодаря, в первую очередь, сформированному низкому уровню функционального пространства. Оценка гибкости домохозяйств в Украине в 2003–2014 гг. осуществлена по показателям нескольких компонентов – возможности расширения доходной базы домохозяйств, ее исходной стабильности, возможностей безопасного уменьшения отдельных видов расходов, способности применения денежных и других видов финансовых резервов и накоплений, наличия запаса долговой нагрузки, по сравнению с аналогичными характеристиками стран-участниц ОЭСР. Определены значения точек экстремума в динамике финансовых ресурсов и расходов домохозяйств, превышение которых контрпродуктивно влияет на размер ВВП. Оценен запас увеличения отдельных видов финансовых ресурсов и расходов домохозяйств, получен прогноз изменения в дифференциации населения в Украине в ближайшей перспективе. Предложен методический подход к интегральной оценке финансовой гибкости субъектов хозяйствования, учитывающий макроэкономические и микроэкономические факто-

ры финансовых ограничений доступа к капиталу, оперативность, компенсаторность и стоимость формирования инструментов обеспечения гибкости.

В четвертом разделе монографии гибкость рассмотрена как дополнительное свойство к основным характеристикам рынка – масштабу, эффективности, стабильности и доступа на рынок, определяющим «качество» финансового развития и его положительное влияние на другие сектора экономик. В этом аспекте получили дальнейшее развитие положения относительно формирования гибкости финансовой системы в реализации функции аккумуляции и трансформации ресурсов на финансовом рынке, проявляющиеся в гибкости к восстановлению и расширению функциональной способности рынка, а также гибкости в сдерживании его сверхэластичности. Доказано, что оценку гибкости рынка целесообразно осуществлять в двух измерениях: как результирующей характеристики эффективной адаптации рынка к вызовам экономической среды, а также как буферного запаса адаптивной реакции. Получено интегрированное значение гибкости рынка Украины для расширения финансового обеспечения экономики ex-ante, которое имеет нисходящий тренд. Исследованы факторы наиболее быстрого восстановления экономики в случае финансового кризиса в части восстановления функциональной способности рынка. Дано сравнение основных параметров финансовых кризисов в 2008 и 2014 гг. Оценена гибкость рынка к возникновению проблем в части его ликвидности, платежеспособности финансовых институтов, падению курса валюты. Способность использовать накопленный потенциал оценена на основе показателей продолжительности восстановления, асимметрии длительности и амплитуды восстановления после кризиса. Полученные низкие значения показателей потенциала гибкости рынка в Украине к шоковым воздействиям накануне двух кризисов.

В пятом разделе монографии определены стратегические детерминанты обеспечения гибкости финансовой системы на макроуровне. Доказано, что основными инструментами институционализации обеспечения фискальной гибкости через расширение фискального и функционального пространства является внедрение комплекса фискальных правил с усилением их контрциклической направленности. Для публичных финансов Украины внедрение

такого механизма определяет необходимость ответов на ряд вопросов. К основным из них относятся такие: определение оптимального времени для внедрения фискальных правил; состав фискальных показателей, подлежащих таргетированию; масштаб покрытия ими публичных финансов. Исследовано возможное влияние внедрения фискального правила расходов в бюджетный механизм в случае его применения до или после финансового кризиса 2008–2009 гг. В качестве эффекта от внедрения взято накопление дисбаланса государственных финансов в виде дефицита Государственного бюджета и долга. Исследованы принципы и основные элементы механизма макропруденциального регулирования, внедряемого в Украине для снижения системных финансовых рисков и поддержания общесистемной финансовой стабильности. Особое внимание уделено антициклическому макропруденциальному регулированию, направленному на риски накопления финансовых дисбалансов, которые способствуют усилению циклических проявлений. Отмечена актуальность вопроса расширения периметра макропруденциальной политики, решаемая на основе выбора масштабов покрытия им финансовых институтов, а также финансовой инфраструктуры в Украине. Рассмотрены модели организации и распределения функций при макропруденциальном регулировании и определены тенденции формирования такой модели в Украине. В соответствии с принципами построения эффективной модели снижения системных финансовых рисков определены наиболее оптимальные варианты организационной архитектуры пруденциального регулирования для отечественного финансового сектора.

## INTRODUCTION

The principles of the financial systems restructuring, improving their sustainability and effectiveness of regulation, show a fact of increased attention to the development of system's flexibility as de facto and de jure, are declared today at all levels of global economic. Different regulation institutions announce the transition of financial systems to a more stable, secure and transparent variant. Such property may provide the modernization of financial systems that in terms of cyclical economic development would facilitate the absorption of adverse shocks in the shortest possible time and with a minimum cost of the reaction. This will contribute reduction in amplitude, duration of the recession period and crisis, negative asymmetry. In such sense, the terms «elastic» or «capable for rapid recovery» economy is directly related to the concept of flexibility in the economy in general and the financial system in particular.

In investigation of financial system it is important to consider both flexibility - in terms of understanding it as macroeconomic phenomenon, that mediates the processes of adaptation and development of integrated areas and parts of financial relations, methods and tools, and local application - the financial flexibility of economic relations. Exploration of such system property would greatly enhance the effectiveness of financial systems adaptation, including the adaptation of regulation mechanism of financial relationships to different conditions at the system level with appropriate identification of systemic effects.

It should be noted, that strengthening cyclical processes in the economy occur as a result of accumulation of structural deformations in the global and national financial systems. At the global level there is a change of paradigm of methodological individualism that assumes unlimited expansion of consumption and increasing wealth on the basis of debt resources to the paradigm of rationalization the relationship between real and financial sectors. Such paradigm implies the prevalence of real economy with restraint of negative externalities owing to financialization processes. The local tasks include management of economic potential with resource optimization in terms of long-term and sustainable growth. It should be noted, that the use of rational consumer restrictions refers today mainly to the use of non-regenerative natural resources. However, the issue of reproduction and distribution of financial resources in the economy today have the same actuality. The

financial market activity in this process, efficient regulation of the processes on financial markets are involved in rapid credit expansion, followed by sweeping contraction, managing the formation of different kinds of financial reserves as passive adaptive potential of economic development. In this aspect, the financial system flexibility at the macro and micro levels is an important task of the modern approach to the regulation of financial processes.

Insufficient development level of theoretical and methodological foundations of financial system's flexibility which is functioning in the cyclical conditions of economic dynamic, on the one hand, and the importance of this research results for ensuring the sustainability of transition economies, on the other hand, indicate the importance of further investigation. This scientific problem is the topic of monograph.

This monograph is an attempt of implementation methodological and methodical basis for ensuring the flexibility of financial system that functioning in the cyclical conditions of economic development. All this promote smoothing the dynamics of the business and financial cycles; increase the amortization ability of the economy to adverse shocks influence.

In the first chapter based on structural and functional approaches it was developed theoretical principles of the nature, functions and structure of the financial system. The synthesis of the structural and functional approach allows to shift the focus from the contemplation of national financial system as monocentric and permanent formation to its polystructure, dynamic subsystems and elements that form it. These subsystems and components are able to reorganize its structure and relationships flexibly, to change the methods and tools as a result of institutional changes, accumulation of financial imbalances in system and beyond it, due to changes in priorities and regulatory purposes. It is generalized the overview of flexibility features as fundamental qualities of financial system's potential in the process of transformation and sustainable development. This generalization became possible due to investigation of adaptation patterns of the basic elements of economic systems, taking into account their complexity, the dual relationship of structural and functional flexibility, institutional characteristics. It was affirmed dual role of financial system flexibility in the cyclical development of the economy. As factors reduce the flexibility, it is indicated its major dysfunction, that reinforces the cyclical macroeconomic parameters – procyclicality of credit and stock markets,

prudential regulation and fiscal policy, that lead to "superelasticity" of certain areas in financial systems.

In the second chapter it is grounded the essence of financial flexibility as phenomenon of micro level of the financial system. It is overviewed the different theoretical approaches for understanding the financial flexibility through the motives of its formation, sources and instruments. It is marked the criteria for financial flexibility – maneuverability, speed and efficiency. It is investigated the relationship between financial flexibility and financial constraints and the factors that determine them: imperfect capital markets, the development and structure of financial system, the cyclical nature of the economy, characteristics of the company (including financial architecture). It is noted that in addition to maintaining financial flexibility through the creation of cash reserves and suboptimal financial leverage, the company can be guided by other motives. The classification of the financial flexibility is based on the sources and purposes of forming, impact on the financial strength, the stages of reproduction of financial resources, instruments, elements of the financial mechanism, the stage of the business cycle, and types of financing. It is offered principles of financial flexibility formation at the macro and micro levels that is the key factor in the shaping national and supranational policy of restructuring the financial systems for enhancing their stability, improving performance of its functions for investment activity and innovative economy.

The third chapter provides a detailed analysis of the existing level of flexibility of the Ukrainian financial system, namely public finance, finance of households and finance of the real sector of economy. The fiscal flexibility in response to changes in Ukrainian economic conditions in 2003–2013 years was evaluated, it was based on the proposed methodological approach to the assessment of fiscal flexibility. This approach is based on an aggregate assessment of three characteristics: fiscal and functional spaces, as well as component of uncertainty trends. It is determined the reactivity of fiscal policy, failure in implementation the countercyclical effect due to the low level of functional space. Financial flexibility of Ukrainian households in 2003–2014 years has been evaluated in terms of several components – ability to expand the revenue base of households, its initial stability, opportunities to reduce certain types of costs, capacity to use cash and other financial reserves and savings, debt availability, compared to the similar characteristics of households in

OECD countries. It is determined the existence and importance of extremum points in the dynamics of financial resources and expenditures of households, which in case of excess make counterproductive effect on GDP. It is reviewed reserve of increasing the certain types of financial resources and expenditure of households. It is forecasted the changes in income differentiation in Ukraine. It is promised the methodical approach to the integrated assessment of corporate financial flexibility, taking into account the macroeconomic and microeconomic factors, which limit access to capital, operativeness, compensatory and costs of forming flexibility.

In the fourth chapter of the monograph, flexibility has considered as an additional feature to the main characteristics of the financial market – the depth, efficiency, stability and market access that determine the «quality» of financial development and its positive impact on other sectors. In this regard, it is reviewed the statements about the formation of flexibility of financial system in its function implementation – accumulation and transformation of resources through financial market. Such property appears in the flexibility of restoring or expanding the functional capacity of market, and potentiality to restrain its overelasticity. It is proved that the estimation of financial market flexibility is appropriate to be carried out in two dimensions: the first one as result of financial market effective adaptation to the challenges of the economic environment, and the other as a buffer of adaptive response. It was obtained an integrated appraisal of Ukrainian financial market flexibility in expanding financial resources of economy ex-ante. Such feature has decreasing trend. It was analyzed the factors of economy for rapid recovery after financial crisis in terms of restoring the functional capacity of the financial market. It was made comparison of major characteristics of financial crises in 2008 and 2014. The flexibility of financial markets in the case of collapse of its liquidity, solvency of financial institutions, devaluation of national currency has evaluated. It was assessed the ability to use accumulated potential, based on indicators of recovery, duration and amplitude asymmetry of recovery after the crisis. It was obtained low values of flexibility potential of the financial market in Ukraine to shock impact on the eve of the two crises.

In the fifth chapter of the monograph it is specified strategic determinants of financial system flexibility at the macro level. It is proved that the basic tool of fiscal flexibility institutionalization through expanding fiscal and functional spaces is implementation of fiscal rules



with strengthening their countercyclical orientation. For public Ukraine finance implementation of such a mechanism requires answer for a number of questions, including the main ones such as determination of the optimal time for implementation; cast of fiscal indicators to be targeting; their scale coverage of public finances. Investigated the possible impact of the implementation of fiscal spending rules for the budget mechanism in the event of its application before the financial crisis of 2008–2009 or after it. The result of implementation was evaluated on the basis of reassessment of Government budget deficit and debt. In the sphere of financial market flexibility it was crucial to observe the principles and main elements of macro-prudential regulation, implementation of which have started in Ukraine. Such regulation is aimed to reduce systemic financial risks and maintain system-wide financial stability. Particular attention was paid to countercyclical macro-prudential regulation, focused on the risk of accumulation financial imbalances that strengthening cyclical dynamics. It is discussed the urgency of expanding the perimeter of macro-prudential policy in Ukraine. It was described the models of organization and functions location for efficient implementation of macro-prudential regulation. It was identified the trends in the development of such a model in Ukraine. According to the principles of building effective model for systemic financial risk reduction it was identified the optimal organizational architecture options for prudential regulation of the domestic financial sector.

# РОЗДІЛ 1. МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ДОСЛІДЖЕННЯ ГНУЧКОСТІ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ

## 1.1 Структурно-морфологічний і функціональний підходи як методологічна основа для пізнання сутності фінансової системи

Можливість реалізації системних фінансових криз національного і світового масштабу сьогодні поставила на чільне місце питання дослідження реструктуризації фінансових систем, зміни трансмісійного механізму між фінансовою політикою і економічними результатами, трансформації взаємозв'язку між окремими елементами фінансових систем, їх ролі в процесі забезпечення економічного розвитку та визначення ступеня чутливості до тих чи інших кризових явищ. Вирішення цих питань сприятиме визначенню ендогенних і екзогенних факторів фінансових і макроекономічних криз.

Актуальність системного підходу в дослідженні фінансових відносин визначається також наявністю у нього низки безперечних переваг:

- розгляд фінансової системи як цілісного формування, з урахуванням нової властивості, що виникає при об'єднанні її елементів;

- зв'язки та структура фінансової системи розглядаються як чинники, що визначають її властивості;

- елементи фінансової системи досліджуються у взаємозв'язку та взаємовпливі.

Разом з тим, мають місце і певні складності в системному дослідженні фінансових відносин, реалізації структурно-функціонального аналізу фінансової системи в цілому з огляду на:

- складність формування змісту фінансової системи як підсистеми економічної системи в цілому внаслідок незавершеності і неоднозначності визначення останньої, а також неоднозначності формулювання поняття самої «системи»;

- проблеми, що накопичилися в сучасній теорії фінансів, пов'язані з визначенням їх функцій, ролі і сутнісного змісту на сучасному етапі їх генезису;

– дивергенцію процесів, що відбуваються у фінансовій системі, які свідчать, в першому наближенні, про руйнування її системної або інтегративної якості;

– складність економічних процесів, які, незважаючи на очевидний системний характер прояву (виходячи зі ступеня взаємозв'язку і взаємозумовленості), з точки зору дослідника в силу незнання або нерозуміння виглядають як невпорядковані і, отже, «безсистемні».

З огляду на те, що дослідження сутності та структури фінансової системи відносяться до фундаментальних основ фінансової науки, як у вітчизняній, так і зарубіжній науці, сформувалися певні напрямки досліджень і шкіл, що займаються цими питаннями. Серед вітчизняних вчених необхідно відзначити Опаріна В., Дробозіну Л., Юрія С., Федосова В., Василика О. Втім, зміна умов функціонування визначають необхідність розвитку теоретичних підходів до визначення структури фінансової системи, розробки індикаторів ефективності її функціонування.

Поняття системи є вихідним в уявленні матерії як структурно-впорядкованого утворення. Незважаючи на те, що дана категорія є предметом дослідження з періодом адекватним терміну існування самої науки, генезис підходів до розуміння сутності системи свідчить про поступове формування уявлення про неї як про об'єкт, який виникає в результаті операції виокремлення певної частини зовнішнього світу, що має просторову або функціональну замкнутість за тими чи іншими системоутворюючими характеристиками [31]. При цьому, підкреслюючи роль дослідника і його мети в формулюванні уявлення про систему, вчені говорять про те, що сам об'єкт в цілому може бути представлений безліччю систем щодо певних інтеграційних або системоутворюючих якостей [1]. Отже, завдання дослідника зводиться, або до виокремлення системи з середовища за певною обраною ним ознакою, або ставиться питання про володіння певною сукупністю системними якостями (цілісністю, наявністю двох і більше типів зв'язків між елементами, структурою, організацією, рівнями ієрархії тощо). Для фінансових систем важливими є, як перша, так і друга постановка питання: на макрорівні вирішується проблема функціонального або просторового (організаційного) включення в систему тих чи інших підсистем або елементів для більш точної і об'єктивної уяви про протікання фінансових процесів і виявлення притаманних їм

закономірностей; для фінансів мікрорівня вирішується питання про формування або виявлення їх системних якостей на рівні економічного суб'єкта.

В цілому, виділяють наступні точки зору на сутність економічної і, як однієї з її складових, фінансової системи: функціональний, структурно-морфологічний, інформаційний та генетичний. В якості найбільш важливих з нашої точки зору необхідно виділити такі:

– *структурно-морфологічний підхід* – визначення системи як інтегрованої цілісності, сукупності змінних, властивостей і сутностей, пов'язаних між собою, які мають певний рівень такого взаємозв'язку, що відзначається в появі інтеграційних якостей. При цьому наголошується на необхідності наявності морфологічної, інформаційної, функціональної єдності законів їх руху. В даному підході виокремимо два можливих напрямки, які відображають об'єднання форм прояву і об'єднання елементів за єдністю їх істотних властивостей;

– *функціональний підхід* – визначення системи як організованого комплексу засобів досягнення певної мети, виконання певної функції. Незважаючи на те, що часто фінансову систему і ототожнюють із сукупністю фінансових відносин, в якості ключової її ознаки тут вказується її функція – розподіл і перерозподіл фінансових ресурсів, доходів.

В цілому, структурно-морфологічний підхід відповідає на питання, з чого складається система, функціональний – що вона робить і як вона працює. У функціональному підході саме функція визначає побудову фінансової системи і її генезис, фінансовий механізм, припускаючи тим самим, що не сфера фінансової системи визначає її функцію, а функція сферу фінансової системи. На цьому наполягає і системний аналіз, де першочерговим в проведенні дослідження системи є виявлення її системоутворюючої функції. Необхідно відзначити, що функціональний підхід набуває все більшої популярності в дослідженні фінансового сектора. Так, наприклад, за ступенем виконання тих чи інших функцій фінансовим сектором оцінюється і робиться висновок про його фінансову стійкість.

У вітчизняній і зарубіжній теорії фінансів набули поширення, як структурно-морфологічний, так і функціональний підходи до фінансової системи. Фінансову систему як сукупність

відокремлених, але взаємопов'язаних сфер фінансових відносин розглядають: Дробозіна Л., Окунєва Л., Андросова Л. [116]; Петровська І., Клиновий Д. [88]; Юрій С., Кизим Т., Злепко Н., Тріпак М. [117]; Вавілов Ю., Єгоричева І., Сєдова М. [115], Ковбасюк Ю. [39]; Фєдосов В. [119].

За формою прояву фінансову систему як сукупність різних фондів фінансових ресурсів розглядають Василик О., Леоненко П., Єфименко П., Ілєнко А. [112], Буряк П., Смоленська С. [118].

При цьому об'єднання сфер в структурно-морфологічному підході можливе на підставі: форм власності (державні і недержавні грошові фонди); масштабу дослідження (макро і мікрорівень); підпорядкованості певним органам управління, законодавчо закріпленої організаційної структури (бюджетні та позабюджетні фонди грошових коштів); приналежності грошових фондів певним інституційним секторам економіки.

Більш суперечливим в дослідженнях авторів виглядає функціональний підхід. Виходячи зі своєї сутності він неминуче включає в себе проблему ототожнення фінансової системи з фінансовим механізмом або його елементами. Зупиняючись на функціональному підході, слід зазначити точку зору на фінансову систему вітчизняних вчених, які формують своє уявлення про фінансову систему, як про ціле, складене з частин, взаємопов'язаних спільними функціями [113]. Ці функції – в основі системоутворюючих відносин, як усередині системи, так і в її взаєминах з іншими системами. Разом з тим, функціональний підхід визначає не стільки виокремлення функції фінансів як системоутворюючого фактору, скільки розгляд системи через призму методів та інструментів, завдяки яким вона функціонує, виконує свою роль в економічному розвитку. Так, робить еквівалентним фінансову систему і фінансовий механізм розгляд системи як сукупності форм і методів формування, розподілу і використання централізованих і децентралізованих грошових фондів з метою виконання функцій і завдань держави, підприємств і населення щодо забезпечення розширеного відтворення, задоволення соціальних та інших потреб суспільства [4]. До цього напрямку слід віднести і розуміння фінансової системи Малиновським В., який розглядає її як сукупність різних форм організації фінансових відносин, за допомогою яких забезпечується функціонування фінансів [59]. Таким чином, функціональний

підхід до визначення сутності фінансової системи обов'язково несе в собі діалектичну єдність таких понять як «функція», «механізм», «форма організації»: з одного боку, механізм є формою або способом організації функцій, що виконуються системою, з іншого боку, сама система організовує ці відносини.

Необхідно відзначити, що на відміну від теорії фінансів, де фінансовий механізм іноді розглядається окремо від дослідження сутності та структури фінансової системи, в економічній теорії сутність економічної системи розкривається за допомогою формулювання єдності продуктивних сил, економічного механізму та економічних відносин [22]. І дійсно, фінансову систему складно уявити собі без способу чи способів, що визначають порядок певного виду діяльності, сукупність певних ланок і елементів, які виступають рушійною силою того чи іншого економічного процесу [60]. Таким чином, фінансовий механізм – це по-суті інституціоналізація фінансових відносин в різних їх сферах і ланках, які, існуючи в певному інституційному середовищі, упорядковуються, набувають певних закономірностей реалізації. На цю особливість фінансового механізму звертають увагу і автори підручника під редакцією Федосова В. і Єфименко П., які свідчать про те, що організаційно-правові основи побудови і функціонування фінансової системи є інституційним забезпеченням консенсусного процесу формування та використання фінансових ресурсів держави, що реалізується через фінансове право і фінансовий механізм [113]. Виходячи із найбільш високого рівня розгляду фінансового механізму, за слушним ствердженням Онишко С. він є самою системою фінансових відносин, які виникають на стадіях формування, розподілу і перерозподілу ВВП з приводу створення, акумуляції та використання фінансових ресурсів, а на практичному – це складова господарського механізму, яка на основі сукупності стимулів, важелів, інструментів, форм і способів здійснює регулювання економічних процесів [70].

Таким чином, функціональний підхід обґрунтовує необхідність обов'язкового включення у фінансову систему певних елементів або всього фінансового механізму. Ґрунтуючись на структурі фінансово-кредитного механізму, вдало запропонованої авторами навчального видання під редакцією Федосова В., де в якості його основних елементів розглядаються фінансово-кредитне забезпечення, фінансово-кредитне регулювання, оргструктури,

методи і інструменти, важелі впливу [110], виокремимо такі як фінансове забезпечення (власне механізм функціонування), регулювання (механізм впливу) і організацію. При цьому припустимо, що регулювання можна в цілому охарактеризувати як методи і інструменти, важелі впливу суб'єкта на об'єкт управління.

Необхідно відзначити, що деякі автори, повністю накладаючи підхід теорії управління на визначення сутності фінансового механізму, розглядають фінансовий механізм як суто управляючу підсистему [40], ототожнюючи його з сукупністю форм, методів і важелів управління фінансами, тим самим, заперечуючи існування власне механізму функціонування фінансів.

Разом з тим, фінансовий механізм не зводиться, ані до механізму регулювання або управління, ані до механізму функціонування. Тільки їх інтеграція дозволяє найбільш об'єктивно відобразити процеси, що протікають у фінансовій системі. У цьому аспекті доцільно навести визначення фінансової системи, запропоноване авторами підручника під редакцією Буряка П. і Жихаря О., які розглядають її як взаємозалежне об'єднання процесів об'єктивного розподілу вартості ВВП і суб'єктивного впливу на нього державної політики в існуючому економіко-правовому просторі [7].

Водночас, виокремлення механізму макроекономічного регулювання фінансових процесів безперечно необхідно в фінансовому механізмі. З цієї позиції найбільш вдалий його розгляд надано Львовичкіним С., який розглядає фінансовий механізм з позиції реалізації фінансової політики держави, виділяючи в ньому форми фінансового забезпечення та способи фіскальної і монетарної політики держави та ринкового саморегулювання, а також систему управління, що включає фінансові інструменти та фінансові індикатори [56].

Виходячи з верховенства функції над формою, виокремимо функції фінансової системи з подальшою її структуризацією на окремі сфери і ланки. При цьому основна функція фінансової системи повинна: забезпечувати виконання певної ролі фінансів у суспільному виробництві, відображати інтегративну якість фінансової системи і основні функції, що виконуються фінансами, бути заданою системою більш високого рівня. В якості такої *функції* може бути названо забезпечення сталого соціально-економічного розвитку держави та її громадян на основі

ефективного формування і використання фінансових ресурсів у всіх сферах фінансової системи. В якості основної *мети* фінансової системи і, відповідно, фінансової політики, на думку ряду вчених, можуть бути запропоновані зростання обсягів фінансових ресурсів у фінансовій системі за рахунок основних факторів ВВП [122], накопичення фізичного і фінансового капіталу [26].

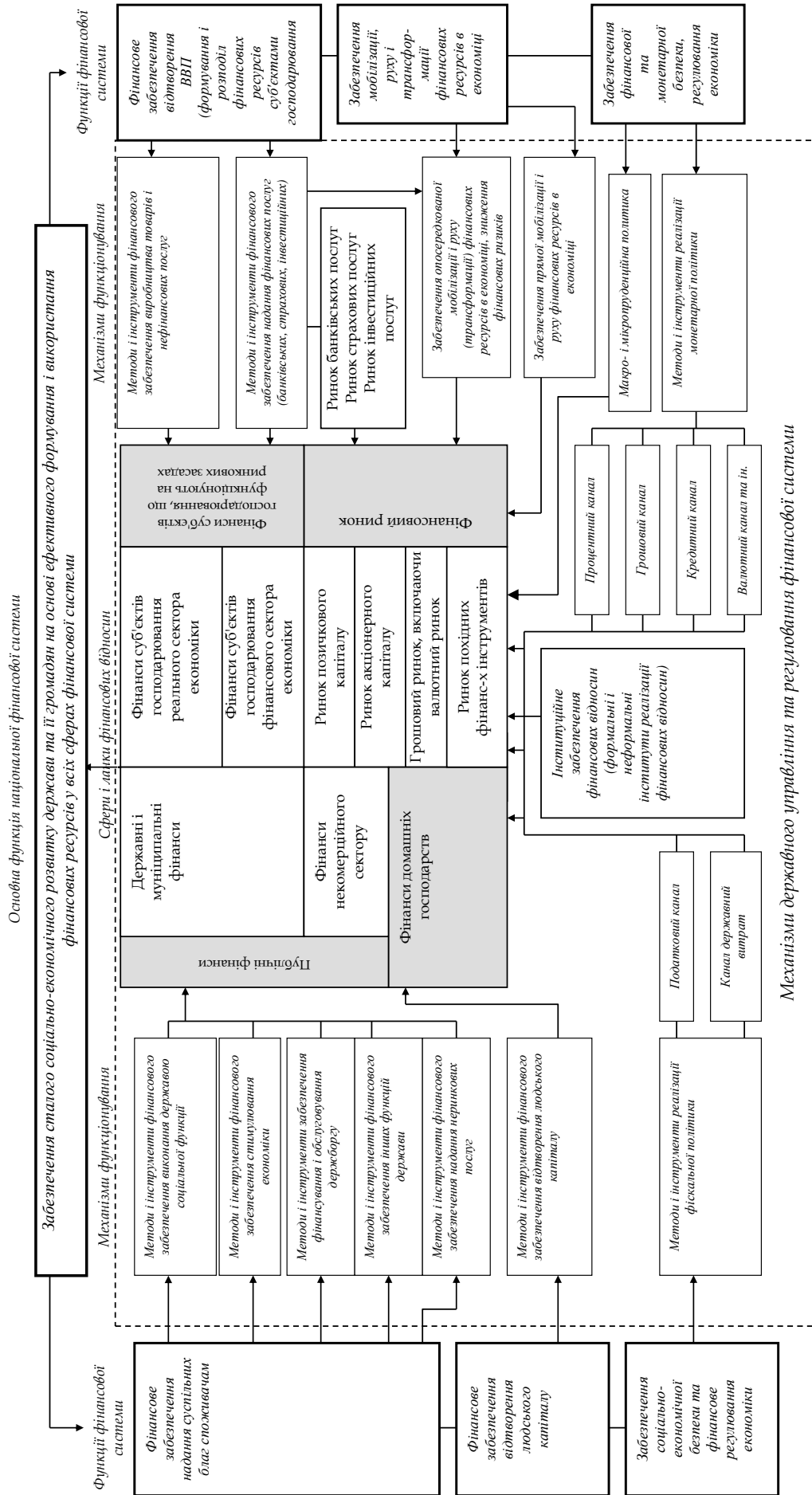
В якості більш локальних функцій фінансової системи можна запропонувати такі: фінансового забезпечення надання суспільних благ споживачам, фінансового забезпечення відтворення людського капіталу, відтворення ВВП, мобілізації руху і трансформації фінансових ресурсів в економіці, соціально-економічній, фінансової і монетарної безпеки (рис. 1.1).

Таким чином, ґрунтуючись на структурно-морфологічному і функціональному підходах до сутності *фінансової системи* охарактеризуємо її як інтегровану цілісність сфер і ланок фінансових відносин, методів та інструментів фінансового забезпечення відтворення ВВП, реалізації фіскальної та монетарної політики, а також їх інституційного забезпечення, що дозволяють на основі ефективного формування і використання фінансових ресурсів забезпечити сталий соціально-економічний розвиток держави та її громадян.

В цьому аспекті розгляду фінансової системи підкреслюється її забезпечувальна або «інфраструктурна» роль в економіці. На цьому аргументі наполягають Львовчкін С., Опарін В. і Федосов В., підкреслюючи, що «...фінанси існують не самі по собі, а заради забезпечення потреб громадян, підприємств і держави. Будь-яка фінансова операція так чи інакше, в даний момент чи у перспективі має бути пов'язана із суспільним відтворенням» [55].

Системний підхід до розгляду фінансових відносин вимагає обов'язкового визначення середовища системи або того, що не є нею. З огляду на багатовимірність середовища фінансової системи відзначимо основні її типи: зовнішнє фінансове середовище (національні фінансові системи інших країн, світові фінансові ринки і інститути); зовнішнє суспільне середовище (держави, політика, ідеологія, освіта, культура, право, релігія, звичаї, цінності, норми інших країн); зовнішнє і внутрішнє природне середовище; внутрішнє соціальне середовище держави.





**Рис. 1.1 Структура і функції фінансової системи**

Важливим є також визначення *макро-* і *мікрорівня* дослідження фінансової системи. Макрорівень фінансової системи – це такий рівень розгляду закономірностей та агрегування фінансових відносин, які дозволяють досліджувати фінансову систему та її основні сфери в цілому, в їх інтегративній цілісності. При цьому, агрегування дозволяє виокремити макроагенти та відповідні фінансові відносини за сферами та ланками (домогосподарства та, відповідно, фінанси домогосподарств; суб'єктів господарювання реального та фінансового секторів економіки та, відповідно, фінанси цих секторів; державу, місцеві органи влади, некомерційні суб'єкти господарювання та відповідно, публічні фінанси), а також макроринки (фінансовий ринок в цілому, ринок капіталу, валютний ринок, тощо), макрофінансові взаємозв'язки та макрофінансові показники.

В якості мікрорівня фінансової системи можуть розглядатися фінансові відносини на рівні окремих суб'єктів господарювання та домашніх господарств із визначенням закономірностей їх механізмів функціонування та управління. Мікрорівень фінансових відносин може застосовувати у дослідженні фінансових взаємовідносин між окремими суб'єктами, в тому числі на фінансовому ринку, або у відносинах із фінансовими державними та місцевими інституціями.

Фінансова система через свою складність і наявність багатьох структуроутворюючих факторів має властивість поліструктурності. Разом з тим, використання функціонального підходу до її структурування, який дозволяє взаємопов'язати сфери фінансових відносин із функціями фінансової системи, а також взяти до уваги функції окремих суб'єктів (інститутів) з позиції їх участі як елементів і підсистем економічної системи, дає підставу виокремити такі *сфери фінансової системи*: публічні фінанси або фінанси публічного сектора економіки, що включають державні і муніципальні фінанси, а також фінанси некомерційного сектора; фінанси суб'єктів господарювання, що функціонують на ринкових умовах та включають фінанси суб'єктів господарювання реального і фінансового секторів; фінанси домашніх господарств. Крім того, фінансова система включає таку її ланку як фінансовий ринок.

Необхідно відзначити, що даний підхід носить виражений інституційний характер і отримав на сьогодні широке визнання в середовищі вчених [94]. Його особливістю є подолання

моноцентричності в уявленні фінансової системи з перевагою на користь, як державних фінансів, так і на користь фінансового сектора. Крім того, тут застосовується концепція розширеного трактування суспільного виробництва, яка припускає, що у виробництві суспільного продукту і національного доходу беруть участь, як галузі, що створюють матеріальний продукт, так і такі, що надають послуги. Тому первинними доходами, створеними внаслідок первинного розподілу ВВП, є: доходи підприємств, власників землі і капіталу, найманих працівників та органів державної влади.

Разом із тим, модель фінансової системи не може точно відповідати зазначеній вище концепції. Так, фінансовий ринок як результат інституціоналізації зв'язків між суб'єктами фінансової системи не продукує фінансові ресурси і не є інституційним сектором економіки. Однак з огляду на його провідну роль в акумуляції і перерозподілі фінансових ресурсів, він є одним із ключових компонентів фінансової системи.

Незважаючи на те, що нефінансові і фінансові корпорації формують різні інституційні сектори економіки, у фінансовій системі вони об'єднані в одну сферу. При цьому, фінанси суб'єктів господарювання фінансового сектора економіки, з одного боку, функціонально забезпечують відтворення ВВП в сфері надання фінансових послуг, з іншого, виконують суспільну роль, забезпечуючи оптимальну з точки зору національної економіки трансформацію фінансових ресурсів і зниження фінансових ризиків. Незважаючи на наявність аналогічної проблеми, що полягає у виникненні протиріч між підприємницьким інтересом суб'єкта господарювання та інтересами суспільства, в сфері виробництва товарів і послуг нефінансового призначення, фінансовий сектор у зв'язку з його особливим предметом діяльності, є об'єктом підвищеного контролю і регулювання з боку фінансових органів держави.

Переходячи до структуризації фінансового ринку, необхідно відзначити, що, незважаючи на досить обширні дослідження в цій області, його розуміння дуже далеко від консенсусної точки зору. Виділимо такі напрямки в цьому питанні:

1) «широка» точка зору на фінансовий ринок, відповідно до якої він розглядається як сукупність економічних відносин, пов'язаних з процесами купівлі-продажу фінансових ресурсів. При цьому з позиції Опаріна В. – це обмінно-перерозподільні відносини

[73]. Підтримують розподільчий і перерозподільчий характер таких відносин і інші автори, наприклад Школьник І. [132]. Тут необхідно погодитися з тими авторами, які підкреслюють підставу таких відносин – формування попиту і пропозиції на фінансові ресурси або активи, необхідність акту їх купівлі-продажу, реалізація даних відносин в сфері обміну, оскільки розподіл і перерозподіл фінансових ресурсів може реалізовуватися не тільки за допомогою ринкового механізму, але і в планово-адміністративному порядку. Дана точка зору на фінансовий ринок цілком узгоджується з уявою про нього як своєрідної забезпечувальної (інфраструктурної) складової фінансової системи, надбудови, за допомогою якої координується діяльність фінансової системи в цілому, ланки, де забезпечується трансмісія фінансових ресурсів, взаємодія суб'єктів специфічних фінансових відносин;

2) «вузька» точка зору на фінансовий ринок як інституцію – місце купівлі-продажу фінансових ресурсів, або фінансову інституцію – фінансову установу, за допомогою яких здійснюється перерозподіл фінансових ресурсів. Як сукупність фінансових інститутів розглядають фінансовий ринок Загородній А., Вознюк Г. [121]. Іванов В. розглядає фінансовий ринок як місце купівлі-продажу фінансових ресурсів та сукупність інститутів, що забезпечують їх обіг [29]. Аналогічно, на думку Іваницької О. фінансовий ринок – це мережа спеціальних (банківсько-фінансових інститутів), що забезпечують взаємодію попиту і пропозиції на гроші як специфічний товар, їх взаємне врівноваження [32].

Водночас, не можна допускати змішування змісту фінансового ринку і форми, яку він приймає: за змістом ринок є одним із видів зв'язку економічних суб'єктів, що реалізується в певних економічних відносинах. За формою своєї інституціоналізації, або організації – він може бути організованим, або неорганізованим (стихійним); біржовим чи позабіржовим.

З нашої точки зору основна проблема в ототожненні фінансового ринку і фінансових інститутів – в їх загальної функції, яку вони виконують в розподілі і перерозподілі фінансових ресурсів. Інакше кажучи, є взаємозамінними. Так, відповідно до традиційної моделі Ерроу-Дебре розподіл ресурсів фірми і домогосподарства здійснюють через фінансовий ринок і фінансові посередники не грають ролі: якщо ринок повний і ефективний, то розподіл ресурсів є Парето-оптимальним і фінансові посередники

не можуть збільшити доходи інвесторів і реципієнтів. До аналогічних висновків приводить і контекстний розгляд теореми Міллера-Модільяні – фінансова структура не має значення, а фінансове посередництво не може створити додаткову вартість [241]. Разом із тим, умови підтвердження даних гіпотез є науковими абстракціями, а механізм перерозподілу фінансових ресурсів за участю фінансових посередників має свої особливості, переваги і недоліки. Основні аргументи на користь доцільності фінансового посередництва, а також підтвердження його значного розвитку в останні десятиліття полягають у наступному:

- завдяки економії на масштабах діяльність фінансових посередників дозволяє знизити трансакційні витрати фінансових операцій;

- фінансові посередники в значній мірі знижують асиметрію інформації між учасниками фінансової діяльності;

- фінансові посередники мають значні можливості для зниження і менеджменту фінансових ризиків.

Варто відзначити, що ці висновки відносяться переважно саме до різних способів перерозподілу фінансових ресурсів, а не до банківських або інвестиційних послуг в цілому, надання яких без фінансових посередників неможливе. Крім того, дослідження ступеня взаємозамінності фінансового ринку і фінансового посередництва здійснюється переважно тільки щодо операцій з цінними паперами – кредитування економіки проводиться в основному опосередковано (через банківські та парабанківські інститути). Водночас, позиція авторів щодо існування фінансового ринку тільки на підставі функціонування фінансово-кредитних установ має під собою певні підстави, що підтверджуються сучасними процесами, які відбуваються в сфері купівлі-продажу фінансових ресурсів. Незважаючи на зростання обсягів фінансового ринку, основними його учасниками є інституційні інвестори. При цьому значно збільшилася участь на ньому небанківських фінансових установ (в США) і банків (в Західній Європі). Навпаки, показники співвідношення обсягів емісії акцій нефінансовими корпораціями та обсягів їх капітальних інвестицій, а також обсягів прямого інвестування домогосподарств на фондовому ринку мають знижувальний тренд. Як наслідок, сьогодні вже можна говорити про фінансовий ринок, який переважно формується фінансовими посередниками і про значне зниження обсягів фінансового ринку прямої участі.

Здебільшого гетерогенність фінансового ринку проявляється в його структурі – взаємопроникненні і накладанні одного виду фінансового ринку на інший. Найбільш поширеними ознаками структурування фінансового ринку при цьому є: вид фінансового інструменту або активу, який виступає в ролі товару у відносинах перерозподілу фінансових ресурсів; функціональне призначення; умова набуття права власності (передачі фінансових ресурсів). З нашої точки зору найбільш ємне за першою ознакою визначає структуру фінансового ринку Школьник І., виокремлюючи валютний, депозитний, кредитний, ринок боргових цінних паперів, ринок акцій, ринок похідних фінансових інструментів [132]. Близьким до даного підходу є структурування фінансового ринку за ознакою специфіки організації торгівлі, згідно з яким в цю структуру входять: кредитний ринок і ринок цінних паперів [73], валютний ринок [131], ринок похідних фінансових інструментів [132]. При цьому валютний ринок в такій постановці питання на нашу думку повинен обмежуватися тільки ринком конверсійних операцій з іноземною валютою. Така структура фінансового ринку цілком відображає і функціональне призначення кожної з його структурних складових. Разом з тим, в найбільш повній мірі відобразити одну з основних функцій фінансового ринку – перерозподіл фінансових ресурсів в економіці дозволяє виокремлення його елементів не за інструментальною або організаційною ознакою, а за критерієм умов передачі фінансових ресурсів інвесторами або, іншими словами, способу фінансування економічних суб'єктів. За цією ознакою фінансовий ринок поділяється на ринок позичкового і акціонерного капіталу (кредитний ринок і ринок акцій). Водночас, оскільки термін «капітал» асоціюється в більшій мірі із вкладанням довгострокових фінансових ресурсів, повнота розгляду складових фінансового ринку потребує включення ринку грошей, на якому на відміну від ринку позичкового капіталу, обертаються грошові кошти та їх еквіваленти, платіжні засоби у вигляді цінних паперів. Але, що є більш важливим, він відрізняється своїми функціями, які полягають у забезпеченні ліквідністю його учасників, обслуговуванні руху оборотних коштів, включаючи рефінансування платіжних інструментів. Треба погодитися із слушною точкою зору тих авторів, які включають в якість його складових валютний ринок [38].

Важливою є і функція хеджування фінансових ризиків, яка реалізується за допомогою ринку похідних фінансових інструментів в структурі фінансового ринку. Не дивлячись на суттєвий перекис в бік спекулятивних мотивів, які переважали останнім часом на цьому ринку, його специфічний механізм зниження цінових ризиків дає підстави вважати його необхідним елементом фінансового ринку, який сприяє виконанню забезпечувальної ролі останнього в системі відтворювальних економічних відносин.

Така структура узгоджується і з традиційним розглядом двох моделей фінансової системи – банкоцентричної (континентальної) і ринкової (англо-американської). Незважаючи на інституційну відмінність в перерозподілі фінансових ресурсів, яка є в назві, що полягає в переважному їх перерозподілі через інститут банків або інститут ринку, саме переважаючий спосіб фінансування має сенс мати на увазі сьогодні при виокремленні даних двох моделей. Причиною послужили певні трансформації в фінансових системах розвинених країн, що дозволяють говорити про так звані «стару» і «нову» фінансовій системі. При цьому «стара» фінансова система, на думку німецького вченого Падоа-Шюппа Т., характеризується [369]:

- чітким функціональним поділом між фінансовими інститутами і фінансовими ринками (ринком акцій, облігацій і деривативів);

- функціональним поділом між трьома видами фінансових інститутів – банками, страховими компаніями та інвестиційними фондами – надання різних фінансових послуг визначало специфічні для них способи розподілу ризиків і ресурсів;

- поділ функцій регулювання та нагляду з боку держави щодо зазначених інститутів і ринків.

«Нова» фінансова система характеризується відсутністю перших двох особливостей. Функціональна інтеграція інститутів і ринків стала результатом пошуку більш гнучкого і ефективного шляху трансформації заощаджень в інвестиції. Слідом за такою інтеграцією державне регулювання також зазнає певних трансформацій.

Отже найбільш обґрунтованим є розгляд структури фінансового ринку з позиції функціонального підходу. На думку ряду вчених саме функція в аналітичних моделях динаміки фінансових систем є «концептуальним якорем», екзогенною змінною, інституціональним ж формам відведена роль ендогенних або залежних змінних [348].

Системний розгляд фінансових відносин передбачає необхідність врахування наявності зв'язків у системі. Ґрунтуючись на традиційному виокремленні зв'язків управління і функціонування, зазначимо такі їх види у фінансовій системі:

а) зв'язків управління (що виникають в процесі контролю, регулювання, нагляду, планування фінансових відносин), які виникають між суб'єктами господарювання, державою;

б) зв'язки функціонування (базуються на фінансових відносинах: з приводу податкових платежів, фінансування та погашення боргу, розподілу доходів між власниками, формування фондів, страхування).

Доповнює структурно-функціональне подання фінансової системи запропонована в Додатку А сукупність показників її структури. При цьому такі показники повинні, з одного боку, відобразити масштаби формування і використання фінансових ресурсів в тій чи іншій її сфері, з іншого ж боку, для відображення ступеня їх пропорційності або диспропорційності, мати взаємозв'язок з показниками функціональної ефективності фінансової системи. Відповідно до наведеної структури фінансової системи, а також виокремлених функцій, що реалізуються в її сферах і ланках, сформульовано показники функціональної ефективності.

Таким чином, використання синтезу структурно-морфологічного і функціонального підходів дозволяє змістити акценти з розгляду національної фінансової системи як моноцентричного і незмінного формування на її поліструктурність, динамічність формування її підсистем і елементів, які в результаті зміни якості інституційного забезпечення, накопичення фінансових дисбалансів, що формуються в системі і поза неї, зміни пріоритетів розвитку, цілей регулювання, здатні гнучко перебудувувати свою структуру, зв'язки, проводити зміну методів та інструментів, які використовуються.

## **1.2 Закономірності прояву гнучкості в розвитку економічних систем**

Дослідження динамічних процесів сучасності вимагає прийняття до уваги їх крайньої нестійкості, нелінійності, альтернативності та обмеженої раціональності економічних агентів.



Динаміку фінансових систем сьогодні вже не можна розглядати з позиції її однозначної послідовності, однорідності, спрямованості на чітко визначені передумови взаємодії її інститутів та суб'єктів господарювання. В таких умовах гнучкість фінансової системи стає однією з ключових якостей її адаптивного функціонування.

Розкриття сутності гнучкості фінансової системи та особливостей її проявів доцільно здійснити на основі даної характеристики як *загальної властивості економічних систем*. Дослідженню питань закономірностей розвитку економічних систем присвячено багато робіт авторів, які є представниками різних наукових напрямів: еволюційної економіки [52, 63], синергетики [99], неоінституціоналізму [93, 67], теорії систем [3, 23, 111, 128], економічної транзитології [30, 114, 16] та ін. Разом із тим, проблемам дослідження закономірностей прояву окремих поведінкових характеристик макро- і мікроекономічних систем, що відображають їх можливості реагування на зміни внутрішнього та зовнішнього середовища, присвячено достатньо мало робіт. Отже, поряд із важливістю дослідження гнучкості в різних функціональних сферах, актуальним також є виявлення загальних закономірностей прояву цієї властивості.

У зв'язку з цим актуальним є узагальнення особливостей реалізації гнучкості фінансової системи як однієї з основних *якостей адаптивного потенціалу економічних систем* в процесі їх розвитку.

Перш ніж визначити роль і особливості прояву гнучкості в розвитку економічних систем, необхідно чітко зазначити критерії ідентифікації даного явища, оскільки його трактування в літературі носить досить розпливчастий характер. Розглядаючи процес адаптації як основу прояву гнучкості, сформулюємо два підходи до визначення сутності цієї властивості:

1) широкий підхід, який передбачає розгляд *гнучкості* як необхідної умови адаптації, тобто атрибута або необхідної ознаки пристосованості економічних систем. В цьому випадку гнучкість є безпосереднім відображенням *адаптаційного потенціалу системи*, наявність якого вказує на володіння системою сукупністю можливих реакцій на зміни у зовнішньому і внутрішньому середовищі, що відображає ступінь можливої її різноманітності. Інші властивості, такі як маневреність і оперативність, доповнюють

дію гнучкості та роблять процес адаптації більш ефективним. Формально даний підхід можна описати наступним чином:

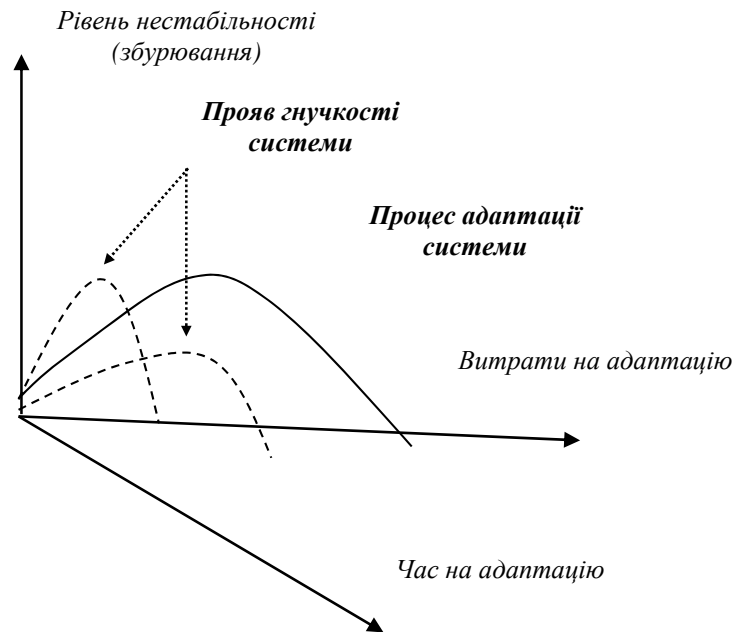
«Гнучкість (адаптивність)» + «Маневреність (оперативність)» =  
«Ефективна адаптація».

Так, до фактичного ототожнення гнучкості і адаптації приходять Скворцов М., який трактує процес адаптації підприємств до умов ринку як забезпечення технічної, технологічної, організаційної та економічної гнучкості [102, с. 77]. Ототожнює гнучкість із здатністю об'єкта до варіації однієї або декількох своїх характеристик і Мартін Р. [345]. До даного підходу слід також віднести і точку зору таких авторів як Білоцерківець О., Бурлай Т., Гончар Н. [20], які розглядають в якості складових адаптивності економічних систем гнучкість, диверсифікованість, конкурентоспроможність, врівноваженість, збалансованість і інші характеристики;

2) вузький підхід, відповідно до якого *гнучкість* слід розглядати як необхідну умову ефективної адаптації. В цьому випадку гнучкість поряд із іншими властивостями (адаптивністю, оперативністю, маневреністю тощо) є властивістю економічних систем. Атрибутом же адаптації служить адаптивність на відміну від гнучкості. Формально даний підхід опишемо в такий спосіб:

«Адаптивність» + «Гнучкість» + ... = «Ефективна адаптація».

Іншою мовою, відповідно до цієї точки зору позитивна адаптивність економічної системи в умовах її обмеженої гнучкості означала б наявність в системі тільки керованості, але не завжди ефективної. На користь такого підходу виступають автори навчального посібника з системного аналізу Анфілатов В., Ємельянов А., а також Кукушкін А. [3] і Волкова В. [111], якими гнучкість розглядається як характеристика керованості поряд з такими властивостями як оперативність, точність, швидкість, інерційність та ін. В якості умови ефективної адаптації розглядає гнучкість і Соколова Л. [105]. При цьому такою гнучкістю на її думку повинні характеризуватися стійкі характеристики підприємства (цілі, стратегії, організаційна та виробнича структура, технології). В рамках даного підходу властивість гнучкості збільшує ефективність процесу адаптації економічної системи завдяки формуванню і реалізації спеціальних інструментів економії коштів і часу (рис. 1.2).



**Рис. 1.2 Вплив гнучкості на адаптаційний процес економічної системи**

Разом з тим, необхідно зробити висновок, що:

– з одного боку, гнучкість не існує без адаптивності – наявності різноманітних реакцій, адаптивність є необхідною умовою прояву гнучкості;

– з іншого боку, властивість адаптивності (адекватне такої фундаментальній властивості матерії як мінливість) не зводиться до її більш обмеженої форми прояву – гнучкості. Адаптивність поряд із самонавчанням, здатністю до розпізнавання ситуацій, свободою вибору рішень розглядається як системна якість вищого порядку, яка проявляється в рамках процесу самоорганізації систем.

Синтез зазначених підходів дає уявлення про *гнучкість* як один із способів прояву адаптивності, причому такий, який реалізується з урахуванням обмеженого часу і витрат, забезпечуючи тим самим керованість і, в кінцевому рахунку, *стійкість економічної системи*. Завдяки таким вбудованим можливостям пристосування досягається не тільки стабільність функціонування економічних систем, але і забезпечується режим економії коштів і часу.

Важливим є також розуміння за рахунок чого економічна система може ефективно адаптуватися, що є джерелом гнучкості і факторами її досягнення. Визначимо два загальних підходи до розгляду гнучкості:

а) гнучкості як результуючої характеристики, що відбиває кінцеву ступінь еластичності поведінки системи щодо збурюючого впливу на її функціонування. Тоді її оцінка буде заснована на співвідношенні ступеня відхилення стану економічної системи від його оптимального або вихідного стану. В цьому випадку система буде вважатися більш гнучкою завдяки: більш низької чутливості до збурюючого впливу; менш сильному збурюючому впливу; більш ефективному управлінському впливу. При цьому гнучкою вона буде вважатися незалежно від того, за рахунок якого із зазначених факторів була досягнута ефективна адаптація;

б) гнучкості як результату певної реакції на управлінський або регулюючий вплив. В цьому випадку система буде оцінюватися як гнучка за показником співвідношення величини адаптації (коригування) економічної системи до величини управлінського впливу (гнучкості до управління).

У процесі свого розвитку економічні системи піддаються кількісним і якісним змінам на основі адаптації таких своїх характеристик:

– *господарського механізму* шляхом видозміни способу організації (безпосередньо механізму функціонування) і управління (механізму регулювання) на основі відповідної адаптації форм, методів і способів реалізації соціально-економічних, організаційно-економічних і науково-технологічних принципів і відносин в інтересах задоволення економічних інтересів окремих елементів і системи в цілому;

– *економічних відносин* шляхом адаптації відносин господарюючих суб'єктів та їх структурних підрозділів, що здійснюються в процесі спільної праці і присвоєння його результатів (тобто трудових відносин і відносин власності) у сфері виробництва, розподілу, обміну та споживання матеріальних і нематеріальних благ і послуг. Зміна таких відносин передбачає якісну зміну внутрішньої природи явищ;

– *економічних зв'язків* на основі адаптації форм взаємодії (технологічної, економічної, управлінської, фінансової, інформаційної та ін.) в просторі і часі елементів економічної системи, обумовлених зміною видів залежності між ними;

– *продуктивних сил* шляхом адаптації економічних чинників, що забезпечують розширене відтворення економічної системи і задоволення відповідних її потреб.

При цьому зміна стійких економічних зв'язків всередині системи, що забезпечують її цілісність, разом зі зміною побудови, складу, взаєморозташування, а також співвідношень між окремими елементами системи визначає її структурні зміни і, відповідно, розвиток структури економічної системи. *Структурна адаптація*, зачіпаючи стійкі, значущі економічні зв'язки в системі, певним чином включає в себе адаптацію даної характеристики. У разі ж змін самої закономірності побудови і її принципів можна говорити про зміну вже архітектоніки економічної системи.

Поняття структури системи тісно пов'язане з поняттям її організації, яка розглядається з позиції її внутрішньої впорядкованості, узгодженості взаємодії окремих частин цілого. Звідси, зміна даної властивості економічної системи фактично поглинається явищем зміни її структури.

Зміна перерахованих характеристик економічної системи взаємообумовлена, а виникаючі між ними протиріччя, в значній мірі визначають діалектику розвитку.

В якості ще однієї важливої характеристики економічних систем виступають *економічні інститути* – це правила, механізми, що забезпечують їх виконання, і норми поведінки, які структурують повторювані взаємодії між людьми. Іншими словами, це певні рамки, що структурують діяльність індивідів і визначають правила поведінки економічних систем. З точки зору неоінституціоналізму інститут є основою створення організацій, тому що саме вони дозволяють знизити витрати функціонування і експлуатації економічних систем або так звані трансакційні витрати. Незважаючи на дискусійний характер своїх положень неоінституціоналізм як сучасний напрям економічної думки отримав широку популярність завдяки розробці нових підходів до дослідження проблем динаміки економічних систем, механізмів реформування економіки і пояснення причин їх неефективності.

Відштовхуючись від зазначених елементів гнучкості економічних систем, охарактеризуємо основні *особливості прояву даної властивості*:

– найбільш гнучкими, рухливими складовими економічних систем є продуктивні сили і господарський (економічний) механізм. Більш консервативними відповідно є економічні відносини і структура економічної системи;

– механізм функціонування економічних систем передбачає опосередкування діяльності суб'єктів певної інституційною формою. При цьому, найбільш ефективний порядок функціонування, становлячись загальноприйнятим, звичним (тобто, формуючись як інститут або «рутина»), набуває характеру універсальності, загальності, що, в свою чергу, визначає консервативність поведінки економічних систем, його інерційність. Відповідно до інституційного напрямку економічних досліджень така інерція на тривалих проміжках часу є одним із факторів, що визначають стрибко-подібний, нерівноважний і, отже, невизначений характер розвитку економіки [30]. Інституціоналізації піддаються і економічні відносини, що супроводжується їх стандартизацією і формалізацією. На думку Андрєєва Ю. це також забезпечує їх стійкість [2]. З іншого ж боку, обмежує ступінь їх потенційної різноманітності;

– гнучкість економічної системи по-різному проявляється на різних етапах її розвитку: на *етапі еволюційного розвитку* гнучкість визначає ефективність екстенсивних змін, що відбуваються в системі, а на *етапі її трансформації*, яка характеризується наявністю точки біфуркації в її розвитку, гнучкість визначає ефективність якісних перетворень її структури, інтенсивних змін в механізмі функціонування;

– на етапі еволюційного розвитку гнучкість механізму функціонування економічних систем, в кінцевому рахунку, обмежується жорсткістю наявної структури. Накопичені суперечності між ними послаблюють стійкість економічної системи, роблять її вразливою навіть до незначних зовнішніх збурень. Точка біфуркації, економічна криза сприяють швидкої зміні, ломці колишньої структури. В цьому періоді механізм функціонування виявляє меншу гнучкість, ніж на етапі еволюційного розвитку економічної системи. Згодом він пристосовується не тільки до нової структури, а й до нових умов функціонування. Період такого пристосування можна ототожнити з поняттям перехідного періоду, запропонованого Ткаченко В., як тимчасового просторового структурування дійсності, яке знаходиться між минулим і майбутнім як щось детерміноване минулим (причиною) і майбутнім (метою). Це процес переходу соціально-економічної системи в нову якість з метою можливого (хоча і не завжди досяжного) соціально-економічного виграшу [114]. Зазначений період розвитку має свої характерні особливості.

На підставі ключових ознак перехідної економіки, запропонованих Гражевською Н. [16, с. 180] виокремимо ті, які на нашу думку знижують гнучкість економічної системи в цей період:

- суперечливість, викликана співіснуванням старих і нових форм;

- структурна напруженість, яка може перерости в хаос;

- суперечливе об'єднання організаційних і самоорганізаційних основ розвитку, стихійних і програмних змін;

- зростання диференціації елементів економічної системи за ступенем їх гнучкості (за словами Гражевської Н., «реформаційної пластичності»).

Крім того, вченими звертається увага на таке явище як «трансформаційний спад», «трансформаційна криза», «трансформаційна рецесія» як явища неминучих втрат початкового періоду економічних перетворень – падіння макроекономічних показників, зростання дефіциту ресурсів, втрату ринків збуту, невпорядкованість зв'язків [127, 104].

- існує певний взаємозв'язок між чутливістю економічної системи до впливу флуктуацій з боку зовнішнього і внутрішнього середовища і її гнучкістю: чим вразливіша система на еволюційному етапі свого розвитку, тим нижче її можливості до погашення флуктуацій і, отже, нижче гнучкість в рамках сформованої структури. Разом із тим, така нерівноважність і невизначеність у функціонуванні системи, низький рівень її гнучкості до поступального пристосування – це необхідні умови трансформації структури, якісних перетворень і формування нового стійкого стану в розвитку. Звідси, чим вище ступінь чутливості системи до збурень, нижче рівень функціональної гнучкості, але, одночасно, підготовлені вихідні умови (потенціал) для якісних прогресивних перетворень, тим вище рівень структурної гнучкості економічної системи. При цьому відзначимо, що даний вид гнучкості в повній мірі з огляду на зазначені вище умови проявляється тільки на етапі трансформації економічної системи. На етапі ж поступального розвитку структура економічної системи зазнає несуттєвих змін в частині її простого або розширеного відтворення. Отже, під *структурної гнучкістю* будемо розуміти здатність економічної системи реалізовувати безліч варіантів стійких економічних зв'язків, побудови, складу, взаєморозташування, а також співвідношення між окремими елементами

системи з метою надбання системою стійкого стану в трансформаційному періоді її розвитку за умови не перевищення параметрами витрат, ефективності та тривалості перехідного періоду своїх допустимих або актуальних значень;

– згідно з принципами концепцій самоорганізації, на еволюційному етапі структура економічної системи в значній мірі забезпечує її стабільність і стійкість [16]. Разом з тим, структура економічної системи, заснована на жорсткій ієрархії, високому рівні спеціалізації її елементів, забезпечуючи поточну ефективність функціонування завдяки взаємному автоматизму дій своїх елементів або підсистем, може викликати так звану інституційну перевантаженість, різко знижує гнучкість пристосування до мінливих реалій внаслідок неприйняття і нейтралізації інноваційних процесів.

З нашої точки зору до чинників, що обмежують структурну гнучкість економічних систем та віддаляють момент перетворення їх структури, слід віднести і такі, які в неоінституціональній теорії розглядаються як чинники самопідтримки інститутів [93], або ж розглядаються як чинники, що стримують технологічний розвиток. Перш за все, в якості таких чинників слід зазначити явища зростаючої віддачі інституту (технології) від масштабу їх поширення, а також залежності від траєкторії попереднього розвитку [67].

Необхідно відзначити, що залежність від певної траєкторії розвитку, яка характерна для попередніх етапів розвитку економічних систем, розглядається в якості закономірності різними галузями економічної думки. Так, з позиції синергетичного підходу причиною зазначеного явища буде так звана *потенційність* – певна можливість, прихована альтернативність, що породжує нелінійність економічних систем і реалізується у вигляді певної траєкторії у фазовому просторі. У точках біфуркації розвиток носить поліваріантний і слабкопередбачувальний характер. Незважаючи на це, можливий вибір подальшої траєкторії розвитку глибоко закладений в попередньому розвитку самої системи, що визначає історичність розвитку і своєрідну його «детермінованість». Тому, незважаючи на вичерпання гнучкості функціонування економічної системи з наявною структурою в момент якісного стрибка, результат в певній мірі буде залежати від сформованого ресурсного потенціалу. Такий механізм розвитку підпорядковується



загальносистемним властивостям спадковості і відбору. За висловом Єрохіної О. саме спадковість (а в нашому випадку – сформований потенціал) вводить процеси мінливості (прояву гнучкості потенціалу) в певні межі, обумовлені минулими структурою, станом, функціонуванням системи [23].

Досліджуючи технологічний розвиток, вчені також наполягають на тому, що реалізуватися може не будь-яка нова технологія (навіть найефективніша), а тільки рекомбінація існуючих знань в нових формах. Технологічні інновації здійснюються в рамках певних кластерів, що представляють собою обмежене коло варіантів технологій, сформованих з початкового знання. Іншими словами, інноваційний розвиток відбувається за технологічною траєкторією – еволюційною послідовністю технологій, що оновлюються, але не виходять за межі загального кластера. Причому, економічні чинники, здатні вплинути на сприйняття даних інновацій, носять тільки «фоновий» характер в якості загальних вимог забезпечення прийнятною економічною ефективністю. Таким чином, є підстави вважати, що структурна гнучкість, яка передбачає якісні перетворення економічних систем, сама обмежена певною можливою траєкторією (кластером, аттрактором, накопиченим потенціалом або спадковістю), що передбачає з урахуванням впливу випадкових факторів непередбачувану реалізацію певної можливості з числа певного кластеру;

– гнучкість структури як здатність системи перебудувувати порядок розташування елементів і зв'язків, на думку зарубіжних соціологів, є найбільш прийнятним критерієм рівня організованості системи. При цьому найбільш організованими є проактивні системи, здатні перебудувуватися напередодні змін у оточенні;

– подолання дефіциту гнучкості економічних систем здійснюється, як планомірно (шляхом здійснення планомірних якісних перетворень, реформування системи, реінжинірингу мікроекономічних систем), так і стихійно – вирішення нагромаджених протиріч реалізується за допомогою розгортання кризових явищ або настання системної кризи;

– необхідність забезпечення цілісності економічної системи для формування загальносистемних властивостей, які відповідають за її збереження і розвиток, з відповідним пригніченням свободи її елементів, обмежує можливості прояву гнучкості на рівні окремих її підсистем. Разом з тим, надання більшої свободи ініціатив, що

збільшує ступінь розмаїтості їх поведінки, може не тільки порушити керованість, загальну стабільність економічної системи, а й породити виникнення протиріч, конфліктних ситуацій між елементами. Розв'язання зазначеного протиріччя може відбуватися в організаційній диференціації елементів економічної системи в залежності від їх ролі в забезпеченні стійкості;

– гнучкість економічної системи повинна забезпечуватися за рахунок так званих зон еластичності (варіативних компонентів), що беруть на себе реакцію на збурення з боку зовнішнього середовища. Завдяки такій «зоні гнучкості» забезпечується стійке функціонування ядра системи – його сутнісних елементів, що визначають цілісність, самоідентичність системи. Аналогічно, структурна гнучкість, в першу чергу, забезпечується за рахунок своїх інфраструктурних елементів і зв'язків [104]. При цьому найбільш гнучкими в структурі економічної системи є економічні зв'язки;

– в економічних системах, де завжди виділяється суб'єкт управління, необхідним чином слід враховувати не тільки їх гнучкість реагування на різні флуктуації, але і гнучкість по відношенню до безпосереднього регулювання з боку управляючої підсистеми;

– гнучкість може забезпечуватися за рахунок об'єктивного процесу пристосування протилежно спрямованих сил в системі, що є внутрішнім принципом її організації і не пов'язане з цілепокладанням суб'єкта управління. Ця здатність забезпечується в процесі саморегуляції та самоорганізації на основі дії механізмів зворотного зв'язку. Досягнення гнучкості реалізується також під впливом діяльності суб'єкта управління, який є функціонально автономним із суб'єктивним процесом цілепокладання і оптимального управління. Різниця між цими двома видами досягнення гнучкості в явній формі проявляється в макроекономічних системах, де в якості суб'єкта управління або регулювання є держава або наднаціональна структура. Таким чином, зміни, що відбуваються в економічній системі в процесі її саморегуляції, можна ототожнити з використовуваним в літературі поняттям «випадкових» або «спонтанних» змін, а такі, що пов'язані з діями суб'єкта управління – «планомірними» [27].

– гнучкість економічної системи визначає не тільки ефективність, але і тривалість самого адаптаційного і трансформаційного періодів розвитку системи;

– циклічність розвитку економічних систем передбачає необхідність адаптації і, отже, прояву *гнучкості потенціалу* в його налаштуванні до новосформованої структури системи. При цьому в період трансформації може відбуватися його скорочення за рахунок невідповідності окремих його компонентів новим умовам функціонування системи. Якісні перетворення дозволяють закласти нову основу гнучкості економічних систем, якої було б достатньо з позиції збереження їх стійкості для поступальної адаптації в еволюційному періоді розвитку.

Необхідним також є зазначення особливостей прояву гнучкості в складних і простих системах. При цьому погодимося з тими авторами, які вказують на необхідність розмежування в розумінні складних і великих систем: в якості великих систем розглядаються такі, які складаються з великої кількості відносно однорідних елементів, а в якості складних – системи зі складними відносинами, алгоритмом дії, складною поведінкою [62]. Складні системи завжди є багатоцільовими, багатоаспектними, багатоструктурними (наприклад, із технологічною, адміністративною, комунікаційною та іншими структурами) [128]. Таким чином, великі системи характеризуються своєю масштабністю і неповороткістю. Саме ці характеристики, на нашу думку, знижують в певній мірі їх гнучкість. На масштабність як фактор підвищення інерційності економіки вказує і Гражевська Н. [16]. Разом з тим, однорідність і лінійність взаємозв'язків елементів традиційно не провокує виникнення нелінійних або синергетичних ефектів і, отже, механізм прояву гнучкості в таких економічних системах, як і в простих системах не повинен відрізнятися складністю і значною невизначеністю. Основним же інструментом підтримки адаптивності в таких системах буде резервування ресурсів або дублювання окремих функціональних елементів. І, навпаки, складні економічні системи характеризуються рядом особливостей:

1) сама складність динамічних систем є одним з факторів їх невизначеності;

2) розвиток економічних систем, при якому відбувається ускладнення характеру операцій, веде до зростання трансакційних витрат (витрат на експлуатацію системи), які гальмують розвиток;

3) нелінійність зворотних зв'язків, які породжують неоднорідність, самовплив, самонаращування;

4) одночасно зі зростанням складності економічної системи відбувається збільшення в ній кількості біфуркаційних значень параметрів, що передбачає розширення набору станів, в яких може виникнути нестійкість [104], а, отже, і звуження діапазону стійкості. Іншими словами, чим вищим є рівень системи, тим більше вона є нестійкою і вище витрати на підтримку стійкості;

5) чим складніше система за своєю природою, тим більш специфічними і важко прогнозованими стають процеси її самоорганізації [99];

б) для складних економічних систем характерними є когерентність і коеволюційність – узгодженість у розвитку, синхронність протікання коливальних процесів в короткі проміжки часу, що посилює їх флуктуації і спонтанність самоорганізації.

Внаслідок таких особливостей для складних економічних систем буде характерним: збільшення ролі резонансного управління, зростання складності прогнозування рівня необхідної гнучкості, актуальність управління гнучкістю за принципом обов'язкової підтримки найслабших ланок у системі, необхідність здійснення постійного моніторингу, як загальної гнучкості економічної системи, так і гнучкості її структурних елементів. При цьому резонансне управління характеризується об'єднанням цілеспрямованих впливів із коригувальним напрямом процесів самоорганізації в бажане русло. У періоді якісних перетворень навіть незначний, але узгоджений із внутрішнім станом системи управлінський вплив, призводить до більшого ефекту, ніж сильний, але неузгоджений із системою. Таким чином, економічні системи будуть гнучкіше реагувати саме на такого роду регулювання.

З огляду на те, що для макроекономічних систем характерні, і надскладність, і масштабність, зазначені особливості реалізації гнучкості в значній мірі проявляться на рівні саме таких систем.

Серед закономірностей прояву *гнучкості інститутів* економічних систем, відзначимо такі:

– в економічних системах *інституційна гнучкість* залежить від джерела формування норм і правил поведінки її елементів: формальні обмеження, які юридично закріплені і обов'язкові для виконання є більш гнучкими в порівнянні з неформальними (правилами поведінки, які існують у вигляді традицій або звичок і відтворюються без втручання третьої сили). Разом з тим, як на це вказує Норт Д. [67], формальні інститути більш високого порядку в

їх складній ієрархічній структурі складніше змінити, що свідчить про більш низький ступінь їх гнучкості. На цю важливу особливість роблять акцент автори монографії, які в якості одного із найпливовіших чинників наявного розриву між теоретично можливими і реально досягнутими темпами суспільного розвитку вбачають саме існуючу невідповідність неформальних інститутів в Україні потребам економічних реформ [66];

– занадто різкі дискретні зміни інститутів ведуть економічну систему до тимчасового відкату назад на минулі або гірші позиції, тим самим, знижуючи гнучкість економічної системи в трансформаційний період. Дане явище може бути викликано наступними причинами: необхідністю відволікання ресурсів з традиційних сфер на створення нових інститутів, структур, зв'язків; зростанням витрат дезорганізації зважаючи початкової неузгодженості дій різних підсистем і економічних агентів в процесі руху до рівноваги [179]; наявністю витрат перерозподілу перехідної ренти – доходу, що виникає в результаті руху системи до рівноваги після її реформування. При цьому рентним доходом називають дохід, що виникає в однієї з підсистем або економічних агентів в умовах будь-якого обмеження вільного перетікання ресурсів або рівня цін [174].

– можливим є явище неоптимальності зниження трансакційних витрат в економічній системі, тому що надмірне прагнення їх знизити на рівні підсистем і елементів веде до зростання таких на рівні всієї системи. Інакше кажучи, неврахування взаємозв'язку і взаємовпливу гнучкості окремих підсистем, а також їх впливу на зміну гнучкості в цілому по економічній системі веде до неоптимального розподілу витрат із підтримки її стійкості і трансформації між підсистемами, що знижує загальну гнучкість економічної системи;

– зниження гнучкості можливе завдяки ефекту гістерезису, згідно з яким для повернення економічної системи в стан, характерний для неї до проведення регулюючого впливу, необхідна сила протилежного впливу повинна перевищувати початкову. Гістерезис – одна з форм залежності руху системи від її минулої траєкторії.

Дослідження питання гнучкості економічних систем було б неповним без розгляду її взаємозв'язку з *трансакційними і трансформаційними витратами* як необхідними категоріями

неоінституціоналізму. З точки зору останнього, саме наявність таких видів витрат визначає, як саму необхідність, так і закономірності еволюції інститутів, її ефективність. У нашій постановці питання узагальнені закономірності виникнення, динаміки і взаємозв'язку трансакційних і трансформаційних витрат відповідно будуть відзначатися не тільки на гнучкості окремих характеристиках економічних систем (таких як інститути), але і необхідним чином екстраполюватися на інші види витрат, пов'язані з процесом розвитку економічних систем.

Необхідно відзначити, що в загальному випадку величина витрат на трансформацію економічної системи, а також на підтримку її стійкості на етапі еволюційних змін, визначається ступенем її гнучкості – чим вище рівень останньої, тим нижчими на виході процесу будуть зазначені витрати. Звідси, величина таких витрат є одним з основних критеріїв (ознак) гнучкості економічної системи або її відсутності.

Із зазначених авторами трансакційних витрат як витрат економічної взаємодії виокремимо ті з них, які на нашу думку безпосередньо пов'язані з коригуванням управлінських рішень і, отже, визначають витрати на підтримку гнучкості функціонування економічних систем. Використовуючи класифікацію Мілгрота П. і Робертсона Дж. [349] трансакційних витрат, віднесемо до них: витрати зі зміни планів, перегляду угод і вирішенню спірних питань з огляду на зміни обставин, а також витрати внаслідок неефективних реакцій на зміну умов. Необхідно відзначити, що це тільки частина витрат, що пояснюють ту чи іншу ступінь адаптивності економічної системи, тому що реакція системи на флуктуації зовнішнього і внутрішнього середовища, безперечно, не зводяться тільки до витрат взаємодії, тобто витрат, пов'язаних з проблемою координації з огляду на існування невизначеності і проблемою конфлікту через протиріччя інтересів економічних агентів в системі обмеженості ресурсів. Незважаючи на те, що сучасні концепції неоінституціоналізму вже не зводять сутність трансакційних витрат тільки до витрат економічних систем, пов'язаних із зовнішніми транзакціями, але і включають аналогічні по внутрішньосистемним операціями обміну, процес системної пристосованості буде стосуватися і антиподу трансакційних витрат – виробничих витрат, які у вузькій термінології інституційної теорії мають назву трансформаційних.

Одним із нових напрямків в теорії інституціоналізму є дослідження витрат інституційної трансформації – витрат, пов'язаних з ліквідацією старих інститутів, формуванням (або імпортом) і адаптацією нових інститутів в економічній системі. Саме такі витрати, а також виявлені закономірності їх формування, дозволяють поліпшити розуміння питання гнучкості економічних систем, що виявляється на етапі їх трансформації. Використовуючи класифікацію основних статей витрат інституціональних перетворень, надану Полтеровичем В. [93], узагальнимо її для випадку трансформації економічної системи з якісною зміною її структури, механізму функціонування та пристосування інших її елементів відповідно до її нової структури:

- витрати на розробку проекту трансформації (в разі її планованості здійснення);

- витрати на «лобіювання» проекту або стимулювання його реалізації і закріплення;

- витрати на створення та підтримку проміжних або тимчасових механізмів, норм, інструментів, видів і способів взаємозв'язків;

- витрати на адаптацію всіх елементів економічної системи до нової структури.

Високі трансформаційні витрати можуть стримувати плановані якісні перетворення, тим самим, консервуючи серед інших можливостей неефективні механізми і структуру економічної системи. З точки зору неінституціоналізму впровадження нових правил вимагає значних початкових вкладень, від яких вже вільні усталені інститути. В цьому випадку тривалість даного етапу буде залежати від запасу гнучкості таких неефективних інститутів і механізмів до умов функціонування. У термінології неінституціональної теорії умовою планованого переходу від однієї якісної основи до іншої буде зростання трансакційних витрат у порівнянні з трансформаційними, що припускає не вигідність використання неефективних механізмів. Разом із тим, період такої неефективної стійкості може тривати досить довго. Дана ситуація Нортон Д. названа «інституційною пасткою». До причин закріплення такої ситуації відносяться:

- існування ефекту координації, що означає зростання збитків економічних агентів або зростання трансакційних витрат в разі

відхилення від прийнятого механізму або норми в міру збільшення ступеня їх поширеності серед інших економічних агентів;

– зниження витрат експлуатації економічної системи (трансакційних витрат) паралельно з удосконаленням неефективних механізмів або норм, що отримало назву ефекту навчання. Тим самим, такими неефективними структурами певною мірою поліпшуються самі способи досягнення гнучкості.

В якості найбільш реального варіанту подолання такої неефективної стійкості вченими розглядаються механізми виходу з ситуації, які спонтанно формуються [93]. З метою ж запобігання закріпленню будь-яких тимчасово задіяних в економічних системах перехідних форм, неефективних в довгостроковій перспективі, пропонується їх формування з вбудованим механізмом автоматичного скасування із самого початку, або збільшення гнучкості за рахунок підтримки різноманітності форм, видів економічних відносин і зв'язків з метою уникнення стійкого закріплення однієї з них, яка може не задовольняти інтересам економічній системі в цілому.

Отже, погоджуючись з Чешковим М. [129], та ін. авторами, що розглядають розвиток як глибоко суперечливий, двоїстий процес, підкреслимо, що гнучкість систем забезпечує ефективність, збереження системою стійкості, з одного боку, а з іншого боку – ефективність трансформації і змін.

### **1.3 Діалектика взаємозв'язку гнучкості та циклічного розвитку економіки**

Циклічний розвиток є об'єктивним і неминучим явищем економічної дійсності. Поступовий перехід України від трансформаційної до ринкової економіки не лише не знизить зазначені особливості, але й з урахуванням подальшої глобалізації і розвитку фінансової системи зробить їх ще більш закономірними і стабільними. У зв'язку з цим дослідження особливостей протікання фінансових процесів, їх ролі в підсиленні або згладжуванні ділових циклів є надзвичайно актуальними.

Сьогодні вже немає сумнівів відносно факту зміни природи та сили взаємозв'язку фінансового та реального секторів економіки, їх взаємовпливів у різних фазах ділового циклу. Як визнано багатьма



вченими, фінансові цикли, які відображають динаміку поведінки основних макроекономічних показників фінансової системи, відіграють головну роль у визначенні тривалості та сили рецесій, швидкості відновлення економіки. Недієвість концепції нейтральності економічних процесів до таких фінансових проблем як структура формування капіталу для фінансування інвестицій, накопиченого фінансового боргу, величини і динаміки інформаційних та трансакційних витрат на фінансовому ринку, знайшла чергове підтвердження, але уже в процесі розвитку подій глобальної кризи.

Незважаючи на значні традиції в макроекономіці у розгляді монетарної політики і шоків впливів цін на окремі активи як джерела ділового циклу, дослідження щодо розуміння ролі фінансових факторів для макроекономічного розвитку відносно нові. На думку нобелівського лауреата Кругмана П. «... краще, що можуть зробити сьогодні економісти – це спробувати ввести фінансову дійсність у макроекономічні процеси» [327]. Із найбільш ранніх праць, які звертають увагу на суто фінансові фактори погіршення економічної динаміки, сьогодні набувають підвищеного інтересу дослідження Фішмана І. та Харда А., які підкреслюють макроекономічну роль внутрішнього боргу; Мишкіна Ф., який акцентує увагу на балансах приватних господарств і ступені їх ліквідності; Фрідмана Б. у частині дослідження ролі кредиту у динаміці ВВП; Мінські Х. та Кіндлебергера Ч., які наполягають на ендогенності нестабільності фінансової системи. Сьогодні значний внесок у дослідження впливу фінансових параметрів на макроекономічні флуктуації роблять Кристіано Л., Мотто Р., Ростанго М. [249], Негро М., Егертсон Г., Фереро А. [344], Кайотакі Н., Мура Дж. [362] та інші. Разом з тим, подальшого осмислення потребують питання розвитку гнучкості фінансової системи, подолання її дисфункцій у частині їх негативного впливу на циклічні процеси.

Отже, актуальним є дослідження основних аспектів ролі гнучкості фінансової системи з позицій підтримки стійкості економіки держави в умовах її циклічної динаміки.

Перш ніж сформулювати основні положення про роль гнучкості фінансової системи у підтримці стійкості економіки, зупинимося на особливостях прояву цієї характеристики економічного розвитку в умовах іманентної циклічності, нерегулярності та нерівномірності.

Економічний або діловий цикл, який є предметом вивчення багатьох авторитетних наукових шкіл початку 20-го століття, найчастіше описується з позицій коливань навколо трендової траєкторії довгострокового економічного зростання [220]. Вплив різних несподіваних, випадкових шоків впливів на економіку (так званих імпульсів), спричиняють флуктацію основних макроекономічних параметрів, які, набуваючи відносну тимчасову тенденцію, відхиляють економіку від її рівноважного стану. Разом із тим, закономірності функціонування економіки (закони попиту і пропозиції, конкуренції та ін.) з плином часу неминуче призведуть до стабілізації її стану, самоочищення через кризу, становлення нової, можливо і нетривалої, рівноваги. З позиції економічної теорії швидкість відновлення такого рівноважного стану буде залежати від гнучкості основних цінових параметрів реальної економіки – ціни товару і праці: чим більш еластичні ці параметри до змін попиту та пропозиції на відповідних ринках, тим швидше зникне ринковий дисбаланс, а фактичний ВВП повернеться до свого потенційного значення. У цьому випадку гнучкість в умовах досконалої конкуренції, соціально необтяженої економіки, дозволяє забезпечити правильний та своєчасний імпульс в економіці. І, навпаки, монополізація, державний протекціонізм, соціальний захист працівників в разі безробіття, необхідність гарантування соціальної безпеки населення в цілому знижують гнучкість такого корегування.

Необхідно зазначити, що у цьому аспекті проблема гнучкості розглядається з позиції її мікроскопічності – пов'язаності з характеристиками окремого економічного параметру (вартості товару, праці, валюти тощо). Разом з тим, ускладнення та постійна модернізація економічних процесів вимагають розглядати цю характеристику з більш широкої точки зору – поведінки економіки в цілому. Отже, під *гнучкістю економіки* в процесі циклічного розвитку будемо розуміти її здатність абсорбувати (поглинати) вплив несприятливих шоків у максимально короткий термін, із мінімальною вартістю реакції, знижуючи таким чином амплітуду, тривалість періоду спаду (рецесії), негативну асиметричність. Варто зауважити, що таке розуміння гнучкості, яке існує сьогодні у науковій літературі, найбільш близьке до терміну «*resilience*», (*англ.* – пружність, еластичність, здатність до швидкого відновлення) [235].

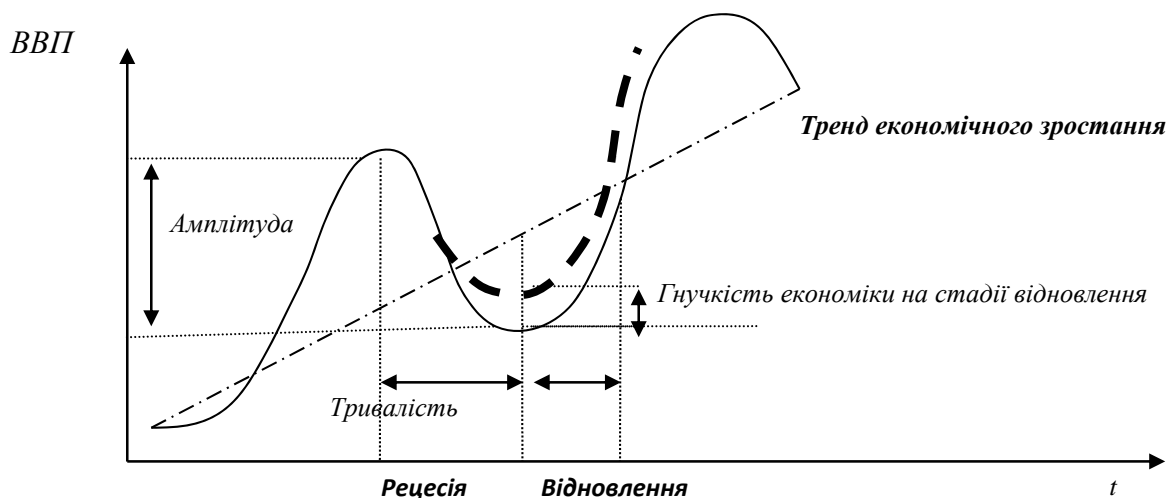
Термін гнучкість сформульовано з урахуванням основних параметрів ділового циклу (рис. 1):

– тривалості рецесії (відновлення), яке відображає кількість кварталів між піком та дном (дном і відновленням до попереднього рівня) ділового циклу;

– амплітуди як модифікації змінної від піку до падіння та навпаки;

– сили та швидкості рецесії (відновлення) як відношення величини амплітуди до тривалості окремої стадії.

Враховуючи зазначені параметри економічного циклу, підвищення гнучкості економіки з позиції її здатності до відновлення забезпечується за рахунок, як зниження амплітуди, так і тривалості падіння основних макроекономічних показників (ВВП, промислового виробництва, рівня зайнятості, обсягу інвестицій, доходів населення). При цьому, знизити амплітуду падіння можна за таких умов: обмежити силу впливу шокового параметра на функціонування економіки та/або знизити поріг чутливості до шокового впливу.



**Рис. 1.3** Параметри ділового циклу та прояву гнучкості

Разом з тим, згладжування динаміки ділового циклу у частині зниження амплітуди та тривалості рецесії, яке спостерігалось у більшості розвинутих країн протягом останніх 30-ти років, не стало доказом формування стійкого зростання економіки розвинутих країн та, відповідно, зростання її гнучкості. Нелінійний характер розвитку кризових подій 2007–2008 рр., тривалість рецесії свідчить

про наявність значних пробілів у сформованих підходах до питань розуміння та регулювання ділових циклів.

Зниження волатильності ВВП та інфляції традиційно розглядались як основні зовнішні фактори підвищення стійкості економіки, а їх значення з 80-х років давали право розглядати значні модерації у динаміці економічних процесів в бік зниження їх циклічності. При цьому в якості основних причин модерації ділового циклу від початку 80-х рр., окрім власне зниження сили шокового впливу різних флуктуацій, зі сторони впливу фінансової системи називалися: більш ефективна монетарна політика на основі інфляційного таргетування, яка дозволяє знизити інфляційні очікування [218, 177, 209]; розвиток фінансового ринку та використання фінансових інновацій, що сприяє згладжуванню коливань споживання та інвестицій, підвищенню диверсифікації ризику [177]. Однак, події останньої глобальної фінансово-економічної кризи дають підстави стверджувати, що ці ж фактори переважно стали джерелом формування наступних проблем: сконцентрованість на інфляційному таргетуванні не дозволила своєчасно виявити підвищену волатильність та попередити перегрів інших індикаторів фінансових ринків; фінансові інновації, які зробили ринки більш повними, з меншими трансакційними витратами, більшими можливостями та меншою вартістю диверсифікації, одночасно підвищили ступінь сприйняття фінансових ризиків.

Так, разом із модерацією ділового циклу в бік зниження його амплітуди і позитивної асиметрії, протягом цього періоду одночасно сформувались такі особливості функціонування фінансової системи, виокремлені з урахуванням динаміки фінансових циклів та зазначені у працях Клуесенса С., Коце М., Теронса М. [208]:

– згладжування амплітуди і подовження фінансових циклів – стадія падіння у них, як правило, триває від 5 до 8 кварталів, у той час, як стадія відновлення триваліша – підйом на ринку акцій складає 22 квартали, цін на нерухомість – 14, відновлення обсягів кредитування – 8 кварталів. Тривалість падіння у фінансовому циклі у постглобалізаційному періоді залишилась стабільною, у той час, як період відновлення на ринку акцій та нерухомості стає більш коротким. На відміну від цих ринків відновлення обсягів кредитування відбувається дещо повільніше (табл. 1.1);

**Опис фінансових циклів за показниками обсягів кредитування,  
цін на ринку акцій та нерухомості у розвинутих країнах  
протягом 1960–2007 рр.**

(складено і розраховано на основі [208])

	Стадія падіння			Стадія відновлення			Показники асиметрії		
	Тривалість (кварталів)	Амплітуда	Швидкість	Тривалість (кварталів)	Амплітуда за 1-ий рік	Швидкість	Асиметрія амплітуди	Асиметрія тривалості	Асиметрія сили
<i>Кредитний цикл</i>									
Весь період	5,5	-4,03	-0,93	8	4,36	1,23	0,33	1,45	-1,32
1960–1985	5,07	-4,64	-1,31	7,3	5,56	1,31	0,92	1,44	-1,00
1986–2007	6,16	-2,87	-0,65	9,05	2,88	1,01	0,01	1,47	-1,55
Динаміка	1,09	1,77	0,50	1,75	-2,68	0,77	–	–	–
<i>Цикл цін на нерухомість</i>									
Весь період	8,47	-5,99	-1,06	14,25	3,62	1,19	-2,37	1,68	-1,12
1960–1985	7,93	-7,04	-1,22	17,31	4,48	1,1	-2,56	2,18	-0,90
1986–2007	9,04	-5,02	-0,93	11,3	3,13	1,36	-1,89	1,25	-1,46
Динаміка	1,11	2,02	0,76	-6,01	-1,35	1,24	–	–	–
<i>Цикл цін на акції</i>									
Весь період	6,64	-23,7	-4,07	21,93	20,09	4,75	-3,61	3,30	-1,17
1960–1985	7,84	-25,53	-3,68	31,93	19,09	3,79	-6,44	4,07	-1,03
1986–2007	5,32	-22,74	-4,72	10,14	21,91	5,56	-0,83	1,91	-1,18
Динаміка	-2,52	2,79	1,28	-21,79	2,82	1,47	–	–	–

– фінансові цикли, як правило, більш сильні, ніж реальні: падіння і підйоми у кредитному циклі та циклі цін на нерухомість демонструють однакову швидкість – 1% у квартал, у 4 рази сильнішим є цикл на ринку акцій. У результаті більшої волатильності стрімкіше відбувається зниження цін на акції – на 24 %, обсяги кредитування падають на 3%, ціни на нерухомість – на 5 %. На відміну від параметрів фінансових циклів, діловий цикл має, як правило, більш короткі та менш інтенсивні стадії падіння – рецесії у розвинутих країнах, зазвичай, не перевищували року, після чого наступала коротша стадія відновлення: швидкість падіння ВВП складала у середньому 0,64 % за квартал, швидкість відновлення – 1,22 %;

– аналіз груп країн, як правило, показує, що в країнах із швидким темпом розвитку падіння фінансових параметрів відбувається стрімкіше, ніж у розвинутих. У країнах із швидким

темпом розвитку в результаті зовнішніх фінансових потоків під час рецесії відбувається значне падіння кредиту, що посилює фінансову кризу. Як ціни на нерухомість, так і ціни на акції падають у таких країнах стрімкіше, ніж у розвинутих. Крім того, під час відновлення економіки ціни на нерухомість знижуються. Разом з тим, ціни на акції за таких умов зростають у три рази швидше, ніж у розвинутих країнах. Більша волатильність фінансових індикаторів у країнах зі швидким темпом зростання обґрунтована менш розвинутим фінансовим ринком і банківською системою, а також більшою чутливістю до стресів на глобальному фінансовому ринку.

Разом з тим, більш повними є дослідження, які відображають не просто динаміку розвитку циклічних фінансових процесів, але й особливості їх синхронізації з діловим циклом, взаємовплив фінансового та реального секторів економіки в разі виникнення фінансової кризи. Крім того, як буде показано нижче, гнучкість фінансової системи дуальна за своєю природою і не може однозначно розглядатися з точки зору аналогічних критеріїв ділового циклу. Згладжування фінансового циклу, формування негативної амплітуди, а також висока швидкість на стадії експансії зазвичай свідчать про негативний вплив «наделастичності» або «надгнучкості» фінансової системи, що супроводжується відривом її розвитку від стану і попиту з боку реального сектору економіки, зростанням її дисфункцій із формуванням різних фінансових дисбалансів.

Незважаючи на те, що економічні рецесії останнім часом настають рідше, привертає увагу їх більш частий збіг з фінансовими кризами. Як показує аналіз у дослідженнях Каннана П., Скотта А. і Терронса М., такі кризи є другими після шоків цін на нафту серед загальної кількості основних драйверів ділових циклів [318] (табл. 1.2).

Рецесії, які співпадають з фінансовими кризами, довші, глибші та, як правило, спричиняють більше падіння ВВП, ніж рецесії, зумовлені іншими причинами. На перебіг рецесії ще більше впливає синхронність кризових явищ у різних країнах як результат посилення процесів глобалізації. Фінансові кризи також призводять до більш слабкого відновлення економіки: час, необхідний для відновлення рівня ВВП, як і період рецесії триваліший, спостерігається менше підвищення ВВП після них – у середньому на 2,5 в.п. менше, ніж за інших факторів, які супроводжують

падіння економіки. Таким чином, такі параметри бізнес-циклів як тривалість, амплітуда стадій рецесії і відновлення відрізняються переважно силою та інтенсивністю фінансових циклів.

Таблиця 1.2

**Параметри ділових циклів залежно від їх синхронізації з різними видами шокового впливу (на прикладі 22 розвинутих країн протягом 1960–2007 рр.)**

Фактори шокового впливу	Тривалість (кількість кварталів)			Амплітуда (% зміни у реальному ВВП)		
	Рецесія	Відновлення	Експансія	Рецесія	Відновлення	Експансія
Середня для ділового циклу	3,64	3,22	21,75	-2,71	4,05	19,56
<i>За фактором рецесії:</i>						
Фінансова криза	5,61	5,64	26,40	-3,39	2,21	19,47
Найбільш сильні фінансові кризи	6,8	3,2		- 4,8	2,8	
Рецесії з синхронізованою по країнах фінансовою кризою	7,33	6,75	24,33	-4,82	2,82	18,83
<i>Інші фактори шокового впливу:</i>						
Стиснення фіскальної політики	3,7	3,1	–	- 1,5	2,1	–
Стиснення монетарної політики	3,8	3,9	–	- 2,6	3,2	–
Шоки цін на нафту	3,9	3,6	–	- 4,1	4,2	–
Шоки зовнішнього попиту	4,2	2,8	–	- 2,7	3,9	–

Найбільша синхронізація ділових циклів спостерігається в циклах кредитування (конкордація складає 0,78), менше – у циклах цін на нерухомість (конкордація – 0,64), у циклах цін на акції ще менше – 0,58. При цьому розвинуті країни показують більшу синхронізацію фінансового (кредитного і цін на нерухомість) та ділового циклів, що на думку науковців пов'язано з тим, що такі країни мають більш розвинуті фінансові ринки, а обсяги кредитування та ціни на нерухомість мають більший вплив на реальний сектор економіки. Водночас, у країнах зі швидким темпом розвитку відзначається більша синхронізація між ВВП та цінами на акції, що може бути пов'язано з більшою залежністю таких країн від зовнішніх фінансових ринків та їх впливу на ринки акцій, що, відповідно, більше відзначається на реальному секторі економіки. Разом з тим, аналіз цих процесів в Україні свідчить про високу кореляцію ділового циклу, як до кредитування, так і до кон'юнктури ринку цінних паперів [49].

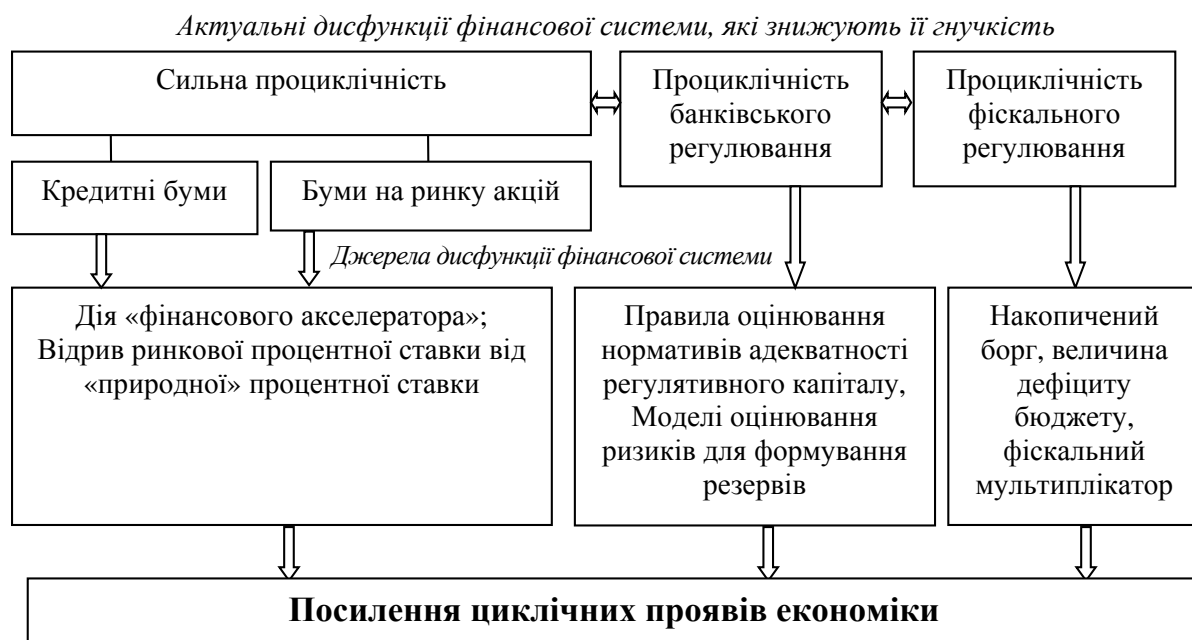
Значна синхронізація процесів кредитування та ділової активності знаходить підтвердження у збігу економічних рецесій з кредитною кризою, яка настає в одному з шести випадків. Ця думка

підтверджується і результатами досліджень Айкмана Д. і Халдана Е.: ймовірність розвитку банківської або валютної криз протягом наступних п'яти років після кредитного буму складає 50,9%, тільки банківської – 26,8% [143].

Зазначена синхронізація бізнес та фінансових циклів свідчить вже не тільки про високий ступінь проциклічності фінансової системи, але й, що дуже важливо, про її роль у пролонгації та підсиленні кризових явищ, а також її здатність ендогенно генерувати фінансові шоки, адекватні за своєю силою традиційним шокам попиту та пропозиції в економіці. Отже, порушення гнучкості фінансової системи з точки зору її впливу на діловий цикл буде результатом прояву її основних дисфункцій:

- підтримання вкрай проциклічної динаміки кредитування та цін на акції з переростанням цих процесів у кредитний бум і бум на ринку цінних паперів на стадії зростання економіки з подальшим глибоким та тривалим стисненням, яке супроводжується важким процесом делевериджу у всіх секторах економіки, накопиченням валютних дисбалансів у реальному секторі та секторі приватних господарств;

- проциклічність банківського регулювання та фіскальної політики (рис. 1.4).



**Рис. 1.4. Види дисфункцій фінансової системи, які знижують її гнучкість**

Незважаючи на проциклічність багатьох фінансових показників, з позиції їх позитивної кореляції з діловим циклом,



серед них є найбільш впливові. На думку багатьох авторів, а також за визнанням міжнародних фінансових організацій, сьогодні головною причиною такої тривалої рецесії є особливості проциклічного впливу кредитного циклу на стан економіки. При цьому, інструменти монетарної політики, як на стадії кредитної експансії, так і в період рецесії, мають тільки обмежений вплив на швидкість та силу процесів кредитування. Дисфункція фінансової системи щодо забезпечення фінансовими ресурсами населення та реального сектора економіки полягає у її надластичності (або надгнучкості) [16] на стадії економічного зростання, яке супроводжується необмеженим розширенням пропозиції кредитних коштів, та фінансовою наджорсткістю [17] (*financial rigidity*) системи на етапі падіння ділової активності.

Одним із механізмів двостороннього взаємовпливу кредитного та ділового циклів є механізм «фінансового акселератору», який описаний у працях Бернанке Б. і Гелтера [171; 172]. Особливості його дії такі:

- заснований на інформаційній асиметрії та агентській проблемі кредитних відносин між кредиторами та позичальниками, які визначають виникнення немонетарних каналів впливу різних шоків на обсяги кредитування та на його вартість. У період експансії інформаційна асиметрія та агентський конфлікт знижуються, чим спричиняють менший тиск на величину вартості фінансових ресурсів, та, навпаки, на стадії рецесії;

- об'єктом його впливу є величина премії за зовнішнє фінансування для позичальників;

- найбільше під його вплив потрапляють підприємства, які залежать від зовнішнього капіталу;

- величина премії безпосередньо залежить від балансу позичальників, а саме – співвідношення величини боргу до суми ліквідних активів та заставної вартості необоротних активів, показників грошових потоків. Як результат, ці показники є проциклічними, величина премії за зовнішнє фінансування стає контрциклічною, що знижує можливість та, відповідно, попит на кредити. Натомість, зниження фінансування впливає на зниження ділової активності, інвестування, падіння попиту на активи, що спірально призводить до падіння кредитоспроможності;

- активізація дії фінансового акселератора відбувається також у результаті падіння ринкової вартості акціонерного капіталу

та внаслідок прискорення показника левериджу як співвідношення боргу до величини власного капіталу;

– дія фінансового акселератора реалізується, як через балансовий, так і інформаційний канал – обидва проциклічні, але можуть частково компенсувати негативний взаємовплив. Зокрема, у випадку попередження від центрального банку про значну дефляцію активів може бути частково подолана проциклічність балансового каналу;

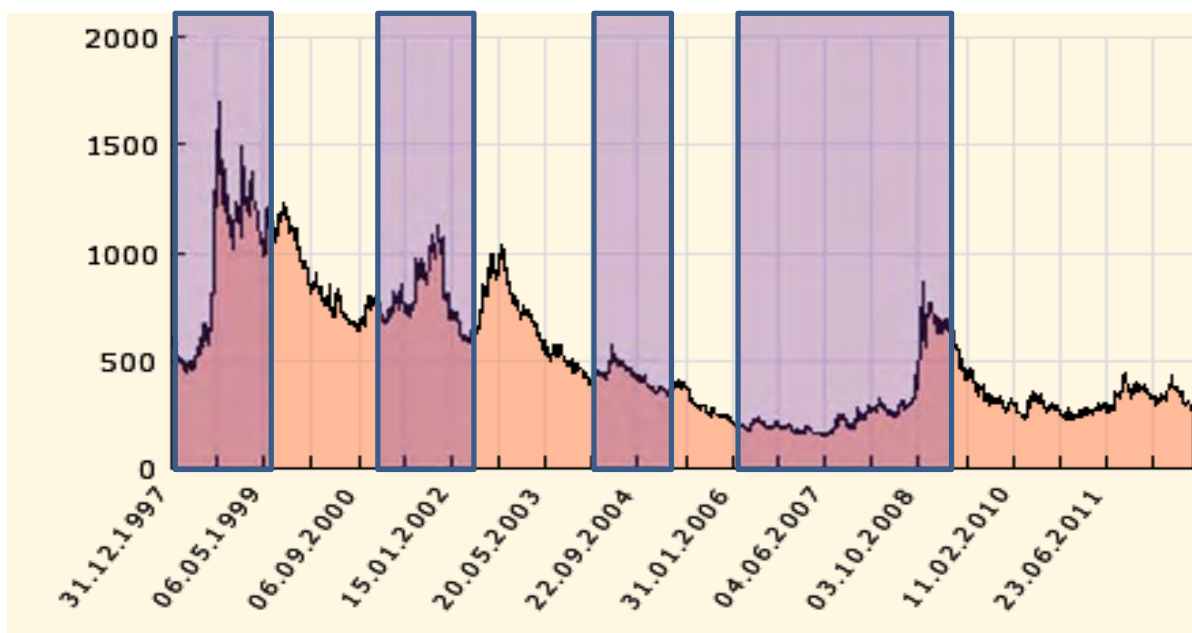
– інтенсивність дії фінансового акселератора визначається величиною фінансового левериджу – накопиченими борговими зобов'язаннями;

– фінансовий акселератор може працювати і на рівні фінансових інституцій, відповідно відтворюючи стан їх балансу та кредитоспроможності;

– фінансовий акселератор може провокувати, як ендогенні фінансові шоки, які зароджуються всередині фінансової системи, так і посилювати екзогенні. У першому випадку такі шоки мають ознаки «фінансових» [323] та проявляються у виникненні значного розриву у русі грошових коштів між різними економічними агентами і секторами економіки;

– результатом дії фінансового акселератора є «балансова» рецесія [382], яка визначається необхідністю зниження показників левериджу у всіх секторах економіки, і за якою закономірно настає стадія «безкредитного» відновлення.

Необхідно зазначити, що прямий взаємозв'язок між дією фінансового акселератора та діловим циклом виявити та оцінити складно через відсутність експліцитної або явної премії за зовнішнє фінансування. Однак, непрямою ознакою є динаміка кредитного спреду, яка відображає достатню синхронність з періодами падіння ділової активності в Україні (рис. 1.5). Крім цього, певний результат може показати аналіз кореляції процентних ставок та обсягів кредитування – оскільки премія за зовнішнє фінансування явно реалізується не в повній мірі, натомість за рахунок зростання витрат банку, посилення його стандартів кредитування, має бути невисока кореляція між цими показниками. Ця гіпотеза підтверджується, якщо аналізувати обсяги кредитування банками реального сектора та процентні ставки в Україні: коефіцієнт кореляції між ними протягом останніх сімох років складає: за кредитами до року – 0,08, від року до п'яти років – -0,124, більше п'яти років – -0,214.



**Рис. 1.5. Динаміка кредитного спреду ЕМВІ+Україна та періодів падіння делової активності в Україні**

Таким чином, гнучкість фінансової системи щодо процесів забезпечення економіки фінансовими ресурсами на етапі її відновлення суттєвим чином визначається показниками фінансового левериджу, які сформувалися перед кризою. За визнанням багатьох науковців саме величина боргового навантаження відрізняє останню кризу від попередніх та об'єднує її з найбільш помітною у світовій історії – Великою Депресією. Так, середній рівень боргу до ВВП у п'ятнадцяти післявоєнних кризах склав 38%, під час кризи 2007–2008 рр. – 59 % [367]. До накопичення такого фінансового дисбалансу призвела тенденція перевищення темпів зростання кредитування у середньому на 5,7 % на стадії економічного підйому темпу зростання ВВП, який склав від початку 80-х років 2,8 %. Незважаючи на те, що підвищений леверидж збільшує стадію експансії на 1,5 року, а загальне зростання ВВП – на 4 %, збільшуються і втрати на стадії рецесії – у середньому на 0,063 в.п. відносно ВВП та 0,5 в.п. відносно обсягів споживання [165].

Як показують дослідження Боріо С. та Дісайтата П. [227], які аналізують кредитний цикл у трьох групах країн, після періоду кредитної експансії, йде доволі тривалий період реструктуризації балансів та зниження боргового навантаження, який іноді затягується до 12 років. У середньому щорічне зниження боргового навантаження складає до 4 в.п.

Таблиця 1.3

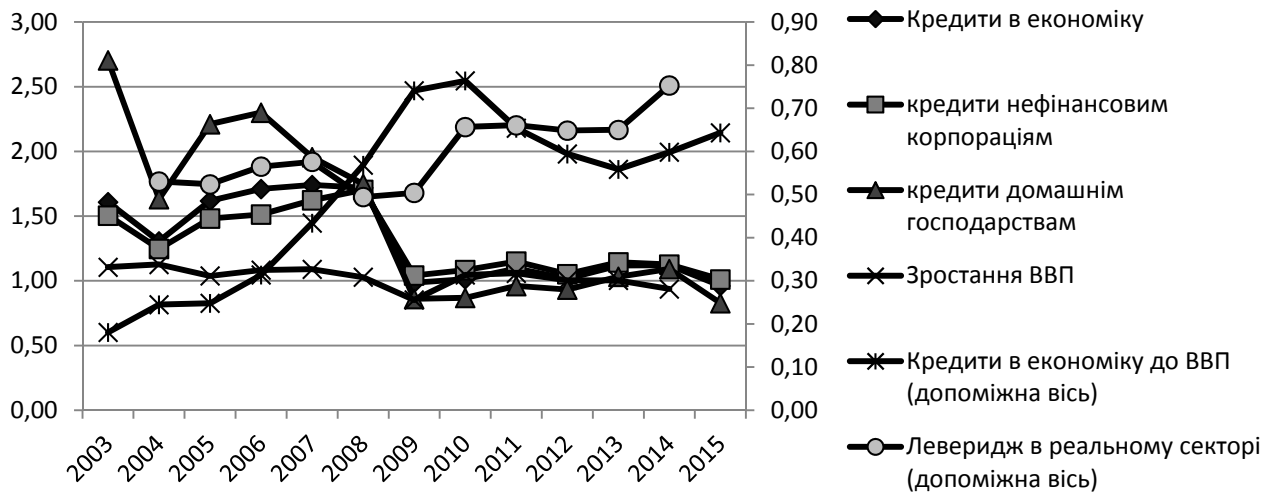
### Динаміка показників кредитування на стадіях кредитної експансії та делевериджу

Країна	Максимум показника кредитування до ВВП (за 10 років до кризи), %	Зростання показника кредитування, %	Мінімум показника кредитування до ВВП у період делевериджу	Зниження показника кредитування за період делевериджу, %	Період делевериджу (років)
<i>Розвинуті:</i>					
Іспанія	102,5	36,8	94,2	-8,2	4,8
Норвегія	162,4	32,4	123,7	-38,7	6
Фінляндія	92,5	46,5	54,9	-38	6
Швеція	72,9	16,8	45	-27,9	7
Японія	260,5	66,7	221	-38,6	1
<i>Країни зі швидким темпом розвитку:</i>					
Індонезія	62,1	38,4	40,6	-21,5	8
Корея	64,1	13,6	0	0	
Малайзія	163,4	90,7	113,8	-49,6	12
Філіппіни	78,5	59	40,9	-37,7	12
Таїланд	177,6	53,5	104,2	-73,4	12
<i>Країни, що розвиваються:</i>					
Аргентина	61,9	39,7	23,8	-38,1	7
Чилі	144,7	83,5	60,5	-53,9	8
Колумбія	42,5	13,2	35,7	-6,8	8
Мексика	53	15,7	33,2	-19,8	9
Туреччина	52,7	30,3	41,4	-11,4	4
Медіана		38,4		-37,7	7

На думку експертів МВФ [390], які зробили аналіз великої вибірки країн зі швидким темпом розвитку та країн, що розвиваються у післякризовому періоді щодо впливу різних факторів на зміну прогнозу їх зростання, найбільш суттєвим фактором є величина левериджу, а також зростання безпосередньо динаміки кредитування. Так, якщо б країни, які мають значне співвідношення кредитів на рівні 18 % мали б леверидж нижче 90 %, зниження падіння їх ВВП склало б на 4,1 в.п. менше аналогічного за ступенем зростання – якщо б у цих країнах зростання кредитування не перевищувало 14 % – падіння ВВП було б нижче на 3,3 в.п.

На рис. 1.6 показана динаміка основних показників боргового навантаження реального сектора економіки України підтверджує основні тенденції, зазначені вище. Зниження левериджу як співвідношення величини фінансового боргу підприємств до їх власного капіталу відбуваються вкрай складно – в результаті зниження величини власних ресурсів процес делевериджа та покращення кредитоспроможності підприємств 2010 року знову сповільнилися. Динаміка ж показника співвідношення кредитування

економіки до ВВП підтверджує зазначену вище швидкість зниження боргового навантаження, яке не перевищувало 4 в.п. на рік.



**Рис. 1.6. Динаміка показників лeverиджу та ВВП в Україні**

Дія фінансового акселератора, що посилює процеси кредитування економіки, також відзначається на відхиленні ринкових процентних ставок від природних процентних ставок, яка залежить від глобальних пропозиції, попиту на інвестиції та заощадження. На відміну від неї ринкова процентна ставка визначається переважно монетарними і фінансовими факторами: монетарною політикою і очікуваннями приватного сектора. На етапі кредитної експансії напередодні світової фінансової кризи через достатньо низькі ставки спостерігався значний розрив між їх природним і ринковим значенням, що ще більше розігрівало формування фінансового дисбалансу.

Згладжування циклічного розвитку економіки, більш швидко подолання нею кризових явищ та рецесій також забезпечується фіскальною гнучкістю, що дозволяє сформувати на етапі економічного підйому певний запас міцності у вигляді бюджетного профіциту, адекватної величини державного боргу, достатньої довіри до дій уряду. У цьому значенні гнучка фіскальна політика ототожнюється з її контрциклічною дією – зростанням ставок податків і зниженням витрат в період економічного зростання, фінансової експансією в періоди рецесії з метою стимулювання споживання. Попри це, може використовуватися проциклічна політика, яка збільшує державні витрати в період економічного зростання, що знижує податкові ставки та, навпаки, має рестрикційний характер в періоди економічних спадів. На думку

багатьох міжнародних фінансових організацій, така політика збільшує макроекономічну нестабільність, стримує інвестиції в реальний та людський капітал, порушує економічне зростання і веде до збільшення бідності [311; 214]. Проциклічна політика посилює прояви ділової активності у державі, як на етапі економічного зростання, так і на етапі спаду та кризи, стимулює формування неадекватних позитивних очікувань суб'єктів господарюванні в період буму, чим стимулює агресивну політику щодо формування ними величини фінансового левериджу.

Незважаючи на такі негативні наслідки, у кількох європейських країнах, як правило, у тих, що розвиваються, фіскальна політика має проциклічний характер. Так, найбільше такий тип фіскального регулювання використовується у розвинених країнах: Австрія, Бельгія, Угорщина, Нідерланди, Португалія, Великобританія; контрциклічний тип: Австралія, Канада, Данія, США [408]. Відповідно до аналізу фіскальної політики країн Східної Європи за період 1995–2007 рр., проведений Дарвас З., значна проциклічність була характерною для таких країн як Болгарія, Угорщина, Вірменія, Білорусь, Молдова та Україна [280]. Аналіз відкоригованого балансу державного бюджету України з урахуванням циклічної компоненти (структурного балансу) показує значну його проциклічність із 2002 р.; впродовж 2004, 2005, 2007 рр. – реалізовувалася дискреційна проциклічна експансійна політика; впродовж 2002 і 2003 рр. – підсилювалася циклічна економічна кон'юнктура та велась рестрикційна політика (рис. 1.7).



**Рис. 1.7. Динаміка структурного бюджетного балансу та його проциклічність в Україні**

Необхідно зауважити, що можливості застосування кейнсіанського підходу щодо згладжування циклічних коливань на основі контрциклічних дій фіскального механізму значно вирізняється такими ознаками як відкритість і масштаб економіки, надійність та стабільність фіскальних інститутів, величина державного боргу, розмір державної фінансової підтримки банківської системи. Крім того, найбільш суттєвими чинниками проциклічності і, отже, фіскальної жорсткості, є такі:

- неефективність світового кредитного ринку, яка обмежується можливостями залучення зовнішнього фінансування країнами, що розвиваються, та країнами з трансформаційною економікою у період кризи та рецесії [347; 414];

- нерозвиненість інститутів та особливості політичної структури [400; 146];

- поляризація вподобань у результаті значної соціальної нерівності.

Отже, незважаючи на незначну величину співвідношення державного боргу до ВВП в деяких країнах Східної Європи напередодні фінансової кризи (в Україні – 12 %) порівняно з розвинутими країнами, а також чималу величину фіскальних резервів (наприклад, в Естонії) – ці країни стикнулися зі значними обмеженнями щодо залучення фінансів для підтримки економіки і реалізації контрциклічної політики. Частково така ситуація визначається дуже високою величиною боргу приватного сектора економіки, а також високою еластичністю сприйняття фінансовим ринком рівня кредитного ризику цих країн, ґрунтуючись на досвіді оголошення ними дефолту в умовах низького рівня боргових зобов'язань (в Україні – при рівні цього показника 37 %, у Росії – 54 %). Крім того, у невеликій і відкритій економіці ефект від фіскального стимулювання може призвести до зростання імпорту та, відповідно, до погіршення балансу поточного рахунку.

Важливою причиною зростання витрат держави під час економічного зростання в країнах з трансформаційною економікою також є висока волатильність доходів державного бюджету. За таких умов уряд часто змушений використовувати періоди тимчасового благополуччя для вирішення накопичених соціальних дисбалансів. Цей аспект ускладнюється також наявністю агентської проблеми у відносинах між владою і громадянами, який описано Алесіні А. та Табелліні Дж. [238], – непрозорість політики

витрачання коштів як складність оцінювання громадськістю розміру присвоєної владою «фіскальної ренти», а також сумніви у справедливості розподілу додаткових доходів державного бюджету, що утворюються в благополучні періоди. Як результат, громадськість буде зацікавлена у використанні профіциту бюджету з метою зниження податкового тиску, зростання витрат та трансфертів держави. Ця теза підтверджується дослідженнями [238], які підкреслюють безпосередній взаємозв'язок між рівнем корумпованості держави і проциклічністю фіскальної політики.

Вирішення проблеми підвищення фіскальної гнучкості сьогодні бачимо у зниженні її проциклічності на основі використання бюджетних правил, які регулюють не тільки величину дефіциту бюджету, а й безпосередньо державних доходів і витрат зі сформованими стимулами та інструментами збільшення резервів і запасів боргового навантаження у періоди економічного зростання, врахування впливу та відповідного корегування процесів кредитної експансії на основі використання стримуючої податкової політики.

Таким чином, особливості протікання кожної зі стадій ділового циклу та закономірності їх взаємозв'язку демонструють необхідність врахування з метою забезпечення гнучкості і формування амортизаційної здатності економік різних держав наступного:

- в якості сфери регулювання розглядається повний економічний цикл, а не окремі його негативні стадії – кризи і падіння ділової активності;
- інтенсивність та амплітуда падіння економічної активності на стадії рецесії визначається силою перегріву економіки на стадії зростання;
- можливості застосування інструментів регулювання обмежуються накопиченими макроекономічними дисбалансами;
- інструменти макроекономічної політики, які обмежують у фазі кризи ступінь впливу шокового фактору на економічні процеси, одночасно збільшують тривалість збереження ефекту від його негативного впливу на економіку, що, відповідно, збільшує тривалість спаду.

Зазначені факти підтверджують такі особливості формування інструментів регулювання: посилення дії вбудованих стабілізаторів на стадії експансії, які попереджають перегрів економічної активності у ключових параметрах ділового циклу з підвищенням ролі випереджувальної або проактивної макроекономічної політики



держави; проактивність регулювання циклічності економічного розвитку повинна спиратися на попередженні формування макроекономічних дисбалансів; необхідно збалансувати регулюючу дію для короткотермінового впливу (який знижує дію шокового параметра) та довготермінового (який характеризує період збереження негативного ефекту).

Підсумовуючи зазначимо, що гнучкість фінансової системи повинна забезпечити згладжування динаміки ділового циклу, сприяти посиленню амортизаційної здатності економіки від впливу несприятливих шоків з мінімальною вартістю реакції, в тому числі, шляхом подолання власних дисфункцій – зниження деструктивного стрімкого зростання боргового навантаження у всіх секторах економіки, подолання проциклічності фіскальної політики та політики банківського регулювання.

## РОЗДІЛ 2. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ГНУЧКОСТІ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ В УМОВАХ ЦИКЛІЧНОГО РОЗВИТКУ ЕКОНОМІКИ

### 2.1 Сутність фінансової гнучкості як феномену прояву гнучкості фінансової системи

Фінансова гнучкість суб'єкта господарювання – це науковий та емпіричний феномен, що виник на ґрунті необхідності пояснення, з одного боку, та вирішення практичних проблем фінансової та інвестиційної діяльності, з іншого. Дослідження питань фінансової гнучкості на мікрорівні є одним з ключових моментів в розкритті закономірностей, що формують причинно-наслідкові зв'язки між рівнем фінансового та економічного розвитку, та дозволяють підвищити ефективність проактивної контрциклічної фінансової і монетарної політики держави.

Найбільш суттєві результати в дослідженні фінансової гнучкості отримано такими вченими, як Алмейда Х, Ачарія В., Бйон С., Вайтед Т., Ву Г., Грехем Дж., ДеАнжело Л., ДеАнжело Х., Кампелло М., Левай А., Марчіка Р., Мура М., Феррандо А., Харвей К., Хеннесі К. та ін. Огляд результатів цих досліджень здійснено у Додатку Б.

Незважаючи на досить сильні аргументи на користь необхідного забезпечення фінансової гнучкості на рівні суб'єктів господарювання у 80-х рр., підвищений науковий інтерес до цього явища виник тільки внаслідок посилення проявів фінансових криз, в тому числі у високорозвинених країнах – в 90-х роках в Азії, на початку 21 століття – в США, в 2008 р. – в більшості розвинених країн світу.

Сьогодні розгляд питань фінансової гнучкості на мікрорівні в зарубіжних дослідженнях базується на тандемі наступних областей фінансової науки, що відносяться до одних з найбільш суперечливих і складних:

– *управління структурою капіталу компаній* – в частині визначення оптимального обсягу боргу (фіксованої його величини або в динаміці в залежності від зміни внутрішніх і зовнішніх факторів, в тому числі в розрізі стадій ділового циклу економіки), а також відповідного запасу левериджу як джерела фінансової гнучкості;

– *управління ліквідністю і резервом коштів компаній* – в частині дослідження питань причин його формування, впливу його величини на формування агентської конфлікту між власниками і менеджерами, визначення його оптимальної величини з точки зору підтримки фінансової гнучкості;

– *управління дивідендними виплатами* – в частині їх розгляду, з одного боку, як напрямку використання вільних грошових коштів підприємств, а також джерела фінансової гнучкості, з іншого.

Крім того, питання фінансової гнучкості також стосуються управління грошовими потоками компаній в цілому, управління їх інвестиційною діяльністю, власним капіталом, стосуються і більш широких проблем взаємозв'язку фінансів макро- і мікрорівня, проблем корпоративного управління.

Незважаючи на відсутність до теперішнього часу термінологічної визначеності щодо фінансової гнучкості суб'єктів господарювання, в існуючих небагатьох точках зору на дану проблему можна з упевненістю виокремити основні моменти, на які звертають увагу більшість авторів: її джерела, причини і мету формування, особливості механізму реалізації. При цьому в залежності від джерел фінансової гнучкості виділяються *вузька* (з виокремленням одного з її джерел, як правило, резерву грошових коштів або запасу боргового навантаження) і більш *широка* точка зору – з одночасним розглядом зазначених резервів, а також включенням інших можливих – продажу ліквідних активів, зниження дивідендних виплат, випуску акцій або залучення капіталу власників і ін.

Так, найбільш поширеної і аргументованою на сьогоднішній день є точка зору, згідно з якою основним а, з точки зору деяких вчених, єдиним, джерелом фінансової гнучкості слугує запас боргу як позитивне відхилення його величини від оптимального або максимально можливого. Зокрема, як єдино можливе джерело фінансової гнучкості запас боргу розглядається Поітевіним М. [373], Голдштейном Р. [287], Біллетом М. [175], Бйоном С. [190], Грехемом Дж. і Харвеем К. [288]. Необхідно відзначити, що таке обмеження в можливостях має своє коріння в одній з основоположних теорій капіталу – теорії ієрархії, згідно з якою борг у зв'язку з наявністю інформаційної асиметрії має явну вартісну перевагу перед альтернативою залучення додаткового власного капіталу на фінансовому ринку. Разом з тим, ця ж теорія

дає перевагу внутрішнім джерелам фінансування, в складі яких виокремлюється резерв коштів як джерело фінансової гнучкості. Так, основоположники однієї з шкіл теорії ієрархії, пов'язаної з включенням проблем агентських конфліктів в питання управління капіталом, Майєрс С. і Меджлуф Н. ще в середині 80-х рр. припустили, що фірми здійснюють фінансовий запас у вигляді грошових коштів з метою уникнення залучення зовнішнього фінансування для майбутніх інвестиційних проектів [357]. До прихильників розгляду такого резерву як джерела фінансової гнучкості можна віднести Оплера Т. [366], Алмейду Х. [147], Ачарію В. [140], Фаулкендера М. і Ванга Р. [242], Дітмара А. [228], Харфорда Дж. [294], Ріддіка Л. [386].

Втім, є і автори, що розглядають різні джерела фінансової гнучкості в сукупності. Так, ДеАнжело Х. і ДеАнжело Л. вважають, що наявність запасу боргу, грошових коштів і здійснення дивідендних виплат є оптимальним комплексом інструментів для забезпечення фінансової гнучкості [198]. Ще більш широко з позиції джерел фінансову гнучкість розглядають Гамба А. і Тріантіс А., трактуючи її як здатність залучати і реструктуризувати фінансування компанії, що супроводжується при цьому низькими трансакційні витрати [412].

Розгляд фінансової гнучкості також має місце і в частині формування різної структури боргу: з публічним і приватним розміщенням; з різними термінами залучення і видами забезпечення; ступенем диверсифікації боргу в частині кількості кредиторів.

Найбільш широко з позиції джерел фінансової гнучкості її розглядає Беррштейн Л. – як здатність залучати борг з різних джерел, нарощувати власний капітал, реалізовувати активи, коригувати рівень і напрямок операцій для пристосування до нових обставин [173]. Аналогічно Курнофф К. підкреслює здатність до дій із перенаправлення ресурсів і зміни функцій організації відповідно до нової інформації, а також відповідно до нових напрямків стратегії і цілей менеджменту [138].

Не прив'язуючись до джерел, дають визначення фінансової гнучкості Дональдсон Г. і Хіс Л. Згідно Дональдсону Г. фінансова гнучкість – це здатність перенаправляти фінансові ресурси відповідно до мінливих цілей в менеджменті як реакція на нову інформацію про компанію та середовище [232]. Хіс Л. описує фінансово гнучку компанію як таку, яка може здійснювати

коригувальні дії, що дозволяє усунути перевищення необхідних грошових виплат над наявними коштами швидко і з мінімальним несприятливим ефектом на її поточні і майбутні доходи або ринкову вартість її акцій [296].

Близька до цієї точки зору і офіційна. Грунтуючись на трактуванні Хіса Л., Американський інститут сертифікованих громадських бухгалтерів визначив фінансову гнучкість як здатність здійснювати дії, які усувають проблему перевищення необхідних платежів над очікуваними надходженнями. Стандарти фінансового обліку трактують фінансову гнучкість як здатність компанії здійснювати ефективні дії зі зміни суми і часу грошових потоків для відповідної реакції на несподівані потреби та можливості.

Не менше значення багатьма авторами при визначенні фінансової гнучкості приділяється причинам, відповідно до яких вона формується. Загально визнаними при цьому є два факти, які агреговано включають в себе сукупність різних подій і обставин, в результаті яких необхідне додаткове фінансування:

- втрата ліквідності або платоспроможності в результаті впливу негативних шоків з боку зовнішнього середовища;
- поява непередбачених нових інвестиційних можливостей та проектів.

Необхідно відзначити, що, незважаючи на превалюючу думку щодо іммобілізуючої функції, яка забезпечується фінансовою гнучкістю, слід звернути увагу і на інші проблеми, які вирішуються за допомогою даної властивості. Так, Греєм Дж. і Харвей К. наголошують на необхідності підтримки фінансової гнучкості не тільки як можливості залучення різних видів позикового капіталу, але і скорочення боргових зобов'язань в разі скорочення бізнесу в ситуації зниження ділової активності [288].

Відповідно до цього положення, а також на підставі того, що в ряді випадків в результаті недосконалої фінансового ринку – наявності можливості здійснення арбітражних операцій в частині вибору найбільш дешевого джерела боргового фінансування з можливих за рівнем терміновості, валюти залучення, видів кредитування і способу залучення, а також можливості залучення недорогого власного капіталу, ми виокремили відповідно два види фінансової гнучкості [47]:

- *експансійну* – засновану на здатності залучати додаткові ресурси;

– *рестрикційну* або *кон'юнктурну* – засновану на здатності реструктуризувати і скорочувати борг при появі більш сприятливих можливостей фінансування та відповідного скорочення фінансування з більш дорого джерела, а також в разі зниження ділової активності або інвестиційної діяльності.

Разом з тим, зазначені моменти, що характеризують сутність фінансової гнучкості, в недостатній мірі пояснюють її відмінні риси і, отже, необхідність її забезпечення. Зазначене вище не виокремлює її в самостійний об'єкт управління, відмінний від управління платоспроможністю, грошовими потоками, капіталом суб'єкта господарювання. Стосуючись даних галузей управління, фінансова гнучкість як самостійний об'єкт управління, повинна володіти певними ознаками, які стають, по суті, її критеріями. Так, з позиції теорії організації, гнучкість повинна мати атрибути обсягу (масштабу), швидкості і прискорення [345]. При цьому *масштаб* визначає природу і важливість необхідних змін, *швидкість* – обсяг або кількість змін за певний проміжок часу, *прискорення* – необхідне зусилля для реалізації зміни, що відображає його нерівномірність у часі. Серед інших згаданих характеристик гнучкої реакції також вказуються кількість можливих варіантів відповідної реакції, різноманітність або однорідність з позиції їх диференціації [326]. Безпосередньо на цей момент звертає увагу Вольберда Х. [422], кажучи про те, що гнучкість – це не пасивне акумулювання ресурсів, але здатність швидко і в повній мірі реагувати на обставини. Про критерії мінімуму витрат на реакцію під час визначення фінансової гнучкості говорить і Бйон С. [189]. Навін Д. і Д. Лаліта підкреслюють важливість своєчасності реакції і підвищення ринкової вартості самого суб'єкта господарювання [393]. Найбільш точно в цьому аспекті про гнучкість говорить Пріанка К. як про здатність до швидкої реакції для певних змін в режимі обмеженого часу з невеликими зусиллями і витратами зі збереженням показників стану [398].

Таким чином, гнучкість фінансів суб'єкта господарювання необхідним чином буде включати в себе такі характеристики, як *оперативність* (швидкість реакції), *маневреність* (різноманітність можливих варіантів реакції), *економічність* (вартість реакції), *альтернативність* (здатність використання одних і тих же варіантів реакції для різних цілей), *компенсаторність* (здатність компенсації можливих відхилень).

Дані характеристики, що опосередковують фінансову гнучкість, незалежно від способу її реалізації (проактивно або реактивно) дозволяють досягти потрібного ефекту – реалізувати інвестиційні проекти, ліквідувати дефіцит ліквідності, знизити фінансові витрати і, отже, наростити ринкову вартість суб'єкта господарювання.

Заслуговує на увагу також дослідження взаємозв'язку фінансової гнучкості з «*фінансовими обмеженнями*» – характеристикою фінансової діяльності компаній, інтерес до дослідження якої виник наприкінці 80-х рр. минулого століття. У загальному випадку фінансові обмеження передбачають складність доступу до зовнішніх джерел фінансування компаній, в першу чергу, до запозичених, у зв'язку з наявністю або тимчасового утворення значного розриву у вартості між внутрішнім і зовнішнім капіталом компаній, включаючи використання нецінових обмежень з боку інвесторів. Аналіз досліджень авторів, предметом яких є питання фінансових обмежень компаній, дозволяє судити про те, що саме у взаємозв'язку даних характеристик криється ключ до розуміння проблеми фінансової гнучкості – її цінності і причин виникнення. Розгляд сутності фінансових обмежень дозволяє обґрунтувати особливості впливу недосконалості ринку капіталу (його фрікційності), рівня розвитку і структури фінансової системи, циклічності економіки, характеристик компанії (включаючи фінансову архітектуру) на закономірності прояву фінансової гнучкості.

Необхідно зазначити, що сьогодні питання фінансових обмежень і фінансової гнучкості досліджуються вченими паралельно. Разом з тим, незважаючи на безпосередній зв'язок даних характеристик із здатністю компанії до фінансування, між ними є істотні відмінності. Так, для фінансових обмежень характерно наступне:

- 1) фінансові обмеження є результатом недосконалості фінансового ринку – присутньою на ньому асиметрії інформації, агентських проблем, морального ризику, трансакційних витрат, що ведуть до зростання явних і неявних витрат зовнішнього фінансування компаній (як позикових ресурсів, так і зовнішніх джерел поповнення власного капіталу). Зокрема, проблема асиметрії інформації виникає внаслідок обмеженої інформації про компанію та перспективи її розвитку і передбачає застосування

інвесторами і кредиторами певної премії за ризик. Джерелами проблеми агентських конфліктів (між інвесторами та менеджерами, інвесторами і кредиторами) є: неадекватність зусиль, що докладаються агентами, невідповідність цільового інвестиційного горизонту у агентах і принципалів, різне сприйняття ними ризиків, неефективне або невідповідне використання активів агентами (наявність проблеми заміщення активів і експропріації ренти). У свою чергу, проблема трансакційних витрат реалізується в разі значних накладних витрат під час залучення капіталу компаній.

Як результат, «дороге» зовнішнє фінансування є причиною субоптимальної структури фінансування та накопичення істотних резервів грошових коштів. В даному аспекті фінансова гнучкість, спрямована на забезпечення доступу або потенціалу фінансування, є відповідною реакцією на прояв фінансових обмежень, тим самим, опосередковано відбиваючи недосконалість фінансового ринку, яка здатна забезпечити рівний, невитратний і своєчасний доступ суб'єктів господарювання до джерел зовнішнього фінансування в разі генерування ними проектів, інвестиційно привабливих з точки зору їх чистого дисконтованого доходу. У свою чергу, грошові резерви і запас додаткового залучення позикового капіталу (боргової здатності) розглядаються як основні інструменти формування фінансової гнучкості.

Розгляд факту накопичення грошових резервів як ознаки наявності фінансових обмежень на основі дослідження його ролі у фінансовому забезпеченні інвестиційної діяльності компаній запропоновано Алмейда Х. [147]. В подальшому цей спосіб дослідження фінансових обмежень використовувався також Баумом К., Шафером Д. і Талавера О. [168].

Про значимість даного інструменту подолання фінансових обмежень свідчать дані про стан балансів найбільших світових компаній в світі. Так, згідно з даними FactSet Research Systems на кінець першого кварталу 2013 р залишки грошових резервів, їх еквівалентів і короткострокових фінансових інвестицій компаній реального сектора економіки, що входять в індекс S & P 500 досягли свого максимуму і склали 1,29 трильйонів дол. США, збільшившись на 60 % у порівнянні з їх рівнем на початок світової фінансової кризи [396]. У США рівень таких резервів перевищує їх звичайну величину на 30 %, їх співставлення із доходами компаній становить 13 %. Незважаючи на те, що це на 300 в.п. менше, ніж у



під кризи, він вище за докризовий рівень – 10 % [424]. Для компаній, що входять в Топ 25 за показником Global Finance Cash 25 їх співвідношення з доходами склало 27 %. До компаній з найбільшими запасами грошових резервів відносяться найбільші ТНК: General Electric – 11,2 % активів і 52,4 % доходу від продажів; Microsoft – 54 % і 99 %; Oracle – 39 % і 86,6 %; Apple – 16,5 % і 18,6 %; Amgen – 44,3 % і 139 %; Jonson & Jonson – 17,3 % і 31,3 %; Sony – 11,8 % і 24,2 %; Intel – 21,5 % і 34 %.

Втім необхідно відзначити, що формування значних резервів ліквідних активів не є однозначною ознакою наявності фінансових обмежень і, відповідно, наявності мотиву їх подолання. Так, мотивом формування резервів може бути податкова оптимізація, реалізація угод злиття і поглинань, скорочення операційної діяльності в результаті несприятливої кон'юнктури ринку. Разом з тим, значна частка серед зазначеної вибірки високотехнологічних компаній підтверджує гіпотезу про існування суттєвих фінансових обмежень для таких компаній в частині фінансування ними витрат на НДДКР [428], які породжують найбільшу інформаційну асиметрію. Серед чотирьох мотивів, які, як правило, вказуються в якості причин формування резервів, безпосереднє відношення до фінансових обмежень і, отже, формування фінансової гнучкості, має страховий мотив («*precautionary motive*»), який забезпечує доступ до фінансів під час зниження ліквідності компанії або фінансового ринку. Саме цей мотив знайшов своє підтвердження в ряді досліджень як основний фактор зростання грошових резервів в структурі компаній США протягом останніх 20-ти років [428]. В результаті, величина чистого боргу по відношенню до пасивів склала на кінець 2004 р. негативну величину -1,48 %.

Ознакою наявності фінансових обмежень і, отже, підвищеної цінності фінансової гнучкості, є низький рівень фінансового левериджу, який підтримується з метою забезпечення здатності залучати при необхідності додатковий позиковий капітал. Як і в ситуації з критерієм грошових резервів та їх еквівалентів, невисока величина позикового фінансування не завжди буде означати наявність фінансових обмежень. До низького боргу може стимулювати стійкий стан факторів ціни капіталу – високі витрати фінансової нестабільності, низький податковий щит, агентські витрати; наявність більш дешевих внутрішніх джерел фінансування. Ґрунтуючись на синтезі теорій компромісу і ієрархії

джерел фінансування, мотив підтримки фінансової гнучкості в той же час відрізняється від інших тим, що його метою є формування запасу боргової здатності для реалізації в майбутньому інвестицій.

Згідно з останніми дослідженнями, проведеними спільно Феррандо А., Марчика М., Муром Р. на основі даних понад 600 тис. Європейських компаній за період 1993–2010 рр., близько 34 % з них дотримувалися протягом, принаймні, 3-х років консервативної боргової політики [252]. Визначені таким чином фінансово гнучкі компанії змогли на 22,6 % збільшити свої капвкладення.

2) ступінь фінансових обмежень істотно визначається рівнем розвитку і структурою фінансового сектора економіки. При цьому вплив структури проявляється наступним чином: банківський сектор, що володіє перевагою більш ефективного подолання інформаційної асиметрії в порівнянні з організованим фондовим ринком завдяки концентрації приватної інформації про позичальників, в цілому, знижує ступінь фінансових обмежень для певної частини компаній, які не мають доступу до публічної емісії боргових зобов'язань. Переваги розвитку банківських інститутів з позиції зниження інформаційної асиметрії і, відповідно, фінансових обмежень, проявляються і в можливостях моніторингу, а також більш ефективної реструктуризації боргу в ситуації зниження фінансової стійкості компаній [309]. Разом з тим, подолання інформаційної асиметрії, з одного боку, за допомогою розвитку сектора фінансових посередників не може бути повним, з іншого боку, збільшує вартість такого фінансування і, відповідно, ступінь фінансових обмежень.

Істотну роль також відіграє взаємовплив рівня розвитку і стану фінансового та реального секторів економіки. Так, рівень розвитку, що визначається обсягами обігу на фінансовому ринку фінансових інструментів, формує той чи інший розмір трансакційних витрат, і, відповідно, його привабливість і доступність з точки зору залучення капіталу нефінансовими компаніями. Низький попит у зв'язку з високими трансакційними витратами і витратами інформаційної асиметрії, веде до подальшого зниження ліквідності ринку, рівня його розвитку. У сфері банківського кредитування, крім існуючого механізму фінансового акселератора, що діє на основі взаємозв'язку вартості активів компаній реального сектора, величини їх фінансового левериджу і, відповідно, стану структури балансів банків, використанням ними через агентські конфлікти нецінових

методів обмеження кредитування, аналітики на тлі світової фінансової кризи відзначають і безпосереднє відбиття фінансової нестійкості банків на вартості фінансування для суб'єктів господарювання [283]. Так, згідно з даними Звіту про фінансову стабільність в 2013 р нестійкість банківської системи Іспанії та Італії визначає відповідно 1,6 і 1 % процентної маржі в вартості фінансування для компаній. Виходячи з вкрай високої частки неякісних активів в структурі балансів банків, не меншу значимість, мабуть, грає така маржа і в Україні. Так, співвідношення фактичної процентної маржі і мінімально необхідної для вітчизняних банків за нашими розрахунками склало в 2007 р. – 4,04, 2008 р. – 1,93; 2009 р. – 0,52; 2010 р. – 0,53; 2011 р. – 0,53; 2012 р. – 0,27.

Досить інформативними також є результати, отримані Феррандо А., Марченко М. і Муром Р. по європейським компаніям із шести країн, щодо цінності фінансової гнучкості в залежності від рівня індексу доступності кредитних ресурсів в тій чи іншій країні і ступеня захисту прав міноритарних акціонерів в ситуації агентської проблеми між ними і менеджерами [245]. Згідно з цим дослідженням компанії, що підтримують низький рівень левериджу протягом принаймні трьох років в країнах з більш складним доступом до фінансування і більш слабким захистом прав інвесторів, збільшують згодом інвестиції на 22,7 %, в той час як в країнах з кращими цими показниками – тільки на 7,9 %, відбиваючи, тим самим, більш високу цінність фінансової гнучкості в країнах з менш досконалим ринком капіталу.

Слід звернути увагу також на те, що в своєму дослідженні зазначені автори трактують фінансову гнучкість саме з позиції наявності логічної залежності «недосконалість фінансового ринку – фінансові обмеження – фінансова гнучкість (низький леверидж)», говорячи про неї як про здатність компанії до реалізації інвестицій в майбутньому в ситуації асиметрії інформації та агентського конфлікту (*contracting problems*), які ведуть до неможливості реалізувати прибуткові вкладення [245, с. 19].

3) недосконалість ринку капіталу визначає істотність впливу внутрішніх характеристик компаній (структури активів, розміру компанії, періоду функціонування, галузевої приналежності, фінансової архітектури) [39].

Поряд із дослідженнями ступеня фінансових обмежень виходячи з різних характеристик компаній в низці робіт, заслуговує

на увагу дослідження впливу стадій життєвого циклу компанії на особливості прояву фінансової гнучкості, здійснене С. Бйона [190]. Так, для компаній, що знаходяться на стадії свого розвитку, характерні невисокі доходи, низьке очікуване зростання грошових потоків, рівень валютних резервів, невисокий рівень кредитоспроможності, що передбачає значний рівень фінансових обмежень і, відповідно, істотну необхідність у фінансовій гнучкості. Фінансування тут здійснюється переважно за рахунок зовнішнього поповнення власного капіталу з низьким рівнем левериджу. У свою чергу, зростаючі компанії мають середній рівень прибутковості, високий потенціал зростання грошових потоків, мають низький запас ліквідних активів, але для них є характерним високий леверидж, обумовлений значним залученням боргу під майбутні грошові потоки. Забезпечення ж фінансової гнучкості для стратегічно стійких компаній реалізується на основі переважно внутрішніх фінансових ресурсів. Такі компанії характеризуються високою поточною прибутковістю, низькими перспективами зростання, середнім рівнем левериджу. Таке обґрунтування частково порушує положення, як теорії ієрархії джерел фінансування, так і теорії компромісу, в той же час вносячи певну ясність в існуючі прогалини пояснення закономірностей боргової політики компаній зазначеними теоріями.

Впливовим чинником рівня фінансових обмежень для компаній є і приналежність останніх до холдингових або конгломеративних структур, які мають внутрішні ринки капіталу. Даний факт пояснює менший рівень залежності інвестицій таких компаній від їх внутрішніх фінансових ресурсів і, отже, наявність більш слабких фінансових обмежень. Виходячи ж з передумови позитивного впливу фінансової розвитку саме на тих суб'єктів господарювання, які відчувають ускладнений доступ до зовнішнього капіталу, слід зазначити відсутність безпосередньої і однозначної залежності між зростанням рівня розвитку національного фінансового ринку і обсягами інвестиційної діяльності учасників холдингів і конгломератів, що фінансуються за рахунок зовнішніх ресурсів. Ця закономірність на сьогоднішній день підтверджена низкою досліджень, проведених в Японії [212], Кореї [148], США [194]. В цьому аспекті цікавими будуть і дослідження наявності зворотного зв'язку – «ступінь фінансових обмежень компаній, що входять у холдинги – рівень фінансового

розвитку національного фінансового ринку». При цьому є підстави припускати, що такий взаємозв'язок є негативним;

4) особливості і ступінь прояву фінансових обмежень істотно залежать від ділового циклу. Стадія кризи в діловому циклі, що супроводжується зниженням ліквідності кредитного та фінансового ринку, зростанням вартості фінансування, використанням нецінових бар'єрів банками, зниженням кредитних рейтингів і кредитоспроможності позичальників, підсилює передумови для прояву фінансових обмежень і, отже, позитивних ефектів від формування фінансової гнучкості.

Останнім десятиріччям проведено ряд аналітичних досліджень в сфері впливу фінансових обмежень і їх рівня на прийняття інвестиційних рішень компаніями, політику їх витрат і інструментів досягнення ліквідності, які використовувалися в умовах, як фінансової кризи в Азії наприкінці 20-го сторіччя, так і в умовах світової фінансової кризи 2007–2009 рр. [252, 156, 250]. Велика частина з них підтверджує не тільки істотну роль фінансових обмежень, але і ефективність інструментів їх подолання.

Так, аналіз забезпечення ліквідності за рахунок грошових резервів компаніями США, Європи та Азії, свідчить про те, що саме фінансово обмежені з них прагнуть підтримувати резерви з метою реагування на шоки пропозиції кредитних ресурсів з боку кредиторів [334]. Крім того, такі компанії мають велику частку в своїх ресурсах таких, які залучені на основі відкриття кредитних ліній (26 %). Разом з тим, половина фінансово обмежених компаній використовує їх для поточних потреб і підтримки короткострокової ліквідності і тільки кожна сьома – для забезпечення потенціалу ліквідності в майбутньому, кожна п'ята – з метою уникнення відмови банку в наданні кредиту в перспективі. Опитування виконавчих директорів компаній, що зазнають фінансові обмеження, показав, що 87 % з них знизили обсяги інвестування, в той час як лише 44 % фінансово необмежених скорегували свої інвестиційні плани в період фінансової кризи. Зазначені категорії компаній відрізняються не тільки здатністю залучати зовнішні ресурси, а й задіювати внутрішні: як правило, фінансово обмежені компанії мають і менший потенціал внутрішнього фінансування. Так, неможливість залучення зовнішніх ресурсів під час кризи змусила більше половини фінансово обмежених компаній знизити свої інвестиції, з фінансово необмежених тільки третина опинилася в такій ситуації.

Особливо цінним є те, що автори не тільки дають визначення фінансових обмежень як «різного роду ускладнюючих обставин в залученні ресурсів на кредитному ринку» [211], а й вказують на різні види таких обмежень щодо залучення та використання капіталу за допомогою кредитної лінії, до яких відносять: кількісні обмеження; обмеження з точки зору вартості капіталу; складності у відкритті кредитної лінії та її відновлення.

Слід також вказати на складність взаємозв'язку між внутрішніми і зовнішніми джерелами забезпечення ліквідності, і, отже, фінансової гнучкості. Незважаючи на альтернативність в їх використанні, безумовним є і факт їх взаємодоповнюваності – значна внутрішня ліквідність знижує фінансові обмеження доступу до зовнішніх ресурсів, знижуючи тим самим чутливість інвестицій до чистих грошових потоків компаній. Доказом цього служать дослідження Кампелло М., Грехема Дж. та ін. [211], які свідчать про позитивний зв'язок між інвестиціями та кредитними лініями компаній в період фінансової кризи тільки при певному рівні накопичених грошових резервів.

Вченим також вдалося виявити і інші закономірності формування фінансової гнучкості. Так, найбільш фінансово гнучкими в період останньої фінансової кризи стали компанії, які: мали меншу величину довгострокового боргу в структурі позикового фінансування; мали велику частку незабезпеченого боргу в докризовому періоді; мали більш диверсифіковану структуру емітованого боргу щодо термінів його погашення [289]; володіли доступом до ресурсів декількох кредиторів [355].

Таким чином, особливостями взаємозв'язку *фінансової гнучкості і фінансових обмежень* будуть наступні:

– фінансова гнучкість є відповідною реакцією компанії на прояв її фінансових обмежень;

– фінансові обмеження, що ускладнюють доступ до зовнішніх фінансових ресурсів, переважно визначають цінність формування тільки експансійної гнучкості, реалізація якої забезпечує мобілізацію капіталу в режимі економії вартості і часу. Чим вище рівень фінансових обмежень, тим вище необхідність і, отже, цінність фінансової гнучкості;

– як і значимість фінансових обмежень, цінність фінансової гнучкості в частині її впливу на ринкову вартість компаній визначається: ступенем недосконалості або фрікційністю ринку

капіталу, рівнем фінансового розвитку і структурою фінансової системи, фінансової архітектурою компанії, стадією ділового циклу економіки;

– на відміну від фінансових обмежень, які можуть мати стійку форму через стійкі внутрішні характеристики компаній, фінансова гнучкість в більшій мірі має динамічну природу, формування, підтримка і реалізація якої вимагає певних зусиль і витрат, що не дозволяють компанії бути перманентно фінансово гнучкими. В значній мірі розкриттю сутності та особливостей прояву фінансової гнучкості на мікрорівні сприяє її класифікація. Виходячи з джерел і цілей формування, впливу на фінансовий потенціал, стадії відтворення фінансових ресурсів, інструментарію, що використовується, елементів фінансового механізму, стадії ділового циклу, видів наявних фінансових ресурсів, виокремимо різновиди фінансової гнучкості, зазначені в таблиці 2.1. Наведена класифікація видів *фінансової гнучкості* на мікрорівні заснована на найбільш широкому підході до її розгляду – з позиції здатності суб'єктів господарювання своєчасно розширювати, звужувати або відновлювати свій фінансовий потенціал відповідно до умов функціонування, що змінюються, з мінімальним зростанням вартості фінансових ресурсів або втратою вартості активів в разі їх оборнення в ліквідну форму. При цьому такий потенціал реалізується у вигляді фінансових можливостей нарощування ринкової вартості компанії, а також забезпечення її сталого економічного розвитку в умовах циклічних змін в економіці.

Виходячи із зазначеного вище, можна зробити такі висновки:

– забезпечення фінансовою гнучкістю на мікрорівні фінансової системи охоплює широке коло фінансових питань, які включають такі сфери, як управління структурою капіталу суб'єктів господарювання, управління ліквідністю і резервами грошових коштів, політика винагороди власників;

- розгляд фінансової гнучкості в умовах циклічного розвитку економіки, які передбачають зміну стадій підйому і спаду ділової активності з відповідною зміною стану фінансового ринку, визначає доцільність більш широкої точки зору на фінансову гнучкість – із позиції розгляду різних джерел її формування і мотивів використання, які дозволяють в режимі економії коштів і часу розширювати, звужувати або відновлювати фінансовий потенціал суб'єктів господарювання;

## Класифікація видів фінансової гнучкості

Вид фінансової гнучкості	
Ознака	2
Залежно від чинників формування фінансової гнучкості	Гнучкість, яка визначається зовнішніми обставинами і умовами (високою ліквідністю фінансового ринку та банківської системи, стадією економічного підйому)
	Гнучкість, що визначається внутрішніми характеристиками компанії (низькою чутливістю до збурень) – характеризується наявністю низьких фінансових обмежень у компанії
	Гнучкість, що забезпечується ефективним управлінням (використанням різних інструментів формування фінансової гнучкості або подолання фінансових обмежень)
Залежно від мети формування	Експансійна – заснована на здатності залучати додаткові ресурси з метою ліквідації дефіциту ліквідності і реалізації інвестиційних можливостей
	Рестрикційна або кон'юнктурна (заснована на здатності реструктуризувати або скорочувати використання певного виду фінансових ресурсів) Має місце при появі більш сприятливих можливостей фінансування та відповідного скорочення фінансування з більш дорогого джерела, а також в разі зниження ділової активності або інвестиційної діяльності
Залежно від впливу на фінансовий потенціал	Гнучкість, що забезпечує розширення фінансового потенціалу суб'єкта господарювання – характеризує здатність розширити джерела формування і обсяги фінансових ресурсів в обмежені терміни, з мінімальним зростанням їх вартості
	Гнучкість, яка забезпечує зруження фінансового потенціалу суб'єкта господарювання – характеризує здатність знизити величину фінансових ресурсів, максимально безболісно, тобто з мінімальними втратами ефективності функціонування
	Гнучкість, що забезпечує відновлення фінансового потенціалу суб'єкта господарювання – характеризує здатність відновлювати величину потенціалу до його рівня, сформованого до дестабілізуючого впливу
	Гнучкість, що спрямована на підтримку фінансової стійкості (дозволяє подолати зниження ліквідності компанії)
Залежно від мотиву формування	Гнучкість, спрямована на використання сприятливої кон'юнктури фінансового ринку – реалізується на основі паралельного використання рестрикційної і експансійної фінансової гнучкості
	Гнучкість, спрямована на використання інвестиційних можливостей – реалізується на основі експансійної гнучкості
Залежно від стадії відтворення фінансових ресурсів	Гнучкість формування фінансових ресурсів
	Гнучкість розподілу і перерозподілу фінансових ресурсів



Продовження табл. 2.1

1	2
Залежно від інструментів, які використовуються	Гнучкість, заснована на використанні реальних і фінансових опціонів, включаючи контрактні форми Гнучкість, яка заснована на формуванні умов, що сприяють подоланню фінансових обмежень (підвищення кредитоспроможності, зниження інформаційної асиметрії тощо)
Залежно від елементів	Гнучкість, заснована на формуванні можливостей (створенні резервів) реалізації різних методів та інструментів мобілізації і розподілу фінансових ресурсів
фінансового механізму, які	Гнучкість, заснована на формуванні можливостей (створенні резервів) збільшення ступеня використання одних методів реалізації фінансових відносин замість інших
застосовуються	Гнучкість, заснована на формуванні можливостей (створенні резервів) посилення важелів впливу у фінансовій механізмі і можливостей коригування їх величини
	Гнучкість, заснована на резервуванні фінансових активів
	Гнучкість, заснована на формуванні можливостей для перерозподілу фінансових ресурсів між напрямками їх використання
	Гнучкість, заснована на формуванні можливостей ефективного використання вивільненого потенціалу тимчасово або постійно
	Гнучкість, заснована на формуванні можливостей ефективного виходу або відмови від сформованих фінансових відносин або методу їх реалізації шляхом формування реального опціону або власне придбання фінансового опціону
Залежно від стадії ділового циклу	Гнучкість, що проявляється на стадії кризи і рецесії Гнучкість, що проявляється на стадії відновлення і економічного підйому
Залежно від джерела фінансових ресурсів	Гнучкість, що формується на основі внутрішніх фінансових ресурсів (за рахунок чистого грошового потоку, резерву грошових коштів та короткострокових інвестицій, що мобілізуються на основі продажу активів, скорочення витрат)
	Гнучкість, що формується на основі зовнішніх фінансових ресурсів (позикових ресурсів і ресурсів, що залучаються для поповнення власного капіталу компанії)

– необхідність формування фінансової гнучкості безпосередньо взаємопов'язана зі ступенем доступності зовнішнього капіталу для суб'єктів господарювання, що виявляються в кількісних і якісних фінансових обмеженнях. Перша є, як інструментом, так і умовою подолання обмежених фінансових можливостей, які досягають свого максимуму в періоди кризи і економічної рецесії;

– як і гнучкість фінансової системи на макрорівні, на рівні суб'єктів господарювання фінансова гнучкість дозволяє пристосовувати їх фінансовий потенціал на основі видозміни способу організації (механізму функціонування), інструментів управління, фінансових відносин. Залежно від мотиву необхідності даних змін забезпечується фінансова стійкість суб'єкта господарювання, створюються можливості для використання сприятливої кон'юнктури фінансового ринку і перспектив інвестування.

## **2.2 Характеристика взаємозв'язку ділового циклу і забезпечення гнучкості фінансової системи на мікрорівні**

Формування та реалізація інструментів забезпечення гнучкості фінансової системи на мікрорівні через вплив на фінансове забезпечення відтворення ВВП є важливим завданням сучасного підходу до регулювання економічних процесів.

Необхідно зауважити, що питання взаємозв'язку середньострокових економічних циклів та фінансового забезпечення інвестиційної діяльності суб'єктів господарювання в наукових дослідженнях отримують все більше уваги вчених. Сьогодні запропоновані різні моделі такими вченими, як Бернанке Б. та Гертлер М. [171], Кійотаки Н. та Мур Дж. [223], Карлструм Ч. і Ферст Т. [199] та ін., демонструють важливість існуючих фінансових обмежень чи шоків пропозиції фінансових ресурсів для обсягів інвестицій та циклічної динаміки, яка характерна для економіки.

Підтвердження факту впливу фінансової кризи на інвестиційну активність підприємств реального сектора, яка перешкоджає зовнішньому фінансовому забезпеченню, також належить до останніх досліджень Івашиної В. та Шарстейна Д. [313], Дучина Р. та Озбаза О. [234], Кампелло М. [196], Алмейда Г.

[211] та ін. Про проблеми збереження суттєвих фінансових обмежень для суб'єктів господарювання як одну з головних перешкод для подолання економічної рецесії в різних країнах свідчать й аналітичні звіти Світового та Європейського центрального банків.

До досліджень у яких безпосередньо розглядаються проблеми формування фінансової гнучкості у взаємозв'язку з фінансово-економічною кризою варто віднести роботи зарубіжних вчених (табл. 2.2).

Результат такого емпіричного аналізу дозволив обґрунтувати позитивний вплив використання різних інструментів фінансової гнучкості у діяльності суб'єктів господарювання.

В умовах істотного впливу на процеси фінансування інвестиційної діяльності механізму кредитного циклу, що реалізується на основі дії фінансового акселератора як спіралі кредитного стиснення, що закручується на основі знецінення реальної заставної вартості активів підприємств, а також негативних балансових показників банківського сектора, в якості основних напрямів державної політики урядами різних країн розглядаються заходи щодо стимулювання відновлення процесів кредитування та фінансового забезпечення розвитку економіки. Не є винятком у цих тенденціях і Україна.

Проаналізувавши структурні протиріччя розвитку монетарної сфери, фахівці Національного інституту стратегічних досліджень при Президентові України відзначають, що основною причиною є зростання боргів усіх секторів економіки за обмежених ресурсів для їх погашення в умовах стагнації [108]. Формування надлишкової ліквідності банківської системи при незначних позитивних темпах кредитування на тлі високої частки проблемних кредитів та високих реальних процентних ставок утворює негативне замкнуте боргове коло. Разом з тим, створити умови для погашення боргів можна тільки за умови прискорення економічного розвитку.

Актуалізація питань взаємозв'язку ділового та кредитного циклів, їх взаємопосилююча роль та політика регулювання цих циклічних процесів визначає доцільність розгляду проблеми фінансової гнучкості з позиції її проявів на основі такого взаємозв'язку. З метою врахування специфіки такого прояву охарактеризуємо головні ознаки цих видів циклів та фінансові обмеження, що формуються в цих обставинах (табл. 2.3).

## Основні емпіричні дослідження фінансової гнучкості під час фінансово-економічної кризи

Автори	Результати аналізу	Вибрка	Особливості аналізу
Арслан О., Флоракіс К., Озкан А. [251]	Під час кризи 2000–2001 рр. суб'єкти господарювання використовували переважно запас грошових коштів для фінансування інвестицій	2000–2001 рр., 220 підприємств Туреччини	Вплив запасу грошових засобів на фінансування інвестицій
Анг Д., Смедена Д. [153]	Компанії переважно не фінансово гнучкі перед рецесією. Не готові до рецесії компанії, які не можуть зробити це з огляду на фінансові обмеження або нестачу грошових засобів.		Вплив фінансових обмежень на гнучкість
Арслан О., Флоракіс К., Озкан А. [156]	Компанії, які підтримують фінансову гнучкість у передкризовий період, є невеликими, проте мають більші можливості для зростання, більше виплачують дивідендів, мають більш високі грошові потоки й інвестиції, мають кращі показники, ніж менш гнучкі. Підтримка фінансової гнучкості є більш важливою, ніж входження в холдинг. Компанії, що мають високий леверидж в передкризовому періоді, відчували великі труднощі в залученні позикових ресурсів під час кризи, і, навпаки. Компанії з високим левериджем мали великі інвестиції перед кризою, ніж компанії з більш низьким левериджем, але при цьому мали менші перспективи для зростання. У післякризовий (посткризовий) період різниця в обсягах інвестицій для фінансово гнучких і негнучких компаній незначна.	Більше тисячі компаній Східної Азії виробовж 1994–2006 рр.	Вплив ознак компаній на фінансову гнучкість до і під час кризи
Вайтід Т., Ву Г. [426]	Досліджено вплив фінансових обмежень (фінансової гнучкості) на прибутковість акцій. Фактор премії за фінансову негнучкість становить 2,18–2,76 %. Фактор контрикліний: кумулятивна прибутковість відносно фактора негнучкості передусе або збігається з рецесією і швидко падає в період експансії, що визначає цінність фінансової гнучкості. Внутрішні чинники фінансової гнучкості є джерелом недиверсифікованого ризику і винагороджуються ринком.	1390 компаній США протягом 1975–2001 рр.	Вплив фінансових обмежень (фінансової гнучкості) на прибутковість акцій
Бансел Ф., Міттоо У. [272]	Компанії з великими внутрішніми інвестиціями відчули менший вплив фінансової кризи – вони мали менший леверидж, більший резерв ДС. Компанії з короткостроковим боргом більше, ніж з довгостроковим боргом були обмежені у праві користування фінансами, продавали активи.	34 компанії Франції 2009 року	Вплив терміновості боргу на інвестиції
Феррандо А., Марчик Р., Мура М. [252; 245]	Фінансово гнучкі компанії менше відчувають зниження інвестування, ніж негнучкі: рівень вкладень в капітальні активи (за показником інвестицій до капітальних активів) для гнучких компаній (з низьким левериджем до кризи протягом 3-х років) знизився з 33,6 % до 26,8 %, для негнучких – з 39,4 % до 25 %. У середньому у всіх компаніях рівень інвестицій знизився з 38,6 % до 25,4 %.	685 тис. компаній ЄС та Великобританії протягом 1993–2010 рр.	Вплив кризи на інвестування з боку консервативної та менш консервативної боргової політики компанії
Кампелло М., Грехем Дж., Харвей К. [245]		Опитування 1050 виконавчих директорів США, Європи та Азії	Вплив кризи на стратегію скорочення
Кампелло М., Джисмбона Е., Грехем Дж.,		Опитування 800 виконавчих директорів США, Європи та Азії	Взаємозв'язок різних джерел фінансової гнучкості

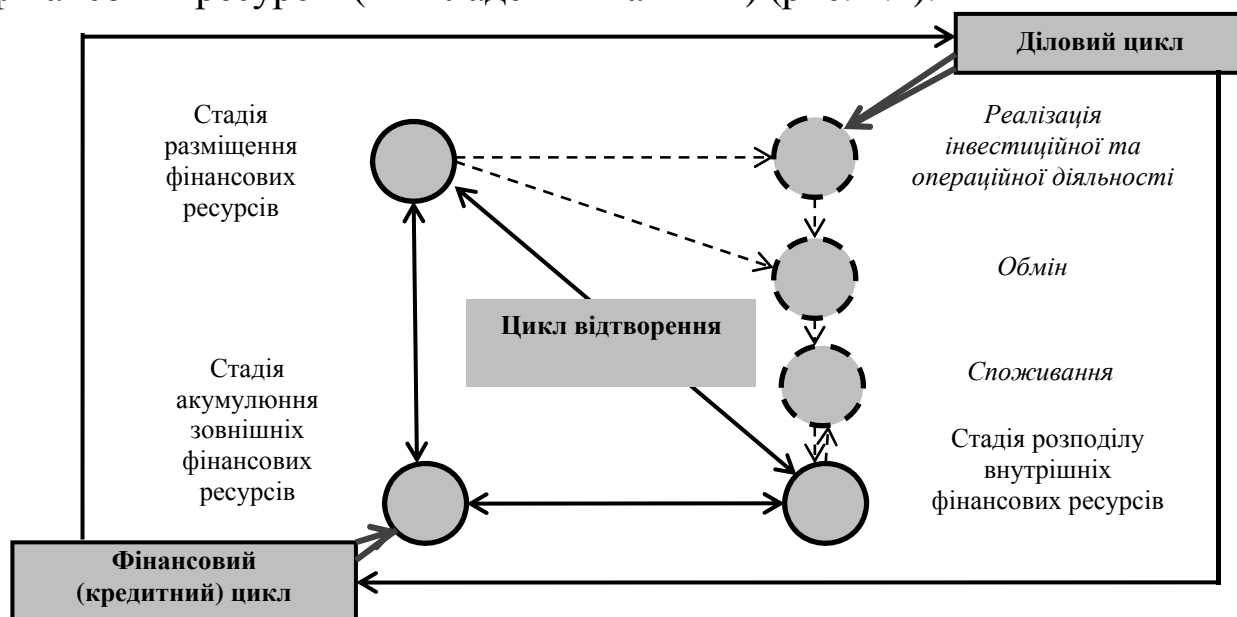
## Основні ознаки ділового та фінансового (кредитного) циклів

Ознаки	Економічне зростання			Економічне падіння	
	Пожвавлення	Бум	Криза	Рецесія (депресія)	
Ознаки ділового циклу	Державна політика експансії і стимулювання розвитку; масове оновлення основного капіталу; скорочення безробіття, зростання заробітної плати; зростання цін, зростання попиту на предмети споживання; реалізація «відкладеного» попиту; зниження інвестиційних ризиків	Збільшення темпів економічного зростання, зростання інвестицій, курсів цінних паперів, заробітної плати, цін, прибутку. Повна зайнятість факторів, їх максимальна продуктивність. Вартість і ціна факторів досягає свого максимуму. Сигнали про уповільнення зростання і стабілізації зростання прибутковості вкладень	Різке стиснення сукупного виробництва; перевиробництво і дефляція; скорочення розмірів доходів, зайнятості, інвестицій, падіння цін, заговарення, зростання невикористаних виробничих потужностей і безробіття, масове банкрутство і дефолти, обвал окремих ринків (нерухомості, валютного, цінних паперів, банківського)	Мобілізація механізмів стиснення, скорочення витрат від стадії кризи; реструктуризація реального сектора і його балансів; інвестиційна рецесія масове безробіття, низький рівень заробітної плати, скорочення товарних запасів, припинення падіння цін.	
Мета державної політики	Кількісне та якісне зростання рівня задоволення потреб	Забезпечення стабільності, недопущення перегріву, розбалансування співвідношення попиту та пропонування	Збереження потенціалу	Збереження потенціалу та забезпечення стійкості	
Ознаки фінансового (кредитного) циклів	Поступове підвищення процентних ставок; лібералізація банківської системи зі слабким контролем і наглядом, що допускає поступове погіршення якості портфелів активів з низьким рівнем диверсифікації; відновлення кредитної експансії	Зростання процентних ставок; поступове зниження прибутковості банків; роздування кредитних портфелів, зниження рівня адекватності капіталу банків; бум споживчого кредитування	Уповільнення зростання грошової маси і збільшення попиту на гроші; боргова криза, високий рівень фінансового левериджу у всіх секторах економіки; зниження ліквідності кредитного та фінансового ринку, зростання вартості фінансування, використання нецінових бар'єрів банками, зниження кредитних рейтингів і кредитоспроможності позичальників; зниження зовнішніх потоків капіталу світових фінансових ринків; рефінансування кредитів	Зниження банківського відсотка; наявність великого обсягу вільного грошового капіталу; перенасичення неякісними боргами	
Динаміка фінансових обмежень	Зменшення агентського конфлікту (між менеджерами і акціонерами, мажоритаріями і міноритаріями, кредиторами і позичальниками), зниження інформаційної асиметрії, трансакційних витрат, зростання доступу на всі фінансові ринки; зниження кількісних і якісних обмежень банками	Зростання конфлікту між менеджерами і власниками як результат зростання ризику реалізації «неякісних» проєктів, значних вільних грошових потоків; пік асиметрії інформації, що призводить до недооцінки інвестиційних ризиків	Пік агентських конфліктів та інформаційної асиметрії; низький кредитний рейтинг, відсутність доступу до фінансових ринків; введення банками якісних і кількісних обмежень у кредитуванні	Поступова реструктуризація фінансової системи і боргових зобов'язань, реструктуризація власності, що призводить до зниження агентських конфліктів між інвесторами і принципалами	

При дослідженні взаємозв'язку ділового макроекономічного циклу та циклу забезпечення фінансової гнучкості на мікрорівні необхідно враховувати логічні передумови і результати вже сьогодні отриманих емпіричних досліджень, які ми розглянемо нижче.

*По-перше*, саме забезпечення фінансовою гнучкістю є циклічним процесом, який передбачає три стадії: її формування (приведення у відповідність певних умов функціонування суб'єкта господарювання, що дає можливість досягти гнучкості); її підтримку (створення умов для утримання фінансової гнучкості на необхідному рівні); її реалізацію (процес поступового або одноразового використання гнучкості). Тривалість кожної із стадій визначається не тільки періодом існування потреби в таких резервах, але й можливостями або умовами їх формування та підтримання. Саме тому стадія реалізації фінансової гнучкості повинна бути максимально наближена до виникнення максимальної потреби у ній, а стадія формування та підтримки – до періоду найбільш сприятливих умов і мінімально втрачених можливостей.

*По-друге*, фінансова гнучкість є багатогранним явищем, основні види якої доцільно пов'язати зі стадіями відтворення фінансових ресурсів на мікрорівні, серед яких безпосередньо пов'язані з фінансовою діяльністю: стадія розподілу фінансових ресурсів (відшкодування вкладеного капіталу); стадія акумулювання зовнішніх фінансових ресурсів (поповнення власного капіталу за рахунок зовнішніх джерел, залучення позикових ресурсів); стадія розміщення фінансових ресурсів (їх вкладення в активи) (рис. 2.1).



**Рис. 2.1. Стадії відтворення (формування та використання) фінансових ресурсів**

При цьому взаємний вплив стадій є позитивним – вкладення більшого обсягу фінансових ресурсів передбачає і більший потенціал подальшого їх розподілу акумулювання.

Враховуючи це, *гнучкість у розподілі та перерозподілі фінансових ресурсів* ґрунтується на можливості реінвестування суб'єктом господарювання додаткових власних фінансових ресурсів за рахунок зміни структури їх розподілу (зростання фондів накопичення). До її основних інструментів прийнято відносити скорочення дивідендних або інших виплат власникам, скорочення викупу акцій. *Гнучкість в акумуляції фінансових ресурсів* заснована на здатності залучати додаткові власні та позикові фінансові ресурси, змінювати їх структуру в режимі економії часу і вартості фінансування (її основні інструменти – це резерв боргової здатності та відкриття кредитних ліній). У свою чергу, *гнучкість у розміщенні фінансових ресурсів* заснована на здатності змінювати структуру активів і напрямів вкладання коштів (найбільш ліквідний її інструмент – резерв грошових коштів).

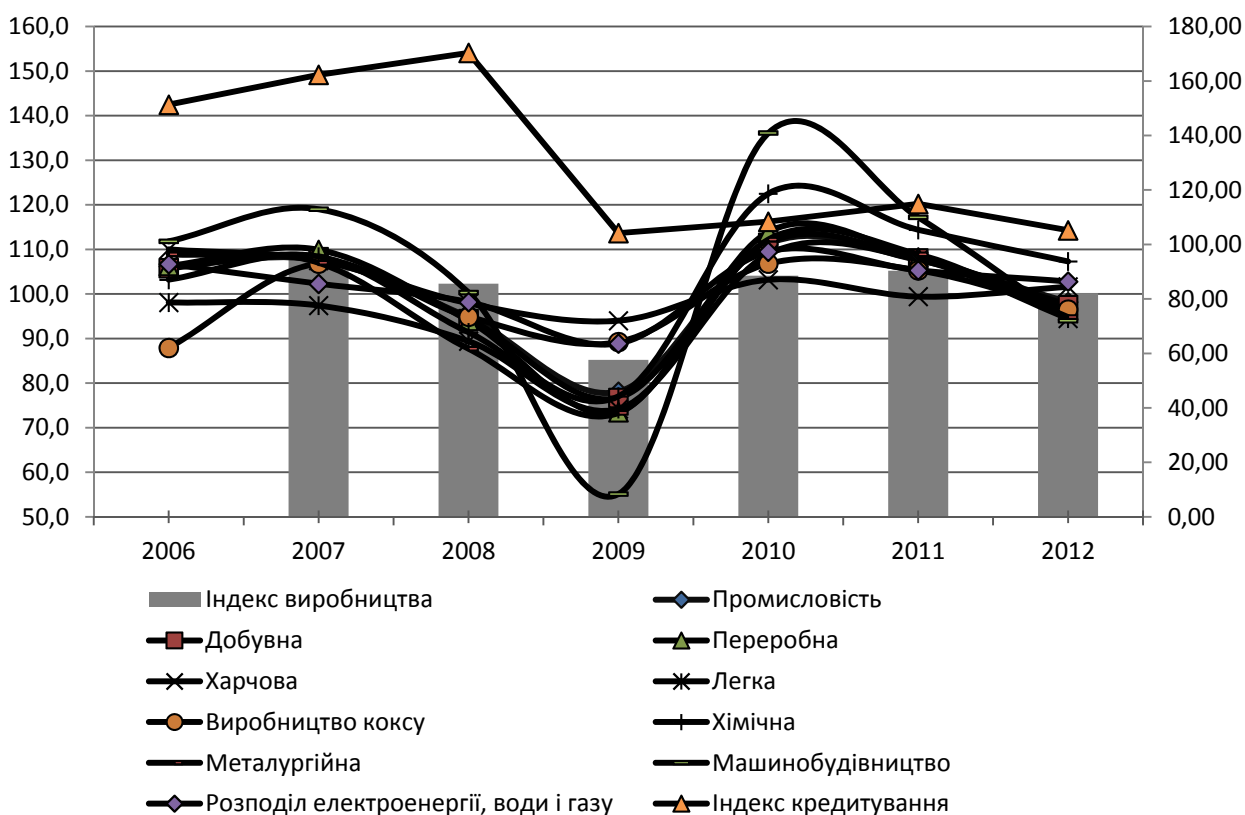
Формування будь-якого із зазначених видів фінансової гнучкості є, по-суті, відволіканням наявного або доступного для вкладання капіталу з обороту – інвестиційної та операційної діяльності і, отже, передбачає ймовірне скорочення такого потенціалу в майбутньому. Отже, правильне позиціонування стадій забезпечення фінансової гнучкості та його поєднання з діловим макроекономічним циклом, належить до оптимізаційної задачі з багатьма імовірнісними та нечіткими параметрами, що описують динамічний процес формування і використання фінансових ресурсів суб'єктів господарювання.

*По-третє*, вплив ділового циклу на стимули до формування фінансової гнучкості на мікрорівні може відбуватися, як безпосередньо – шляхом впливу на ділову та інвестиційну активність суб'єктів господарювання та відповідний попит на фінансові ресурси, так і опосередковано – через вплив на кредитний цикл і, відповідно, пропозицію позикового фінансування. Незалежно від першоджерела економічних проблем, особливо в період економічного спаду, здатність до залучення фінансових ресурсів переважно визначається рівнем фінансових обмежень суб'єкта господарювання. І, навпаки, компанії з низьким рівнем фінансових обмежень (які є великими, мають вихід на фінансовий ринок, входять у холдингові структури і ФПГ,

регулярно виплачують дивіденди та ін.), які володіють фінансовою гнучкістю, мають можливість у період рецесії та кредитного стиснення реалізувати бізнес-стратегію (*investment strategy*), відмінну від традиційної політики скорочення (*retrenchment strategy*) [188].

Так, незважаючи на закономірну проциклічність агрегованих обсягів інвестицій на макрорівні у період економічного спаду, дослідники традиційно відзначають істотну дисперсію обсягів виробництва серед різних суб'єктів господарювання, що свідчить про специфічність шоків виробництва та інвестицій щодо кожного суб'єкта господарювання та галузей. Незважаючи на падіння інвестицій у період рецесії, окремі суб'єкти господарювання можуть мати дуже привабливі інвестиційні можливості [236].

Нерівномірність динаміки обсягів виробництва суб'єктів господарювання у галузевому розрізі протягом ділового циклу характерна і для України (рис. 2.2). Так, найменш циклічними є харчова промисловість, виробництво і розподіл електроенергії, газу і води, виробництво коксу; найбільші коливання відчувають машинобудування, металургія і хімічна виробництво.



**Рис. 2.2** Індекси виробництва по галузях промисловості, кредитування та фізичного обсягу ВВП в Україні



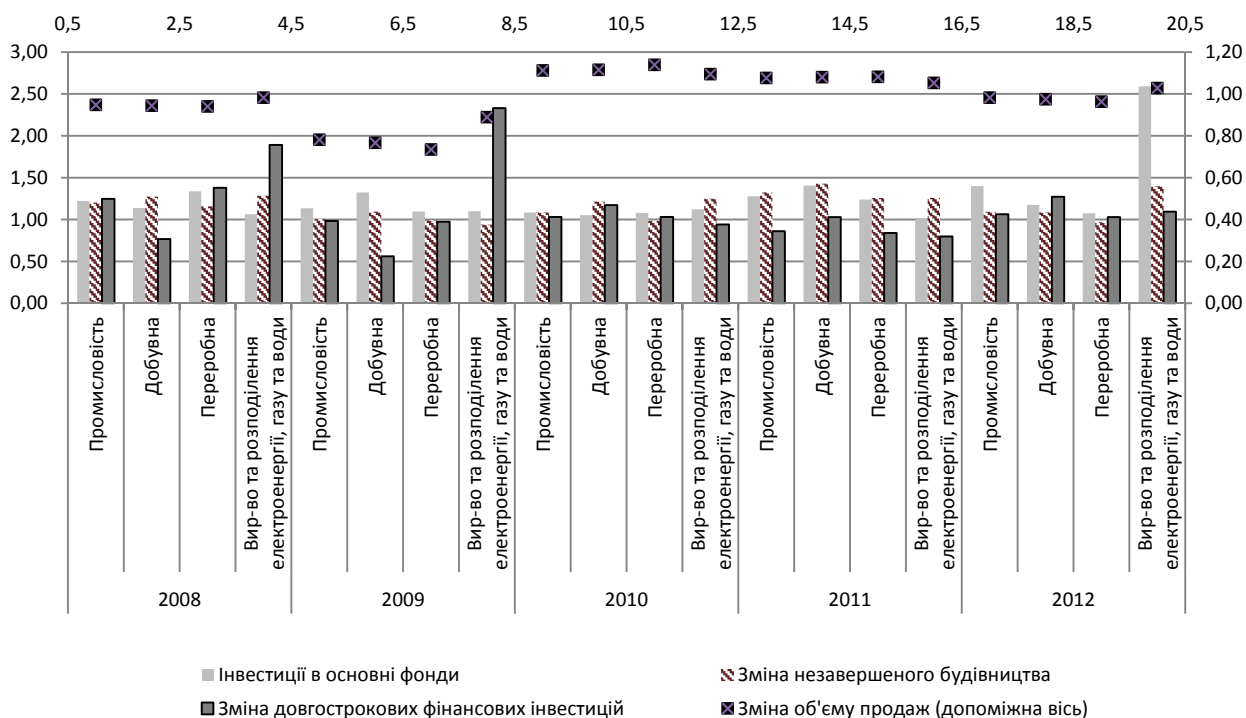
На рис. 2.2 бачимо кореляційний зв'язок між діловим та кредитним циклами.

Необхідно зауважити, що в разі низького рівня фінансових обмежень і сформованої фінансової гнучкості, незважаючи на проциклічність операційної діяльності, суб'єкти господарювання можуть реалізовувати інвестиційні проекти, націлені на перспективу, та передбачають, у тому числі, істотні вкладення в інноваційні напрями. Політика таких компаній «орієнтована на бізнес-цикл», що означає усвідомлення динаміки бізнес-циклу як потенційного джерела конкурентної переваги, а також детермінанти стійких майбутніх доходів [361].

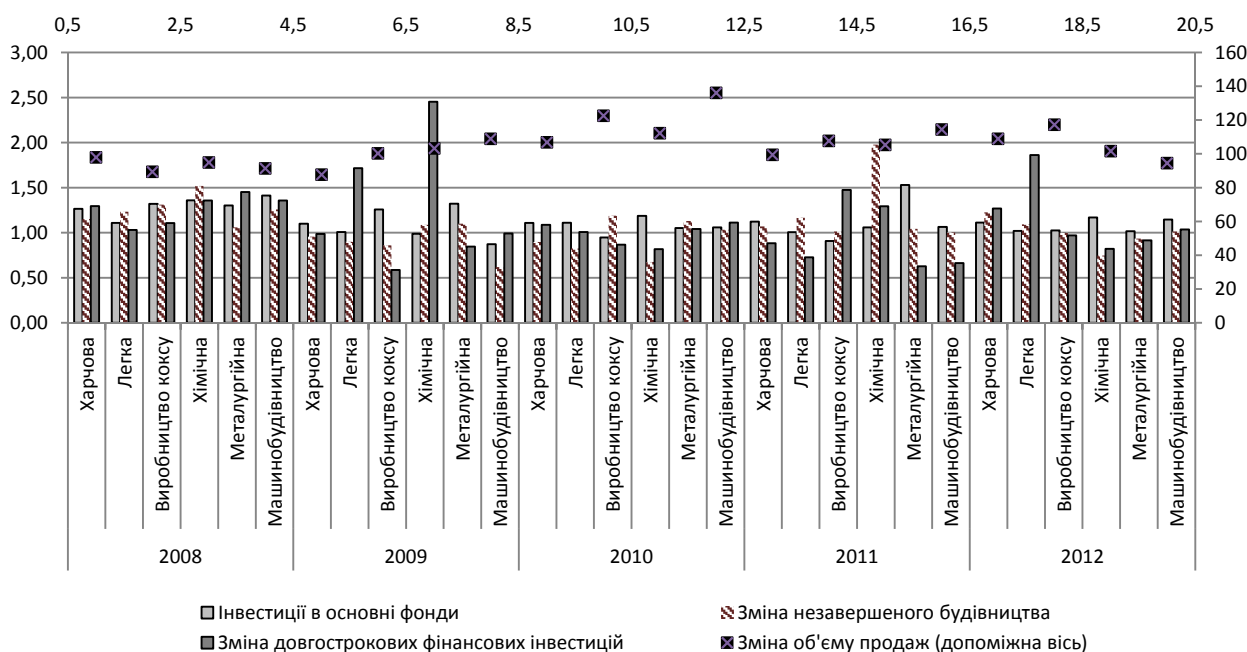
Позитивний вплив бізнес-циклу у фазі спаду дає імпульс для скорочення неефективного виробництва й одночасно оновлення технології та виробництва. Разом із тим, у цьому аспекті варто погодитися з професором Хубієвим К. в тому, що особливістю бізнес-циклів для російської економіки є відсутність впливу оновлення – фаза пожвавлення і зростання відбувалася на основі зношених основних фондів [126]. Враховуючи критичну зношеність основних фондів в Україні (на початок фінансово-економічної кризи – 61,2 %, наприкінці 2012 р. – 76,7 %), цілком впевнено можна зробити аналогічний висновок щодо конструктивності циклічних процесів в Україні.

Аналізуючи коливання динаміки інвестицій у промисловості, необхідно відзначити, що скорочення зростання інвестицій у необоротні активи згідно з агрегованими даними за всією промисловістю відбулося з певним лагом після початку фінансово-економічної кризи 2009–2010 рр. Незважаючи на відносне зростання показників обсягів продажів 2010 року, зростання інвестування в основні фонди практично припинилося, досягнувши у 2010 р. 8 % у номінальних цінах (рис. 2.3).

Першими інвестиційну кризу відчували хімічна промисловість та машинобудування (рис. 2.4), через що вони більш чутливо відреагували на падіння грошових потоків. Впродовж 2010–2011 рр. негативний приріст основних фондів спостерігався у виробництві коксу, у легкій промисловості протягом 2011–2012 рр. відбувалося тільки номінальне просте відтворення обладнання.



**Рис. 2.3. Індекси змін інвестицій у необоротні активи та обсяги продажів у промисловості впродовж 2008–2012 рр.**



**Рис. 2.4. Індекси змін інвестицій у необоротні активи та обсяги продажів у промисловості протягом 2008–2012 рр.**

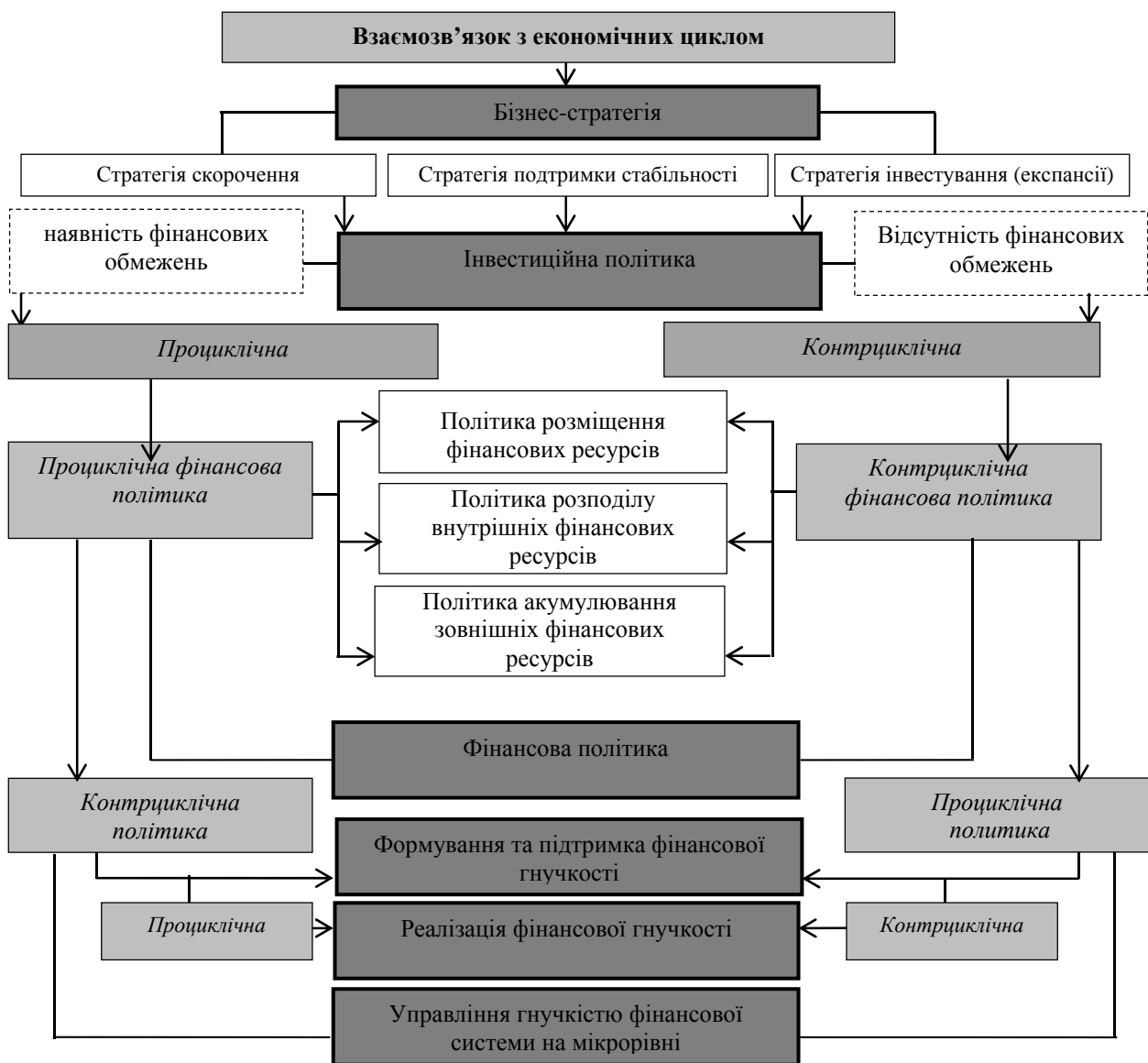
Необхідно відзначити стагнацію і в інших галузях інвестування коштів. За винятком 2011 р. – приріст обсягів будівництва практично припинився.

Найбільше зниження відбулося в обсягах довгострокового фінансового інвестування: з 2008 р. по 2012 р. обсяги таких інвестицій за номінальною вартістю знизилися на 7 %. Отже, є всі підстави припустити, що це саме той актив, до скорочення якого компанії звернулися у першу чергу. Разом із тим, згідно з динамікою інвестицій в такі активи впродовж 2008–2012 рр. у півтора рази вони збільшилися у харчовій промисловості, у 2,5 рази – у легкій, у 2,9 – у хімічній, у 3,6 – у виробництві та розподілі електроенергії і води. В останніх трьох галузях зростання таких інвестицій перевищило зростання вкладень в основні фонди. В інших галузях приріст (зниження) інвестицій в обладнання перевищував (було нижче) приросту (падіння) фінансових вкладень.

Слід врахувати і лаговий (відстрочений) характер впливу падіння грошових потоків від операційної діяльності як джерела фінансування інвестицій: незважаючи на значне падіння обсягів продажів у 2008 р., падіння інвестицій у більшості галузей відбулося тільки 2010 р. Подальше зростання доходів 2010 року не стимулювало адекватної реакції у реальні інвестиції. Причини такої динаміки інвестиційної діяльності варто також розглядати з огляду на різні можливості фінансування, доступні суб'єктам господарювання, а також наявного запасу їх фінансової гнучкості.

*По-четверте*, на основі синтезу закономірностей динаміки політики фінансування і циклу забезпечення фінансової гнучкості можна припустити, що остання, залежно від тривалості стадії формування гнучкості, матиме протилежну тенденцію: в разі проциклічності залучення фінансових ресурсів виникає необхідність контрциклічного регулювання (накопичення і підтримки) фінансових резервів (рис. 2.5). Накопичені резерви дозволяють не тільки вирішити проблему шоків ліквідності, а й сформувані умови для більш швидкого виходу з колапсу рецесії.

*По-п'яте*, незважаючи на закономірну макроекономічну тенденцію проциклічності фінансування в разі суміщення кредитного та ділового циклу, питання однозначного прояву такого взаємозв'язку на мікрорівні у розрізі різних джерел фінансового забезпечення залишається дуже дискусійним у наукових дослідженнях (табл. 2.4). При цьому, не дивлячись на певну можливу розбіжність у динаміці рівня фінансового левериджу та обсягів позикового фінансування, в цілому, будемо припускати односпрямованість їх у динаміки.



**Рис. 2.5. Взаємозв'язок фінансової політики та забезпечення гнучкості фінансової системи на мікрорівні з економічним циклом**

Необхідно відзначити, що більшість дослідників відзначають проциклічність фінансування, особливо боргового, в результаті зниження різних фінансових обмежень, активного банківського кредитування, зростання доступу на всі фінансові ринки. Цей підхід простежується у багатьох теоріях, у тому числі, і теорії фінансового циклу Мінські Ф., фінансового акселератора Бернанке Б. та ін. Проциклічність позикового фінансування підтверджується й емпіричними дослідженнями, зокрема, для фінансово обмежених компаній, такими авторами як Джерман У., Квардріні В., Ковас Ф. та Хаан В., Кійотаке Н. та Мур Дж. Принаймні, ациклічність залучення позик компаніями з фінансовими обмеженнями підтверджують Карайчик Р. і Левай А., а також Гетлер М. і Хуббард Р.

## Взаємозв'язок джерел фінансування та ділового циклу

Автори дослідження	Залучення позикового капіталу	Залучення власного капіталу
Джермані У., Квардріні В. [314]	Проциклічність позикового фінансування як результат зростання фінансових обмежень у період рецесії	Контрциклічність фінансування із зовнішніх джерел
Левай А., Хеннесі Л. [332]	–	Проциклічність залучення власного капіталу із зовнішніх джерел як результат зростання фінансових обмежень у період рецесії
Ковас Ф., Хаан В. [215]	Проциклічність залучення позикового фінансування для всіх компаній	Інтенсивна контрциклічність залучення власного капіталу для великих компаній, проциклічність для малих. Циклічні ознаки збільшуються зі зниженням розміру компанії
Карайчик Р., Левай А. [325]	Інтенсивна контрциклічність залучення позикового фінансування для компаній, які мають вихід на фінансові ринки. У компаній, які мають фінансові обмеження, така контрциклічність не виявляється. Проциклічність левериджу для фінансово обмежених компаній	Інтенсивна проциклічність залучення власного капіталу для компаній, які мають вихід на фінансові ринки. Структура фінансування для фінансово обмежених компаній мало залежить від бізнес-циклу.
Гетлер М., Хуббард Р. [281]	Контрциклічність боргу (публічного і приватного) для великих компаній, ациклічність – для малих.	–
Кійотаки Н., Мур Дж. [321]	Проциклічність залучення позикового фінансування і, відповідно, проциклічність левериджу як результат проциклічності вартості активів у заставі	–

Фінансово менш обмежені компанії (великі; такі, які тривало функціонують, мають кредитний рейтинг, які виплачують дивіденди тощо) мають можливості реалізовувати контрциклічне фінансування, якщо це відповідає їх бізнес-стратегії, і це підтверджують дослідження зазначених авторів.

Більш складну динаміку має залучення власного капіталу суб'єктами господарювання із зовнішніх джерел. Відповідно до теорії ієрархії джерел фінансування власне зовнішнє фінансування має найменший вплив. У період економічного спаду при падінні активності ринку акцій вартість такого фінансування зростає, що є стимулом для проциклічності останнього. У цілому, висновки емпіричних досліджень щодо цього джерела аналогічні позиковому фінансуванню – великі компанії менше залежать від циклічної динаміки, більше керуються можливостями ринку. Згідно з дослідженнями особливостей фінансової політики американських компаній протягом фінансової кризи 2007–2008 рр., які, як правило, більше використовують власний капітал у своїй діяльності, ніж європейські, всі групи суб'єктів господарювання (і великі, і більш малі) компенсували скорочення кредитних ресурсів за рахунок

випуску власного капіталу, а зниження чистого випуску власного капіталу у пік кризи вдвічі перевищував падіння позикового для невеликих компаній. Для великих суб'єктів такий режим фінансування був менш характерним, проте не контрциклічним. Крім того, великі компанії мали можливість компенсувати зниження припливу позик за рахунок внутрішнього розподілу наявного вільного грошового потоку, а саме – зниження обсягів викупу акцій (гнучкості через розподіл внутрішнього капіталу).

Порівнюючи динаміку ділової активності суб'єктів господарювання в Україні і джерел їх фінансування з урахуванням їх зміни в балансі капіталу і зобов'язань, необхідно відзначити загальну закономірність проциклічності, як залучених власних (зростання статутного капіталу), так і позичкових джерел фінансування (табл. 2.5). Найбільший коефіцієнт кореляції зі зміною статутного капіталу отриманий для сільського господарства, промисловості, будівництва. Разом з тим, це джерело фінансування приросту інвестицій у необоротні фонди суттєве тільки для галузі будівництва, де його частка становить від 34 до 75 % протягом 2008–2012 рр. Найнижчий коефіцієнт використання цього джерела фінансування зростання необоротного капіталу властивий для промисловості – 2011–2012 рр. за рахунок нього профінансовано всього 19 і 7 % приросту необоротних активів відповідно. Падіння забезпечення зазначених інвестицій за рахунок цього джерела у період рецесії склало 17 в.п., у період кризи 2009 року – 26 в.п.

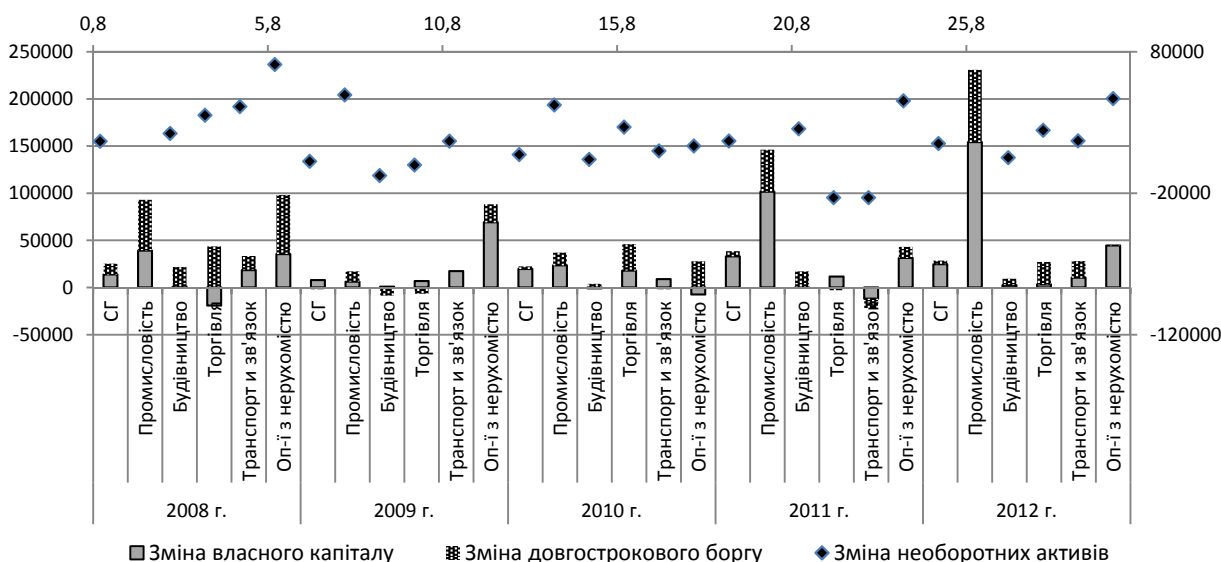
Таблиця 2.5

### Кореляція обсягів випуску товарів і послуг з інвестиціями та джерелами фінансування

Види економічної діяльності	Коефіцієнти кореляції обсягів випуску товарів та послуг із					
	інвестиціями в необоротні активи	зміною власного капіталу	зміною статутного капіталу	зміною довгострокового позикового фінансування	зміною короткострокового кредитування	зміною поточних зобов'язань
Сільське господарство	0,79	0,88	0,80	0,74	0,73	0,72
Промисловість	0,02	0,05	0,79	0,36	0,73	0,56
Будівництво	0,73	-0,43	0,84	0,68	0,78	0,81
Оптова торгівля	0,40	-0,45	0,60	0,74	0,73	0,68
Діяльність транспорту та зв'язку	0,11	-0,17	-0,14	-0,17	0,88	0,52
Операції з нерухомістю	0,76	0,48	0,58	0,73	0,70	0,69

У цілому, свою контрциклічність за рахунок негативних результатів діяльності показує фінансування за рахунок власного капіталу – для сфер будівництва, торгівлі, транспорту та зв'язку

отримано негативний коефіцієнт кореляції (табл. 2.5). При незначній, але все ж позитивній тенденції інвестування в необоротні активи в цих галузях, можна зробити висновок, що такі вкладення забезпечувалися переважно не за рахунок внутрішнього капіталу, а за рахунок залученого (у тому числі, зростання короткострокових зобов'язань). На підставі вкрай низького коефіцієнту кореляції приросту власного капіталу й обсягів діяльності у промисловості можемо зробити висновок про ациклічність цих показників. Незважаючи на те, що цей фінансовий ресурс у промисловості є важливим джерелом фінансування інвестицій (протягом 2010–2012 рр. він забезпечував майже 70 % зростання необоротних активів), такий значений коефіцієнт кореляції фактично виправдовується ациклічністю інвестицій відносно динаміки операційної діяльності: 2008 року саме промисловість показала найменше зростання необоротних активів – 23 % на тлі 30 % зростання обсягів виробництва, 2009 року при швидкому зниженні обсягів виробництва на 14 % був збережений позитивний приріст інвестицій – 10 %, проте спостерігався мінімальний приріст необоротного капіталу 2010 року – 8 %, у промисловості наступні два роки спостерігається істотний приріст необоротних активів – до 30 % (рис. 2.6).



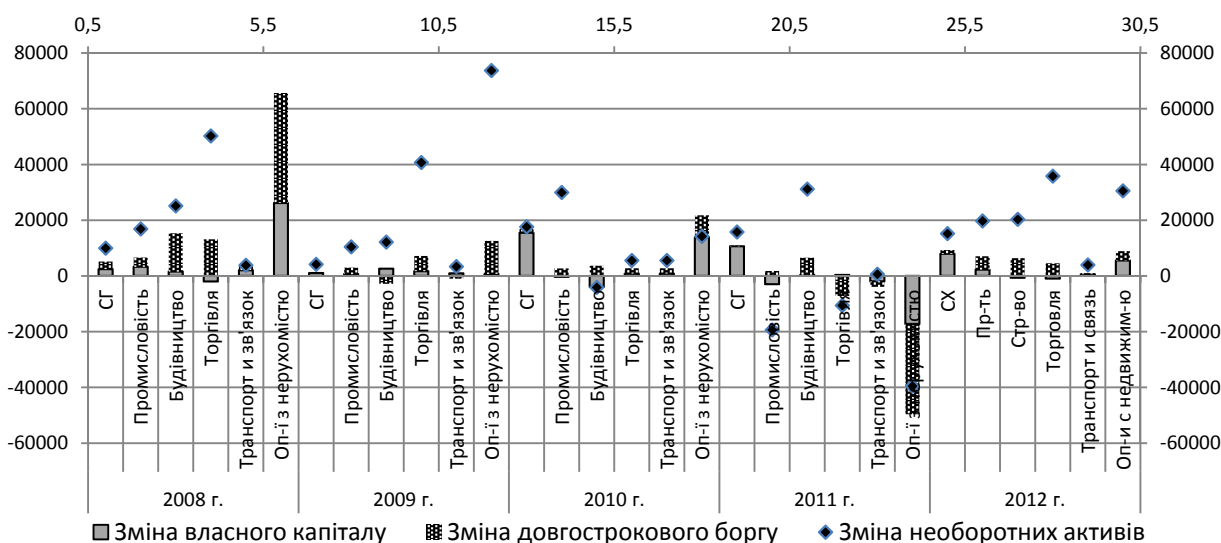
**Рис. 2.6. Динаміка інвестицій у приріст необоротних активів та джерела їх фінансування за видами економічної діяльності в Україні**

Беручи до уваги вкрай низькі отримані значення забезпечення інвестицій у необоротний капітал за рахунок довгострокового капіталу в основні галузі вітчизняної економіки 34 % і 87 % протягом 2009–2010 рр. відповідно, можемо допустити, що основним джерелом таких

інвестицій протягом цього періоду були короткострокові зобов'язання. Цей факт лише підтверджує більш активне використання поточних зобов'язань у своїй діяльності вітчизняними підприємствами, що є закономірною тенденцією в країнах з ринками, що розвиваються, порівняно з розвинутими, що підкреслює ряд вчених. Однак, варто зауважити, що такий вид фінансування є одночасно і джерелом фінансової гнучкості для вітчизняної промисловості як резерву для фінансування інвестиційної діяльності.

Слід також підкреслити і проциклічну динаміку позичкового фінансування, крім галузі транспорту та зв'язку, – до кризи це джерело було основним у наповненні необоротних активів суб'єктів господарювання в Україні. Так, якщо 2008 року його приріст в середньому становив 150–200 %, то у 2009 року його абсолютні суми на балансі знизилися у сільському господарстві на 8 %, у будівництві – на 21 %, торгівлі – на 6 %, у промисловості його приріст знизився на 46 в.п., для операцій з нерухомістю – на 64 в.п.

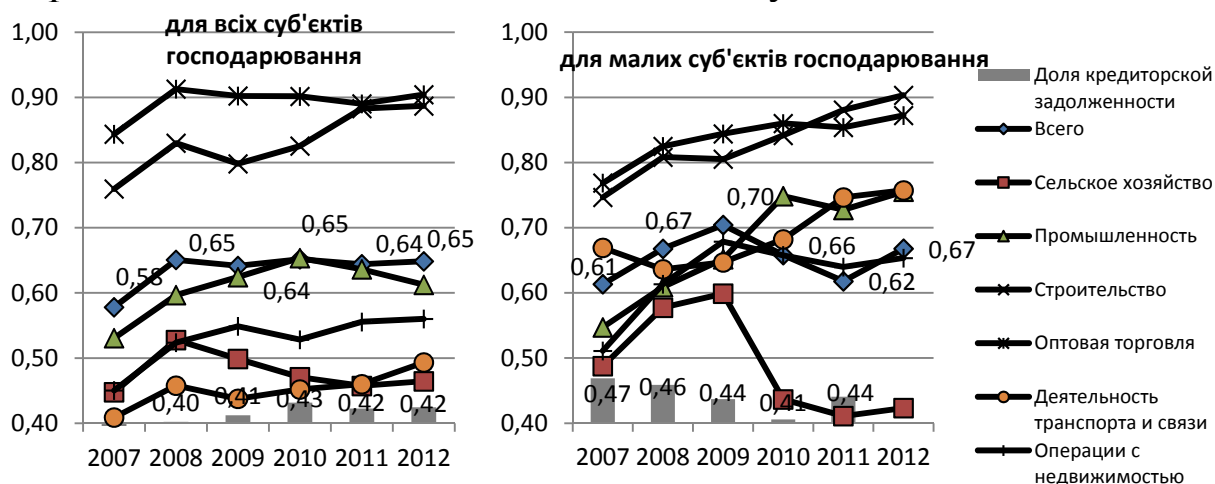
Розглядаючи динаміку інвестиційної та фінансової діяльності для малих суб'єктів господарювання в Україні, що володіють більшими фінансовими обмеженнями, необхідно відзначити, що динаміка їх інвестицій в необоротні активи, в цілому, корелює із загальними тенденціями цих процесів в економіці: найбільш складними роками варто визнати 2009 і 2011 роки – приріст необоротних активів склав відповідно 18 і -5 % (у промисловості – 15 і -17 % відповідно по роках) (рис. 2.7).



**Рис. 2.7. Динаміка інвестицій у приріст необоротних активів та джерел їх фінансування у суб'єктів малого підприємництва за видами економічної діяльності в Україні**



Разом з тим, як бачимо на рис. 2.8, фінансування приросту інвестицій у необоротні активи здійснюється переважно за рахунок поточних зобов'язань: частка кредиторської заборгованості у середньому становила 41–47 %. Величина ж левериджу щодо всіх зобов'язань склала 61–70 %. При цьому інтенсивніше фінансові обмеження суб'єктів малого підприємництва спостерігаються при порівнянні зазначених показників з аналогічними усіх підприємств. Різниця у рівні боргового навантаження для малого бізнесу на 3–5 в.п. вище.



**Рис. 2.8. Динаміка фінансового левериджу (щодо всіх зобов'язань) і частка кредиторської заборгованості для суб'єктів господарювання в Україні**

На рис. 2.8 для таких суб'єктів господарювання більш чітко виявляється проциклічність показника фінансового левериджу, який має тенденцію до зростання протягом періоду фінансової кризи та економічної рецесії. У цілому, протягом 2008–2012 рр. фінансовий леверидж виріс по всіх підприємствах – з 58 % до 65 %. Надто високі його значення спостерігаємо у суб'єктів малого бізнесу у промисловості та транспорті (майже 76 %), у будівництві (майже 90 %), торгівлі (до 87 %).

Отримала підтвердження і гіпотеза про проциклічний характер власного фінансування – з 2008 року величина власного капіталу в малому бізнесі, залученого у промисловості, знизилася на 1 %, у будівництві – на 11 %, у торгівлі – зростання склало 1 %. Тільки сільське господарство збільшило обсяги такого фінансування у 3,8 рази. Ще більше зниження статутного капіталу мало місце для малих суб'єктів, зайнятих у торгівлі – на 8 %, у транспорті – на 20 %, операціях з нерухомістю – на 22 %.

Контрциклічно, в певній мірі, показує себе короткострокове кредитування: після глибокого падіння 2010 року у 2011 р., незважаючи на істотне зниження обсягів інвестицій, приріст короткострокового кредитування становив 42 %. Більш проциклічно на тлі короткострокового виглядає динаміка довгострокового фінансування – 2012 року при відносному зростанні обсягів діяльності у цьому секторі економіки приріст довгострокового фінансування склав 13 %, у тому числі для сільського господарства – 21 %, промисловості – 32 %, будівництва – 19 %.

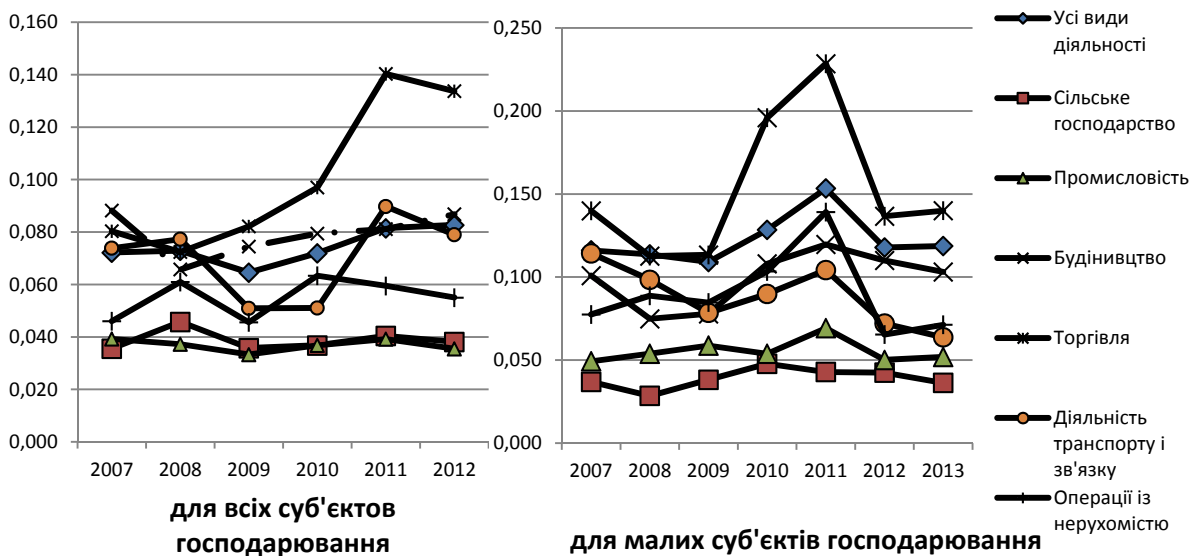
Як бачимо, основним джерелом гнучкості для малих суб'єктів підприємництва є залучення короткострокового фінансування і зростання кредиторської заборгованості. У результаті, обсяги інвестицій у прирості необоротних активів вкрай чутливі до зміни динаміки економічного та кредитного циклів.

Ще одним джерелом додаткової ліквідності і, в тому числі, фінансової гнучкості, є резерв грошових коштів, який є, з одного боку, найбільш керованим, а з іншого, найбільш обмеженим джерелом гнучкості. Він прогнозовано є контрциклічним внаслідок незначних можливостей використання інших джерел фінансування. Компанії збільшують обсяги резерву коштів у період рецесії як результат зростання витрат дефіциту ліквідності та ускладнення доступу до фінансових ринків, високих трансакційних витрат, спрямованих на інші активи у ліквідній формі. Як підтверджують результати досліджень, під час рецесії відбувається зростання резервів грошових коштів та їх еквівалентів в більшій мірі, ніж зниження обсягів кредитування, що свідчить про істотну роль у суб'єктів господарювання «страхового» мотиву. У період же економічного буму обсяги резервів грошових коштів і їх частка в активах, як правило, знижуються. Цей факт може стати однією з ознак перегріву економіки, максимального використання всіх економічних ресурсів. Деяка інша динаміка простежується у суб'єктів господарюванні при їх відокремленні за розміром – для невеликих суб'єктів господарювання динаміка формування грошових резервів має більше проциклічну ознаку, для великих – яскраво виражену контрциклічну. Аналогічною є реалізація такого інструменту фінансової гнучкості у фінансово обмежених компаній і тих, які не відчують таких обмежень. Отже, така динаміка свідчить про нездатність перших до адекватного формування резервів у нестабільній економічній ситуації. У свою чергу,

низький рівень грошових резервів призводить до істотного зниження масштабів їх операційної діяльності.

Необхідно показати й іншу сторону цього процесу: резерв коштів дозволяє збільшити необоротні активи, але, як підказує практичний досвід, – без відповідного зростання продажів. Така ситуація свідчить про можливість наслідків у вигляді певного рівня неефективних інвестицій або «переінвестування». Згідно з іншим дослідженням істотні резерви грошових коштів, що перевищують чверть активів компаній, дозволяють реалізувати великі інвестиції та випробувати більше зростання активів без адекватного зростання прибутковості [234].

Вітчизняні суб'єкти господарювання, загалом, продемонстрували аналогічну закордонним дослідженням динаміку резерву грошових коштів та їх еквівалентів (у тому числі, відносно короткострокових фінансових інвестицій). Шок ліквідності, що супроводжувалося зниженням грошових резервів, припадає на 2009 рік. Її падіння по всіх суб'єктах господарювання склало 5%. Найбільш проциклічно відреагували резерви у таких галузях: транспорт і зв'язок – 29%, сільське господарство – 17%, промисловість – 3%. Цю динаміку підтверджує і більш інформативний показник частки таких резервів в активах – його зниження 2009 року склало 0,8 в.п., 0,4 в.п. – у промисловості, на 1 в.п. – у сільському господарстві, на 2 в.п. – у транспорті (рис. 2.9).



**Рис.2.9. Частка грошових резервів в активах суб'єктів господарювання в Україні**

Наступні три роки резерви зросли з 6,5 %, досягши максимуму 2011 року – 8,1 %, що в цілому підтверджує зростання страхового мотиву в більшості галузей. Характеризуючи динаміку ділової активності протягом аналізованого періода як переважно рецесивну (незважаючи на короткострокові економічні підйоми, що не відрізняються своєю стійкістю), в цілому, таке зростання можна охарактеризувати як контрциклічне.

Взаємозв'язок грошових резервів з циклічною динамікою ділової активності можна розглядати і за коефіцієнтом кореляції. Контрциклічна динаміка за цим показником виявлена для торгівлі (-0,39), операцій з нерухомістю (-0,68). І, навпаки, максимальні позитивні значення отримані для сільського господарства – 0,75 і промисловості – 0,83.

Покажемо також є порівняння цього джерела фінансової гнучкості для малих суб'єктів підприємництва, які здебільшого є фінансово обмеженим. Значення показника частки грошових резервів в активах підтверджує гіпотезу про істотну роль цього виду страхового резерву для суб'єктів, які не мають виходу на фінансові ринки і які відчувають великі кількісні та якісні обмеження від банків в результаті кредитного стиснення. Різниця середньої частки грошових резервів в активах малих компаній – 4,7 в.п., протягом 2011 р. – 7,2 в.п. У посткризовий період резерви грошових коштів у таких суб'єктів також зазнали зростання. Привертає увагу і велика чутливість цих резервів до впливу фінансово-економічної кризи: шок ліквідності такі підприємства зазнали роком раніше – у 2008 році.

*По-шосте*, для більш точного розуміння закономірностей формування фінансової гнучкості разом з діловим циклом необхідно не тільки розглядати кожне основне джерело окремо (гнучкість в акумулюванні фінансових ресурсів, їх розміщенні і розподілі), а й дослідити їх взаємозв'язок. Водночас, взаємозв'язок зазначених видів гнучкості зумовлений:

– по-перше, їх альтернативністю, яка націлена на формування гнучкості для вирішення однотипного завдання, наприклад, для задоволення потреби у додатковій ліквідності;

– по-друге, взаємозумовленістю стадій відтворення фінансових ресурсів (їх обсягу і структури) і, отже, – пов'язаними з ними видами гнучкості.

Альтернативність мети задоволення потреб повинна відобразитися у негативній кореляції використання тих чи інших джерел забезпечення додатковою ліквідністю (відповідно, їх динаміка буде протилежна до ділового циклу). Разом з тим, існують докази, які суперечать такій однозначній закономірності. Так, реалізація гнучкості на основі використання резервів грошових коштів відбувається переважно під впливом шоків ліквідності (скорочення чистих операційних грошових потоків). У той же час, альтернатива створення грошових резервів – відкриття кредитної лінії, як стверджують деякі автори, переважно реалізується з метою запобігання ситуації недостатнього інвестування і втрати вигідних інвестиційних можливостей [230]. Водночас, наявність тільки одного страхового мотиву робить ці джерела тільки умовно альтернативними [195; 399]. Згідно з дослідженнями мотивів формування різних видів фінансових резервів Лінса К., Серваеса Х. і Туфано П., проведених на основі вибірки компаній із 29 країн, кредитні лінії є основним джерелом додаткової ліквідності у світі – їх співвідношення з активами становить близько 15 %. Разом з тим, грошові резерви, що формуються з урахуванням мотиву хеджування, складають тільки 2 % активів компаній [378].

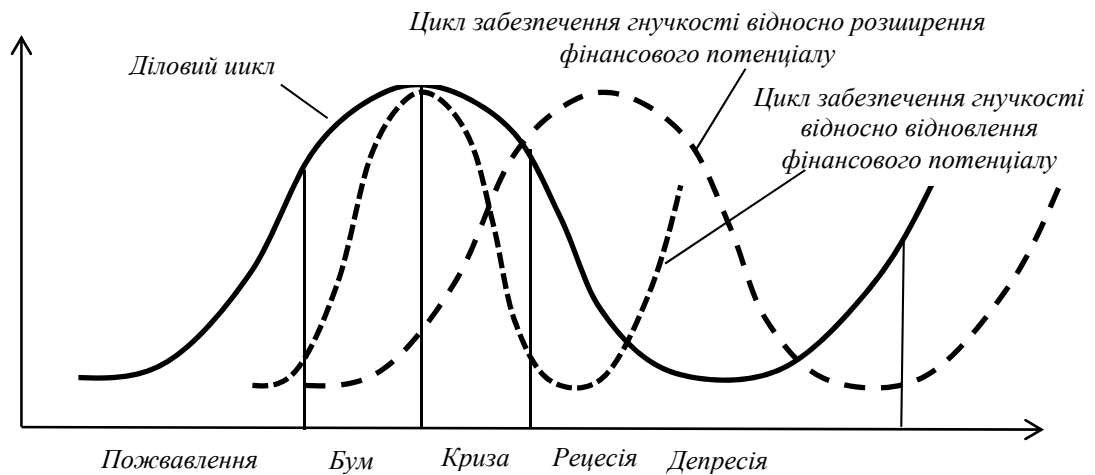
Не існує й однозначного взаємозв'язку між запасом боргової здатності (низьким левериджем) і величиною грошових резервів. У той час як емпіричний досвід свідчить про негативну кореляцію між самим левериджем і резервами [407; 216], є автори, які доводять позитивний, але нелінійний зв'язок [378]. На думку Хохонстаффа Р. і Стейнінгера Б., рівень левериджу позитивно впливає на грошовий резерв, але знижує обсяги позик, залучених на умовах кредитних ліній, чим зумовлює негативний зв'язок між запасом левериджу і запасом ліквідності, позитивний – між запасом боргової здатності та обсягами кредитних ліній.

Відсутність безумовної альтернативності між різними джерелами фінансової гнучкості підкреслює доцільність привертання уваги до їх взаємодоповнюваності. На нашу думку, цей зв'язок, переважно, виявляється на стадіях економічного циклу, для якого актуальним є твердження: на етапі кризи – недопущення шоку ліквідності (відновлення фінансового потенціалу); на етапі рецесії – реструктуризація фінансового потенціалу; на етапі економічного зростання – його розширення. При цьому, залежно від індивідуальних умов та особливостей інвестиційної діяльності

поєднання індивідуального циклу ділової активності суб'єкта господарювання з макроекономічним циклом може ці цільові установки змістити. У свою чергу, підготовка умов до недопущення шоків ліквідності спершу реалізується на основі інструментів забезпечення гнучкості у розміщенні фінансових ресурсів (резерву коштів, реальних опціонів в інвестиційних проектах, придбання ліквідних необоротних активів, підтримки високої частки активів, які не перебувають у заставі тощо). Підготовка до реструктуризації фінансового потенціалу відбувається на основі таких інструментів формування гнучкості, як опціон на викуп акцій, дострокове погашення кредиту, використання конвертованих облігацій (гнучкості в акумулюванні фінансових ресурсів), а також інструментів гнучкості до розподілу фінансових ресурсів, за рахунок чого проводиться зміна структури капіталу. На етапі розширення фінансового потенціалу, в першу чергу, використовуються інструменти гнучкості для акумулювання фінансових ресурсів – реалізація запасу боргового навантаження, відкритих кредитних ліній тощо.

*По-сьоме*, незважаючи на контрциклічне позиціонування стадії формування фінансової гнучкості як здатності до розширення фінансового потенціалу щодо проциклічного її використання, враховуючи критерій необхідності та цінності її виявлення для реалізації інвестиційної діяльності, має значення зміщення циклу формування гнучкості в період економічного буму (рис. 2.10). Обґрунтований вище акселеративний ефект кредитного стиснення робить процес делевериджу балансів суб'єктів господарювання, як із позиції залучення власного капіталу із зовнішніх джерел, так і з позиції стрімкого зростання показника фінансового левериджу за рахунок зниження обсягів прибутку. До того ж, формування фінансової гнучкості на цьому етапі має здійснюватися, як у частині поступового зниження боргового навантаження за рахунок поступового погашення наявних довгострокових та короткострокових зобов'язань, так і за допомогою нарощування величини нерозподіленого прибутку, зниження виплат власникам.

Таким чином, цикл забезпечення гнучкості відносно розширення фінансових ресурсів зміщений вправо: початок його формування припадає на період економічного буму, стадія використання резервів припадає на період рецесії та початок економічного зростання.



**Рис. 2.10. Поєднання ділового циклу та циклу забезпечення фінансової гнучкості**

Цикл забезпечення гнучкості відновлення фінансового потенціалу – коротший, головний період його реалізації – період кризи ліквідності. Необхідно зауважити, що амплітуда циклу забезпечення гнучкості буде залежати як від можливостей створення таких резервів, так і від швидкості їх використання, амплітуди ділового циклу.

Із зазначеного вище можна зробити такі висновки:

- забезпечення фінансової гнучкості має здійснюватися з урахуванням загального завдання управління в умовах циклічної динаміки – забезпечення такого рівня гнучкості та адаптивності, щоб ефекти ділового циклу були використані з максимальною результативністю для досягнення цілей систем різного рівня;

- стадія реалізації фінансової гнучкості повинна бути максимально наближена до виникнення максимальної потреби у ній, а стадія формування та підтримки – до періоду найбільш сприятливих умов та мінімально втрачених можливостей;

- під час економічного спаду, здатність до залучення фінансових ресурсів переважно визначається рівнем фінансових обмежень суб'єкта господарювання. Компанії з низьким рівнем фінансових обмежень і фінансово гнучкі мають можливість у період рецесії та кредитного стиснення реалізовувати бізнес-стратегію, відмінну від політики скорочення;

- аналіз джерел фінансування інвестицій свідчить про загальну закономірність проциклічності, як залучених власних (зростання статутного капіталу), так і позичкових джерел фінансування. На відміну від розвинених країн, серед джерел

фінансової гнучкості для забезпечення фінансування інвестиційної діяльності вітчизняної промисловості активно використовується короткострокова заборгованість, у тому числі кредиторська;

– умовна альтернативність різних джерел фінансової гнучкості передбачає, з одного боку, необхідність врахування особливостей та цілей формування кожного з інструментів гнучкості (відповідно з виокремленням гнучкості до розширення фінансового потенціалу, його відновлення та реструктуризації), а з іншого боку, – їх ліквідність у використанні, що робить доцільним вирішення завдання їх міжвидової оптимізації;

– цикл забезпечення гнучкості у розширенні фінансових ресурсів зміщений вправо: початок його формування припадає на період економічного буму, стадія використання таких резервів припадає на період рецесії і початок економічного зростання. Така динаміка дозволить знизити ступінь перегріву ринку кредитування з боку суб'єктів господарювання та, відповідно, збільшити раціональність та ефективність використання наявних коштів.

### **2.3 Чинники забезпечення гнучкості фінансової системи на макрорівні**

Сьогодні вже не викликає сумніву, що розвиток циклічності процесів ділової активності у середньостроковому періоді є не тільки механізмом саморегулювання ринку, що дозволяє йому ефективно корегуватися через проходження криз, але призводить до значних негативних соціальних і економічних ефектів, що спотворюють майбутній розвиток. На особливу увагу оцінка впливу волатильності економіки та її негативного впливу на розвиток і добробут отримало у працях Камбелла Дж., Лойза Н., Рамея Г., Фатаса А., Коуза М. та ін. Особливо небезпечною волатильність є для недостатньо розвинутих країн, де вона має значно більший ступінь та амплітуду.

Стабілізаційний, антициклічний вплив на фінансову систему та окремі її сфери є сьогодні найбільш пріоритетним напрямом, який повинен включати, як глибокі структурні реформи, так і інструменти фіскальної і монетарної політики, що дозволяють знизити волатильність економічної динаміки та згладити діловий цикл. В рамках стратегічного вектору реалізації фінансової політики



регулювання циклічних коливань економіки є проміжною метою або тактичним завданням. В довгостроковій перспективі фінансова політика повинна бути спрямованою на підтримання стійкого розвитку, збільшення фінансового потенціалу та капіталу в країні.

Найважливішою сферою антициклічного впливу у фінансовій системі на макrorівні є сфера публічних фінансів, який здійснюється на основі фіскальної політики шляхом зміни державних видатків, системи оподаткування та підходів до формування та перерозподілу фінансових ресурсів публічного сектору економіки в цілому.

Серед українських вчених проблематику фіскального регулювання останнім часом досліджували ряд вчених, такі як Даниленко А., Єфименко Т., Зимовець В., Геєць В., Ярошенко Ф., Львовчкін С., Вдовиченко А. та ін. Разом із тим, подальшого дослідження потребують фактори та інструменти формування потенціалу ефективного застосування фіскальної політики в умовах циклічного розвитку економіки.

В науці та практиці сформувався певний консенсус відносно прерогативи використання контрциклічності фіскального регулюючого впливу. Як, неокласичні, так і неокейнсіанські моделі сьогодні вказують на неоптимальність проциклічної політики: із точки зору неокласиків доречним є ациклічне реагування, або контрциклічне, з точки зору неокейнсіанців – тільки контрциклічне у відповідь на жорсткість цін та заробітної плати. Ця точка зору заснована на необхідності корегування владою прийняття рішень відносно витрат та заощаджень для подолання негативних ефектів бізнес циклу задля згладжування довгострокового росту та запобігання розвитку екстремальних їх проявів – економічних бумів та тривалої рецесії. Зокрема, збільшення витрат в період рецесії допомагає знизити безробіття, стабілізувати сукупний попит, профінансувати ключові інвестиції для забезпечення відновлення та підтримки економічного зростання.

Треба зазначити, що контрциклічна фіскальна політика не була прерогативою управління протягом певного часу. Такий скептицизм пояснюється проявом негативних шоків пропозиції протягом 1970-х – 1980-х рр., які обмежували ефективність фіскальної відповіді, та відповідно віддавалася перевага монетарній політиці. На заваді також був притаманний дискреційній політиці лаг часу, необхідний для прийняття рішення, та ризикованість

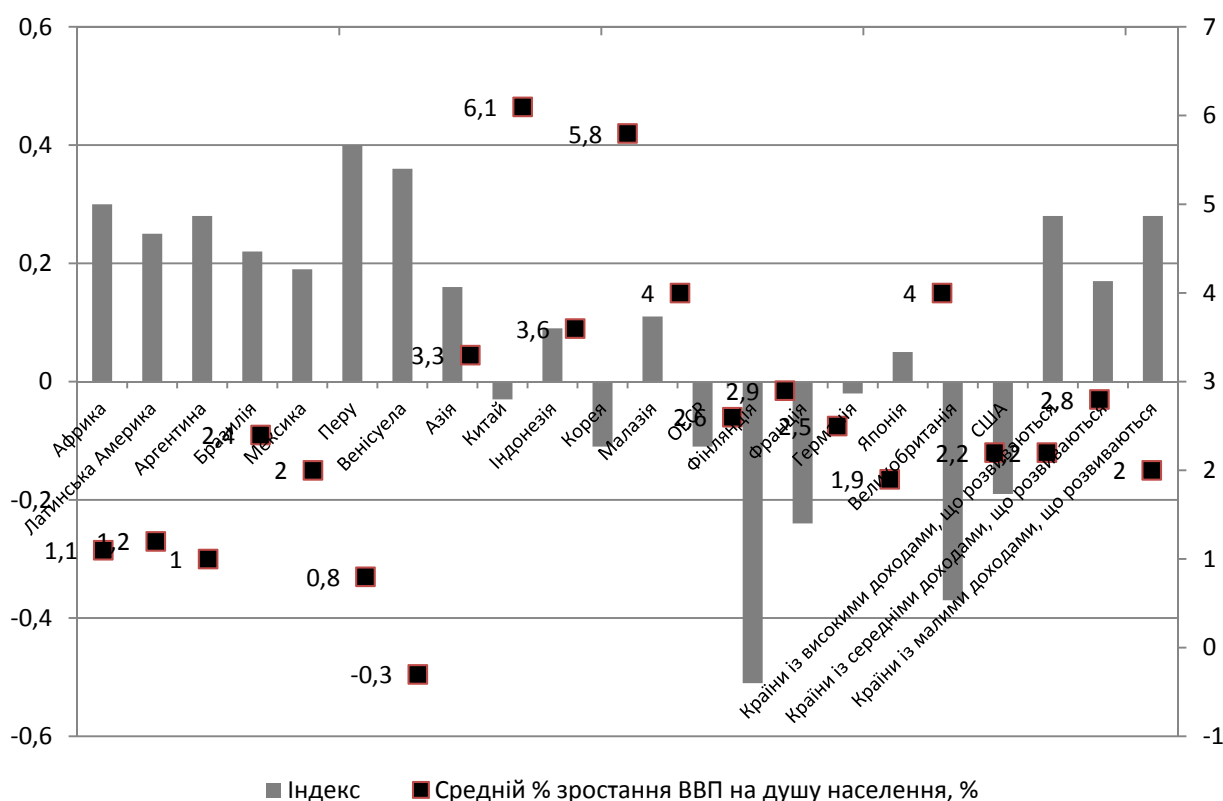
пакету стимулювання. Крім того, такі дискреційні дії часто виявлялися контрверсійними. Суттєва фінансова нестабільність у 90-ті рр. визначила звуження фокусу політики на жорстке регулювання інфляційних процесів та уникнення фіскального дисбалансу. Разом із тим, така політика, особливо у країнах, що розвиваються, не стала гарантом економічного зростання, провокувала посилення проявів ділового циклу через обмежені можливості державних та приватних інвестицій в період здійснення політики стабілізації.

Із середини 1990-х фіскальна політика відрізнялася більшою контрциклічністю у розвинутих країнах, ніж раніше. В найбільшій мірі дискреційна політика була контрциклічною у Австралії, Канаді, Данії, США, та суттєво проциклічною у Австрії, Бельгії, Угорщині, Нідерландах, Польщі, Португалії, Великобританії.

Проциклічність державних та публічних фінансів в цілому є дуже поширеною, як для розвинутих країн, так і тих, що розвиваються – збільшення дискреційних державних витрат та зменшення податків в період економічного підйому підтримує нестабільність та циклічну експансію, в то же час, обмежуючи можливості влади для адекватного реагування на економічну рецесію на основі збільшення необхідних державних витрат для стимулювання зростання, знижує доступ до кредитування та породжує тривалу проблему високого боргового навантаження на економіку.

Так, навіть найбільш розвинуті країни зазнали величезної потреби у фінансуванні та задоволенні попиту на державні ресурси для контрциклічного реагування для підтриманні зайнятості, зміцнення сукупного попиту, поглинання токсичних активів банків, проведення реструктуризації боргів приватного сектора. Загальний об'єм фінансової підтримки фінансового сектору на кінець 2012 р., який збільшив державний борг країн, в США склав біля 780 млрд. дол. США (4,8 % ВВП), Великобританії – 165,9 млрд. дол. США (6,4 %), Іспанії – 96,576 млрд. дол. США (7,3 %), Нідерландах – 112,5 млрд. дол. (14,6 %), Німеччині – 438,8 (12,8 %), Ірландії – 85,4 млрд. дол. (40,5 %), Бельгії – 35,8 млрд. дол. (7,4 %), Греції – 49,1 млрд. дол. США (19,7 %). Для України загальна величина такої допомоги для капіталізації банків склала 4 % по відношенню до ВВП 2013 р. (58,9 млрд. грн.).

Згідно досліджень Камінські Г. більш високим рівнем проциклічності публічних фінансів характеризувалися переважно країни, що розвиваються (рис. 2.11). Ці країни показували і менший рівень ВВП на душу населення, що може вказувати, з одного боку, як на менший їх потенціал для формування фіскальної гнучкості (у 80–90-х рр. вони зазнавали вкрай високе боргове навантаження), так і відповідну неможливість ефективно протидіяти негативному впливу ділового циклу. Про безпосередній вплив можливості застосування контрциклічної фіскальної політики на довгострокове зростання підтверджує дослідження Ашіона П. і Ховіта П. [141], Баро Р.[217]. Спроможність застосовувати контрциклічну політику на думку вчених визначає відмінності у зростанні економіки та її абсорбційної можливості між країнами.



**Рис. 2.11. Індекс циклічності публічних фінансів країн за період 1960–2003 рр. [316]**

Остання криза, що характеризувалася безпрецедентними масштабами та тривалістю, визначила необхідність та важливість формування запасу міцності в період економічного підйому – фінансової гнучкості, який би дозволив реалізацію контрциклічної політики в сфері публічних фінансів без суттєвого порушення фінансової стійкості в частині розміру дефіциту держбюджету та

боргового навантаження. В умовах цієї кризи країни із профіцитом змогли забезпечити стимулюючий пакет, який у два рази перевищував ті, які були запропоновані країнами із бюджетним дефіцитом [214].

Про спосіб реалізації фіскальної політики протягом кризового періоду з 2007 по 2013 рр. свідчить співвідношення приросту реального ВВП та відкоригованого на циклічність показника дефіциту державного бюджету, розрахованого по відношенню до потенціального ВВП (табл. 2.6). Чим більше значення розрахованого показника, тим меншою є ступінь прояву дискреційного фіскального механізму (в результаті меншого значення зміни скорегованого дефіциту за період). При цьому, позитивне значення показника відображає односпрямованість зміни, як ВВП, так і бюджетного дефіциту, що означає контрциклічність публічних фінансів, а негативне – проциклічність. Про реалізацію гнучкості публічних фінансів говорить і показник кореляції між показниками реального ВВП і відкоригованого бюджетного дефіциту – позитивне значення означає зменшення дефіциту під час періоду зростання доходів країни (контрциклічність), негативне – проциклічність фіскальної відповіді.

Як бачимо, в період фінансово-економічної кризи здебільшого контрциклічну фіскальну політику, яка була спрямована на максимальну фінансову підтримку економіки під час спаду ділової активності, показали такі країни, як Швеція – коефіцієнт кореляції 92 %, Росія – 73 %, Іспанія – 70 %. При цьому, Швеція демонструвала готовність до реалізації контрциклічної політики протягом декількох років поспіль – з 2008 по 2012 рр. та показувала низький рівень скорегованого на дію автоматичних стабілізаторів бюджетного дефіциту. На противагу цій країні, США і Японія використовували контрциклічний механізм переважно у розпалі кризи – із 2007 по 2009 рр. Надалі рівень фіскальної гнучкості був майже вичерпано, про що свідчить надвисокий рівень заборгованості держави та рівень фіскального дефіциту. Трохи меншим рівнем контрциклічності характеризуються такі країни, як Великобританія – коефіцієнт кореляції – 66 % і Китай – 65 %. В найбільшій мірі проциклічність є характерною для таких країн, як Україна – -64 %; Угорщина – -62 %; Германія – -61 %. Так, Германія протягом трьох років знижувала скорегований бюджетний дефіцит на фоні падіння об'ємів ВВП (в 2007, 2009, 2011 рр.).

Таблиця 2.6

**Динаміка показника співвідношення приросту реального ВВП  
та зміни відкоригованого на циклічність сальдо державного  
бюджету країн до потенційного ВВП**

Країна	2007 р.	2008 р.	2009р.	2010р.	2011р.	2012р.	2013р.	Коеф-т кореля- ції	Серед-й темп роста за рік	Приріст ВВП з 2007 р.
США	1,75	0,91	0,83	-15,62	-0,87	0,76	-0,52	0,35	1,1	7,8
Велико- британія	-1,09	2,08	1,81	6,04	-0,29	-0,74	1,33	0,66	0,3	2,1
Швеція	-3,50	4,28	2,55	6,94	4,59	3,29	-1,21	0,92	1,4	9,6
Словаччина	-23,49	13,30	2,96	-12,09	-0,54	-3,35	-0,46	0,37	3,1	22,8
Росія	-0,14	1,51	1,84	9,09	-0,05	0,61	2,27	0,73	2,8	20,1
Румунія	0,65	-0,31	-21,21	3,20	1,90	-0,75	9,00	0,06	1,8	12,2
Португалія	-4,14	9,85	0,57	-6,49	-0,02	-3,30	-269,25	0,34	-1,1	-7,4
Польща	0,57	0,86	1,25	-4,54	0,23	-1,41	-0,68	0,40	3,6	28,2
Литва	-1,02	2,83	-49,91	11,80	28,27	-1,21	-1,86	0,25	1,8	11,1
Латвія	н/д	1,62	-2,68	236,33	3,49	-0,05	0,64	0,13	0,4	0,2
Японія	0,37	2,41	1,15	-22,58	8,60	-2,54	-0,47	0,39	0,4	2,5
Італія	-0,36	9,68	-27,07	229,80	-2,07	-1,78	0,49	-0,15	-1,0	-7,1
Угорщина	-0,78	0,64	-2,93	-16,58	-0,15	-0,65	-5,37	-0,62	-0,5	-3,9
Греція	0,94	1,10	0,23	-0,52	-0,55	0,02	1,19	0,15	-2,9	-19,2
Німеччина	-0,49	24,58	-42,33	-3,83	-0,20	-2,20	3,64	-0,61	1,1	7,8
Франція	0,28	-77,48	1,49	-284,55	0,24	-2,58	0,26	0,29	0,4	3,0
Іспанія	0,68	0,44	1,03	1,95	0,42	-0,67	0,47	0,70	-0,3	-2,4
Аргентина	-0,13	-1,43	7,29	7,36	0,09	-44,60	1,18	0,26	5,8	48,0
Бразилія	7,85	-1,00	25,03	-7,92	-13,63	-6,96	0,85	-0,29	3,5	26,9
Китай	1,57	3,08	0,20	0,71	-1,71	2,47	0,00	0,65	9,7	91,3
Перу	0,90	-1,51	5,95	-32,37	-1,14	-1,04	-111,12	0,27	7,1	61,1
Туреччина	1,14	-14,42	-18,39	-0,20	-0,60	13,24	-5,05	0,01	5,6	46,2
Україна	-0,13	-12,33	-10,16	-12,10	1,28	3,50	-1,97	-0,64	0,7	3,0

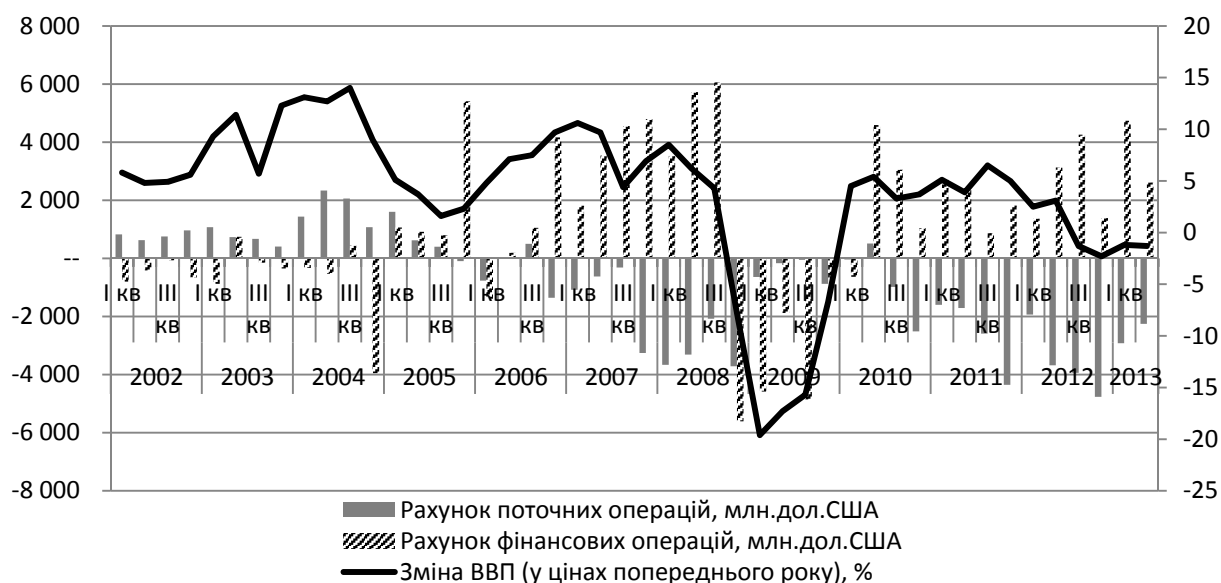
Необхідно зазначити, що превалювання проциклічної фіскальної політики у країнах, що розвиваються, підтверджена в працях Пероті Р., Камінські Г., Тальві Е., Вега К., Ільзетські Е. *Недостатня фіскальна гнучкість* для контрциклічної відповіді та зниження негативного впливу на довгострокові інвестиції і економічного зростання в таких країнах визначається рядом

факторів, що обумовлюють *особливості протікання соціально-економічних процесів*:

1. *Значна залежність від зовнішнього фінансування* разом із *недосконалістю ринку капіталу* та відповідною *проциклічністю кредитного циклу* відбивається у аналогічній динаміці потоків капіталу. На цю особливість як визначальну у проциклічній фіскальній політиці звертають увагу такі вчені, як Пероті Р. і Гаві М., Ріаскос А. і Вег С., Гуерсон А. і Кабалеро Р., Мендоза Е. та ін. Зазначається, що фінансова волатильність зовнішніх потоків капіталу в більшій мірі, аніж брак гнучкості в цінах та заробітній платі в розвинутих країнах, є джерелом макроекономічної волатильності в тих країнах, що розвиваються.

Проциклічність потоків капіталу проявляється в тому випадку, якщо є позитивна кореляція між рухом капіталу та динамікою ВВП – економіка позичає на стадії підйому та погашає борги на стадії падіння ділової активності. Циклічні прояви потоків капіталу, тим самим, посилюють, або навпаки зменшують ділові коливання.

Проциклічність статей фінансового рахунку та ациклічність поточного рахунку характерна і для України (рис. 2.12).



**Рис. 2.12 Динаміка ВВП і показників платіжного балансу України**

Проциклічна динаміка характерна і для руху капіталу, що залучається державою. Під час кризи репутація і кредитоспроможність уряду оцінюється агентами ринку згідно їх здатності знижувати нестабільність у вигляді інфляції та

фіскальних дисбалансів. Це створює замкнене коло між ризиковою премією країни, яка збільшується (відповідно знижуючи можливості фінансування), і зростанням обмежень фіскальної та монетарної політики, які можуть бути практично дестабілізовані в економіках з високим боргом [277]. Таким чином, нестабільне зовнішнє фінансування генерує проциклічну поведінку, як приватних агентів, так і макроекономічної політики, що за словами Стігліца Дж. із автоматичних кейнсіанських стабілізаторів перетворюються на автоматичні дестабілізатори [397].

Негативний вплив також проявляється через закономірності динаміки валютного ринку під час проциклічності рахунку капіталу. Навіть із використанням гнучкого режиму курсу іноземної валюти центральним банком і відповідної контрциклічної монетарної політики, корегування величини поточного рахунку платіжного балансу може бути фактично компенсовано проциклічним ефектом корегування балансу за рахунком капіталу. Крім того, волатильність курсу провокує короткострокові спекулятивні мотиви. До цього питання також тісно примикає проблема міжчасових порушень у споживанні внаслідок тимчасових змін у політиці (наприклад, реалізації політики зниження рівня інфляції або лібералізації фінансового ринку) [192]. Серед наслідків таких дій може бути значне здешевлення ефективної ціни споживання в період економічного буму, яке у країнах, що розвиваються, часто фінансується за рахунок зовнішніх позик. Як наслідок, заощадження падають в період економічного підйому, стимулюючи проциклічність рахунку капіталу.

2. *Значна залежність економіки від кон'юнктури глобальних ринків.* Маючи високу чутливість ВВП до експорту сировинних товарів, фіскальна політика змушена проциклічно реагувати на коливання цін, збільшуючи витрати бюджету в період економічного буму та знижуючи їх в період спаду. Така політика підтримується також взаємозв'язком із міжнародною фінансовою допомогою в період кризи, включаючи ортодоксальну політику цінової стабільності.

3. *Слабкість інституційного забезпечення економічних процесів,* включаючи високий рівень корупції. Досліджуючи вплив цих факторів на спосіб реалізації фіскальної політики, Торнел А. і Лейн Ф. показали, що в період економічного підйому посилюється конкуренція між різними групами впливу на бюджетний процес, що веде до виникнення дефіциту державного бюджету [415]. Як

визначає Алесіна А. у корумпованій демократії проциклічність політики визначається тим, що виборці більше реагують на економічні умови, зменшення податків та збільшення витрат, аніж на величину дефіциту бюджету [146]. Ряд останніх досліджень говорять не тільки про суттєву значимість інститутів для спрямованості фіскальної політики, а й про те, що вони є визначальними у причинно-наслідковому зв'язку [206, 275].

4. *Накопичений незадоволений соціальний попит*, який ускладнює застосування контрциклічних дій у період економічного буму та відповідне накопичення фінансової гнучкості.

5. *Слабкість дії автоматичних стабілізаторів*, що призводить до складності отримання кейнсіанського ефекту від контрциклічної політики, що в першу чергу, засновано на недостатній ефективності або обмеженому застосуванні прогресивної шкали податків на доходи. Треба відзначити, що недостатність дії автоматичних стабілізаторів підкреслюють дослідження, як для країн Європи, так і тих, що розвиваються [343]. Ефект їх дії перекривається дискреційними заходами. Як зазначають Хауссман Р., збільшення дефіциту внаслідок економічного спаду не компенсується у період економічного підйому – ефект автоматичних стабілізаторів нейтралізується зниженням податків та зростанням державних витрат [295]. І, навпаки, у країнах Латинської Америки асиметрія фіскальної політики та відповідна проциклічність проявлялися на етапі економічної кризи як результат сильного ефекту від обмежених можливостей залучення коштів та проциклічності потоків капіталу [316].

Більш глибоке дослідження факторів формування потенціалу реалізації контрциклічного впливу в сфері публічних фінансів потребує розгляду поняття «*фіскального простору*», яке є суміжним із поняттям *фінансової гнучкості*, та безпосередньо поняттям гнучкості публічних фінансів в умовах циклічного розвитку економіки (табл. 2.7).

Як і фінансова гнучкість, поняття фіскального простору означає наявність резерву можливостей фінансування виникаючих додаткових потреб. Так, Хеллер П., який концептуалізував погляд на явище фіскального простору, ототожнює його із додатковими можливостями державного бюджету мати ресурсне забезпечення для фінансування необхідних потреб за умовою підтримання стійкості фінансової позиції або стабільності економіки.



## Теоретичні підходи до трактування фіскального простору

Хеллер П. [419]	Фіскальний простір – додаткові можливості державного бюджету мати ресурсне забезпечення для фінансування необхідних потреб за умовою підтримання стійкості фінансової позиції або стабільності економіки. Неможливість обслуговувати державний борг та вірогідність дефолту, або зростання інфляції – це суттєві обмежуючі фактори реалізації фіскального простору.
ООН [266]	Фіскальний простір – це спроможність держави мобілізувати ресурси для подолання бідності та досягнення цілей розвитку тисячоліття.
МВФ [160]	Фіскальний простір – це, з одного боку, можливості для додаткових суспільних заощаджень через раціоналізацію витрат і податкову реформу, з іншої, додаткові ресурси, що можуть бути мобілізованими через позики та гранти.
Занді М., Ченг Х., Паккард Т. [267]	Фіскальний простір – це різниця між фактичним рівнем державного боргу по відношенню до ВВП та його граничним значенням, порушення якого призведе до дефолту країни.
Острі Дж., Гошатиш Р. та ін. [368]	Фіскальний простір – здатність фінансування бюджетного дефіциту за умови відсутності виникнення негативних ефектів у вигляді зниження ділової активності приватного сектора економіки, різкого збільшення вартості фінансування і фіскальної стійкості
Хортон М., Іванова А. [300]	Фіскальний простір – простір маневру в бюджеті держави, що дозволяє зрівноважити пропозицію бюджетних ресурсів з потребами без значного зростання ризику порушення стійкості його фінансового стану або стабільності економіки.
Комітет розвитку Міжнародного банку [261]	Фіскальний простір – це спроможність держави здійснювати витрати без порушення своєї платоспроможності, а саме, поточної та майбутньої спроможності сплачувати свої борги. Визначається різницею між фактичним рівнем витрат держави та максимальним, при якому не порушується платоспроможність.
Рой Р. [265]	Фіскальний простір – це фінансування, яке потенційно можливе для держави як результат конкретних дій із реалізації політики, що посилює мобілізацію ресурсів, а також реформ, необхідних для підтримання та посилення ефективності управління цим процесом, покращення умов їх реалізації з боку інституційної та економічної середи, задля досягнення визначеної сукупності цілей розвитку.
Перехрестова Л., Д'якова Є. [86]	Фіскальний простір (бюджетна ємність) – можливий об'єм витрат бюджету, що визначається, з одного боку, розміром бюджетного потенціалу, трансфертів та позик, а, з іншої, ефективністю та результативністю бюджетних витрат.
Єфіменко Т. [24]	Фіскальний простір (в широкому сенсі) – окреслює можливості уряду отримати і використати додаткові бюджетні ресурси для досягнення визначеної мети з урахуванням обмежень, обумовлених необхідністю фіскальної стійкості в середньо й довг-му періодах.
Вікіпедія	Фіскальний простір – це гнучкість влади відносно збільшення величини державних витрат за умовою збереження фінансової спроможності.

Як слушно зазначає професор Єфіменко Т., концептуальний погляд на «фіскальний простір» отримав увагу у площині дослідження питання пошуку джерел бюджетних ресурсів для цілей розвитку, модернізації економіки, здійснення структурних або соціальних реформ [24]. Не маючи безпосередньо його теоретичної пов'язаності із циклічним економічним розвитком та, відповідно, регулюючою функцією політики в сфері публічних фінансів, термін «фіскальний простір» в найбільшій мірі можна пов'язати саме із фіскальною функцією держави в рамках якої формується резервний потенціал держави в частині можливостей залучення додаткових фінансових ресурсів для реалізації тих чи інших її завдань. Таке трактування фіскального простору характерне для первісно підходу, що характеризується своєю

вужкістю, але був достатньо задовільним для періоду «великої модерації» у ділових циклах розвинутих країн – необхідність створення такого резерву для них, в першу чергу, виправдовувалася необхідністю фінансування нових державних інвестицій, пов'язаних із технологічним розвитком та новими викликами тисячоріччя, насамперед тими, що асоціюються із кліматичними змінами [419]. В якості джерела поповнення ресурсів, перш за все, розглядалися тільки запозичення, а фіскальний дефіцит – розглядався як основний параметр, що обмежує можливості держави в отриманні ресурсів для підтримки фінансування інфраструктурних проектів.

Подальший розвиток практики оцінки і формування фіскального простору значно розширили погляд, як на джерела і фактори формування ресурсного потенціалу, так і часовий горизонт, в рамках якого розглядається економічні ефекти впливу додаткового фінансування на фіскальну та макроекономічну стабільність країни.

Так, напередодні світової кризи Міжнародним банком було підготовлено звіт, присвячений фіскальній політиці в рамках стратегії зростання та розвитку, який містить наступні положення, що стосуються формування «фіскального простору» для країн [261]:

- у контексті стратегії розвитку фіскальна політика повинна розглядатися, як із позиції інструментів макроекономічної стабілізації, так і інструментів досягнення економічного зростання та подолання бідності, що особливо є актуальним для країн, які розвиваються та з низькими доходами;

- фіскальна політика повинна концентруватися на трансмісійних каналах, через які вона може впливати на довгострокове економічне зростання;

- формування фіскального простору дозволить здійснювати додаткові державні витрати важливі із точки зору економічного зростання без порушення при цьому платоспроможності із позиції обслуговування боргів країни. Фіскальний простір політики зростання є найважливішою складовою «макроекономічного простору»;

- створення фіскального простору можливе не тільки на основі формування потенціалу залучення боргового капіталу, а й таких, як збільшення ефективності державних витрат та оподаткування, підвищення спроможності залучення фінансової допомоги та грантів;

– у формуванні фіскального простору важливим є специфічні фактори та вихідні умови кожної країни, що визначають пріоритетність концентрації на тих чи інших напрямках формування потенціалу виявлення джерел додаткових ресурсів (вихід на зовнішні ринки капіталу, залучення фінансової допомоги, збільшення ефективності витрат або виявлення резервів доходів держави).

Розширення цільових орієнтирів та відповідного часового горизонту фіскальної політики для країн, що розвиваються, стало відповіддю на підготовлені в рамках програми ООН рекомендації із формування фіскального простору для досягнення основної проблем тисячоріччя – подолання бідності [266].

На наш погляд, розгляд фінансового потенціалу маневру держави в частині збільшення її витрат тільки із фіскальної точки зору є обмеженим та потребує його доповнення в аспекті регулюючої функції в сфері публічних фінансів. Так, сьогодні вже очевидно, що потреба та наявна величина фіскального простору відрізняється в залежності від стадії економічного циклу. Його величина напередодні кризи, рівень шокового впливу, ефективність антикризових дій та політики стабілізації визначають тривалість рецесії та її масштаби, необхідність реалізації політики фіскальної консолідації – стратегії зниження бюджетного дефіциту та боргового навантаження на економіку. Така політика означає дискреційну реставрацію фіскального простору. Найбільш складно та боляче для економіки вона проходить в період економічної рецесії, що є ознакою її проциклічності.

Отже, формування фіскального простору є основою для прояву гнучкості публічних фінансів (*фіскальної гнучкості*), спроможності здійснювати контрциклічний вплив на ділову активність і, тим самим, перспективи розвитку економіки країни. Контрциклічність фіскальної політики забезпечується формуванням фіскального простору на стадії економічного підйому – в умовах найбільш сприятливих для побудови резервів, зниження дефіциту та боргового навантаження, реалізація якого здійснюється на етапі економічної кризи та спаду ділової активності.

Розглянемо фіскальну гнучкість в залежності від часового простору:

– в *короткостроковій перспективі* – це спроможність сформувати фіскальний простір, що дозволяє у разі потреби розширити

державою джерела формування й обсяги фінансових ресурсів в обмежений термін, з мінімальним зростанням їхньої вартості та втратою фіскальної стабільності;

– *в середньостроковій перспективі* – це можливість корегувати форму та ступінь впливу фіскальних інструментів в залежності від непередбачених обставин;

– *в довгостроковій перспективі* – це спроможність на основі сформованого функціонального потенціалу (фіскального простору) змінювати характер контрциклічного впливу в бюджетній політиці на сукупний попит в залежності від стадії економічного циклу за умовою збереження фіскальної стабільності та фінансової стійкості в країні та перспектив економічного зростання.

Отже, із позиції спрямованості фіскальної політики в умовах циклічного економічного розвитку та етапів формування виокремимо наступні види гнучкості публічних фінансів:

– *гнучкість до фіскальної експансії* – спроможність сформувати фіскальний простір державою, який дозволяє знизити податкове навантаження на економіку, розширити державні витрати з мінімальним зростанням вартості фінансових ресурсів, зменшенням ступеня фінансової стійкості, зростанням інфляції;

– *гнучкість до фіскальної рестрикції* – спроможність сформувати фіскальний простір, який дозволяє обмежити сукупний попит завдяки підвищенню податкового навантаження та зниження витрат держави, тим самим, сприяючи зменшенню бюджетного дефіциту та боргу держави;

– *гнучкість до фіскальної консолідації* – спроможність сформувати фіскальний простір, який дозволяє зменшити бюджетний дефіцит та борг держави у найкоротші терміни, із мінімальним зменшенням зайнятості та негативним впливом на перспективи економічного зростання і розвитку.

Із початком світової фінансової кризи МВФ порекомендував провідним країнам використати всі можливості застосування стимулюючих фіскальних програм для зниження негативного впливу наслідків на світову економіку. Рекомендований обсяг стимулів, озвучений МВФ, повинен був скласти не менше 2 % ВВП. За 2008–2009 рр. країнами Великої двадцятки було впроваджено пакет фіскальних стимулів розміром близько 2 трлн. дол. США або 1,4 % світового ВВП. При цьому, найбільший рівень таких стимулів відносно ВВП було запроваджено у Китаї – 12 %,

Саудівській Аравії – 11 %, Південній Кореї – 8,5 %, Туреччині – 6,5 %, Італії та США – близько 6 %. У то же час менше 2 % ВВП було використано у Бразилії, Франції, Мексиці, Індонезії, Великобританії та Росії [137]. Такий різний об'єм фіскальної експансії визначався, як різними масштабами фінансово-економічної кризи, так і сформованим до кризи фіскальним простором.

Визначимо *основні фактори впливу на величину фіскального простору*, який є основою для формування відповідної гнучкості фіскальної політики для реагування на потребу контрциклічного дискреційного фіскального стимулювання економіки тієї чи іншої країни:

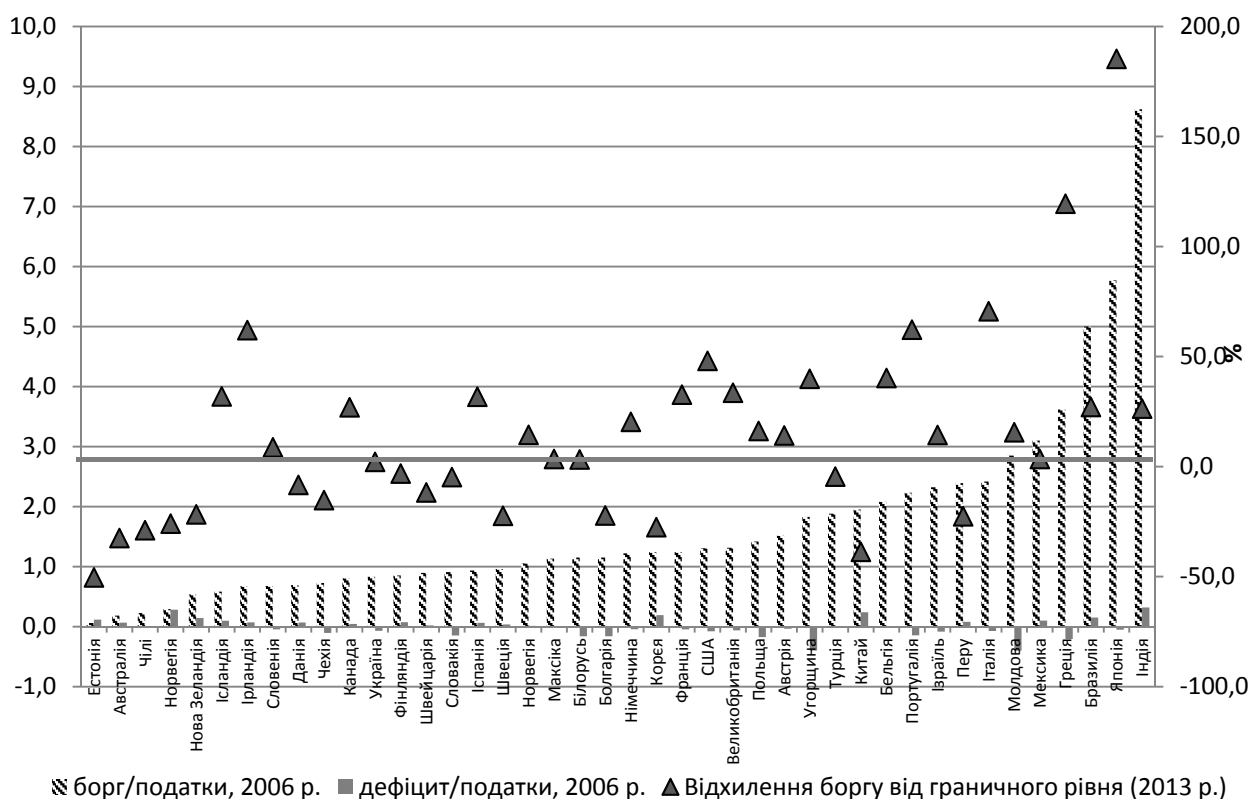
– *ефективність дії або еластичність автоматичних фіскальних стабілізаторів* – чим більшим є їх вплив, тим меншою є необхідність у дискреційних заходах. Зазвичай, ефективність автоматичних стабілізаторів є сильнішою у країнах із більшим перерозподілом ВВП через державний бюджет, більшою циклічністю бази оподаткування та прогресивністю податкової шкали, розвитком соцзабезпечення. Достатньо слабка ефективність автоматичних фіскальних стабілізаторів спостерігається у Кореї, США, Японії; середню еластичність мають Канада, Чехія, Польща, Іспанія, високу – Швейцарія (де дотепер було встановлено найбільшу у Європі мінімальну заробітну плату), Фінляндія, Португалія, Бельгія, Франція, Данія. За розрахунками ОЕСР абсолютний розмір фіскального корегування за допомогою автоматичних стабілізаторів, як правило, у три рази перевищує розмір дискреційного стимулювання [364];

– *розмір дефіциту державного бюджету* – є основною складовою маневреності фіскальної політики, який має більший потенціал впливу ніж рівень державного боргу. Чим слабше фіскальна позиція, тим менш реактивна політика держави та менші можливості реагування на негативні шоки. Результати оцінки залежності величини фіскального пакету стимулювання від рівня бюджетного дефіциту, проведеної Айзенманом Дж. та Джинджарак Е. на основі даних 81 країни напередодні останньої кризи, показали, що зниження співвідношення величини дефіциту бюджету до податкових доходів на 0,18 або одно стандартне відхилення, збільшує розмір можливого фіскального стимулювання економіки на 0,55 % від ВВП [221]. Так із розвинутих країн найбільший

фіскальний простір напередодні кризи (у 2006 р.) мали Норвегія (бюджетний профіцит – 18,3 %), Нова Зеландія і Фінляндія (4,1 %), Ісландія (6,3 %), Данія (5 %), Іспанія (2,4 %), Швеція (2,2 %), серед країн, що швидко розвиваються – Саудівська Аравія (24,4 %), Росія (8,3 %), Чилі (7,4 %), Казахстан (7,7 %), Таїланд (2,2 %). Із найгіршим потенціалом до кризи підійшли: із розвинутих країн – Греція (-6,3 %), Португалія (-3,8 %), Італія (-3,4 %), Японія (-3,7 %), Великобританія (-2,7 %); із тих, що швидко розвиваються – Угорщина (-9,4 %), Єгипет (-9,2 %), Індія (-6,4 %), Польща (-3,6 %), Бразилія (-3,5 %). Рівень бюджетного дефіциту для України у 2006 р. був помірним та склав -1,4 %;

– *рівень державного боргу* – на відміну від розміру дефіциту показник є накопиченим залишком зобов'язань, який тільки у певній частині визначає поточні платежі країни. Його збільшення нарощує рівень процентних ставок. Лаубах Т. оцінив для США, що збільшення на 1 в.п. дефіциту бюджету підвищує відсоткові ставки на 0,25 в.п., у той час як збільшення на 1 в.п. боргу до ВВП асоціюється із підвищенням від 0,03–0,04 в.п.[329] Рівень боргу є одним із двох основних показників, які безпосередньо пов'язують із величиною фіскального простору і, отже, потенціалу фіскальної контрциклічності. Зараз існують багато досліджень, які підтверджують цю значимість[312]. Так, співставляючи рівень державного дефіциту та боргу до величини податкових доходів держави, можна стверджувати, що найбільшим фіскальним простором за цими параметрами володіли Естонія, Австралія, Чилі, Норвегія, Нова Зеландія, Данія, Канада, Швейцарія (рис. 2.13). Ці країни мали профіцит державного бюджету та за рахунок всіх податкових платежів могли менше ніж за рік погасити держборг. Разом із тим в цю групу попали і такі країни, які в період кризи опинилися на грані дефолту – Ісландія, Ірландія, Іспанія, що говорить про важливість врахування інших специфічних характеристик фіскального простору країн та чутливості їх фінансової системи до впливу фінансової кризи. Суттєво збільшився державний борг і у інших країн. Треба зазначити, що в якості характеристики фіскального простору деякі дослідники застосовують не саму величину боргу, а її відхилення від граничного рівня, встановленого виходячи з умови не порушення на цьому рівні фіскальної стійкості та платоспроможності держави [368]. Останнім часом Міжнародний банк застосовував граничні

рівні боргового навантаження для розвинутих країн – 60 % ВВП, для тих, що розвиваються – 40 %. Між тим, як зазначають Комбез Дж. і Мінеа А. [312], які досліджували 56 різних за рівнем розвитку країн за період 1990–2011 рр., борг, що перевищує 87 % ВВП, веде до проциклічності фіскальної політики;



**Рис. 2.13 Показники фіскального простору країн напередодні фінансової кризи та у посткризовий період**

– диференціал між величиною відсоткової ставки та ставкою зростання економіки – країни, що зазнають більше зростання ВВП та невисоку вартість державного боргу, мають і більшу гнучкість фіскальної політики. Зростання економіки збільшує податкові доходи держави та знижує попит на державні послуги, посилюючи тим самим фіскальну позицію. Чим більший диференціал, тим більші фіскальні зусилля необхідні для повернення зменшення боргового навантаження на економіку. Країни, які швидко розвиваються, як правило мають від’ємний диференціал, що в більшій мірі є результатом високих темпів зростання економіки. Отже, треба погодитися із тим, що це є явищем моделі наздоганяючого розвитку економіки та у подальшому по мірі зростання ВВП на душу населення призведе до

зворотного ефекту впливу диференціалу на рівень боргу. В Україні значний від'ємний диференціал, який спостерігався до 2009 р., також був результатом високого темпу зростання ВВП: в 2008 р. його значення склало 19,64 %, два роки поспіль (у 2010–2011 рр.) він встановився на рівні 5,94 та 9,83 %, поступово далі збільшуючись і склавши у 2013 р. 13,56 %. Треба зазначити, що у своїх аналітичних розрахунках МВФ застосовує експертний граничний рівень цього показника, який для розвинутих країн складає 3,6 %, для країн, що швидко розвиваються – 1,1 % [260].

Інші фактори визначають ефективність застосування контрциклічної фіскальної політики та, відповідно, і її функціональний потенціал:

– *ступінь відкритості економіки країни* – для невеликих та відкритих країн частина ефекту від дискреційної фіскальної політики втрачається внаслідок збільшення імпорту. Такі країни, як Чехія, Угорщина, Нідерланди, Ірландія, Бельгія, що мають розмір імпорту, перевищуючий 35 % до ВВП, за оцінкою ОЕСР мають і нижчі показники мультиплікатора бюджетних витрат (нижче 0,6) [364]. І, навпаки, низький показник імпорту США та Японії визначають і більш високе значення мультиплікатора – більше 1,2. Про значний негативний вплив на бюджетний мультиплікатор для України говорить і її висока залежність від імпорту: у 2012–2013 рр. він досяг відповідно 61 % та 59 %. Саме в періоди стимулюючої політики (виходячи з показника збільшення циклічно скорегованого сальдо державного балансу) імпорт підвищився найбільше – в 2011 р. на 7 %.

– *сила ефекту витіснення* – намагання збільшити споживчий попит та ділову активність може нейтралізуватися збільшенням приватних заощаджень. При цьому важливою є структура стимулювання – державні інвестиції мають менший нейтралізуючий ефект, ніж стимулювання інших державних витрат. Рівень такої нейтралізації складає близько 25–35 % [364]. Має місце також закон еквівалентності Рікардо, коли стимулювання зменшення податків нейтралізується за рахунок очікуванням їх збільшення у майбутньому. Ефект Рікардо також суттєво посилюється у разі високого рівня боргу – зменшення кредитоспроможності посилює очікування на майбутнє підвищення податків. Треба зазначити, що чим більш розвинутим є фінансовий ринок, та меншим є прояв фінансових обмежень. Більш розвинуті ринки дозволяють більш



швидку відповідь на зміну відсоткової ставки, реакцію інвестицій та споживання на зміну відсоткових ставок. Отже, у країнах, що розвиваються, нейтралізуючі ефекти мають менший вплив. Крім того, висока корумпованість механізму визначають іншу дію ефекту в залежності від можливостей отримання приватної ренти від різних видів бюджетних витрат владою;

– *структура стимулюючого пакета фіскальної політики* – найбільший фіскальний мультиплікатор зазвичай спостерігається у бюджетних витрат та інвестицій, нижчий – на боці податків;

– *розвиток фінансового сектору*, який визначає ступінь абсорбційних можливостей або поглинання державного боргу, і, відповідно, можливостей експансійної фіскальної політики у період економічного спаду. Крім того, більш розвинутий фінансовий ринок, не дивлячись на більш невизначену трансмісійну функцію, означає меншу залежність від зовнішнього капіталу, він дозволяє більш швидко відповідь на зміну відсоткової ставки, реакцію інвестицій та споживання на зміну відсоткових ставок.

Недостатність або слабкість стимулюючого потенціалу фіскальної політики, виснаження фіскального простору із подальшим погіршенням фіскальної позиції, визиває потребу у проведенні бюджетної консолідації.

Економіки різних країн у світі зазнавали суттєвої фіскальної консолідації протягом останніх трьох десятиріч – Канаді у 90- рр. (зниження циклічно скоригованого бюджетного дефіциту склало 8,1 %), Португалії у 80-х рр. (8,5 %), Швеції у 80-х рр. і у 90-х рр. (9,4 % і 11,7 %), Греції у 90- рр. (12,1 %), Данії у 90-х рр. (13,5 %). За тривалістю консолідація склала у Австралії, Великобританії, США і Бельгії – 6 років, Швеції і Японії – 8 років [425]. Принаймні половина консолідацій стали успішними.

Обмежений фіскальний простір напередодні останньої фінансової кризи, великі фіскальні стимулюючі програми, вкрай повільне зростання економіки у більшості розвинутих країн стали причиною для впровадження адекватних дій із фіскальної консолідації, спрямованої на зменшення дефіцитів та рівня державного боргу. Так, загальний рівень бюджетного дефіциту у 2009 р. у 30-ти країнах ОЕСР перевищив 7,9 %, рівень боргу – 100 %. В країнах в залежності із вихідних умов була запроваджена різна за тривалістю та об'ємами коригування програма консолідації. Так, найбільшими за розміром оголошеними

програмами консолідації стали програми Греції (цільове зменшення дефіциту до 2013 р. – 11,1 %), Іспанії, Ірландії, Португалії та Великобританії, США (7–8 %); найнижчими (до 3 %) – Чехії, Мексиці, Естонії, Кореї, Фінляндії, Германії.

Гнучкість до звуження або *потенціал проведення фінансової політики консолідації* визначається наступними факторами:

- рівнем державного боргу та дефіцитом державного бюджету, які суттєво збільшують, як саму вірогідність консолідації, так і її тривалість. Негативним фактором для впровадження консолідації із значними боргами та значним дефіцитом є також спад ділової активності або слабкість її зростання, що унеможливує здійснення інтенсивних дій;

- рівнем перерозподілу ВВП через державний бюджет – значний рівень доходів, що консолідується у держбюджету свідчить про обмежені можливості підвищення податкового навантаження;

- часткою державних субсидій у витратах держави із позиції потенціального об'єкту для скорочення таких витрат;

- розміром активів держави як потенціалу можливої їх реалізації – виходячи із можливостей їх майбутньої реалізації;

- обраною стратегією консолідації – структурою програми консолідації відповідно до її спрямованості на зниження бюджетних витрат та/або підвищення податкових платежів. Як правило, скорочення витрат веде до більш тривалого та більшого економічного ефекту, в тому числі більш сильного впливу на скорочення відсоткових ставок та відновлення довіри кредиторів. Така консолідація веде до меншого нейтралізуючого ефекту та більшого зростання ВВП [388]. Разом із тим, за дослідженням фахівців більшу роль у зниженні циклічно скоригованого дефіциту грало збільшення доходів державного бюджету. Відповідно, вихідний рівень податкового навантаження, частка соціальних трансфертів, капітальних інвестицій у державних витратах, поточних витрат держави визначають резерви того чи іншого напряму консолідації. Стратегія консолідації залежить також від ступеня необхідного корегування – чим він більший, тим частіше застосовуються принцип паритету між мірами із зниження витрат держави та збільшення податкового навантаження. Саме такий пакет консолідації запроваджують зараз Греція, Португалія, Іспанія та Великобританія. Країни із меншими потребами у фінансової

консолідації навпаки зосереджуються на зменшенні витрат (Швеція, Чилі, Нідерланди, Нова Зеландія, Канада). Різною є і швидкість досягнення ефекту – більш швидким він є для заходів із підвищення податків, більш тривалими за своїм впровадження під час зменшення витрат держави. Різною є і сила впливу фіскальної консолідації в залежності від застосування тих чи інших податків. Консолідація, що триває у країнах ОЕСР зараз, в найбільшій мірі використовує податки на споживання (20 країн з 30-ти), податки на доходи (12 країн). При цьому перші мають менший негативний вплив на економічне зростання у порівнянні із останніми.

В Україні фіскальна консолідація, яка спрямована на зниження дефіциту державного бюджету передбачена Законом України «Про внесення змін до Закону України «Про Державний бюджет України на 2014 рік» (від 27.03.2014 р. № 1165-VII) та Законом України «Про запобігання фінансовій катастрофі та створення передумов для економічного зростання в Україні» (від 27.03.2014 р. № 1166-VII). При цьому передбачено зменшення дефіциту на 3 млрд. грн. Згідно макроекономічного прогнозу (циклічна компонента) зменшення доходів у 2014 р. складе 44,1 млрд. грн. Завдяки ж дискреційним заходам збільшення доходів слало 24,7 млрд. грн., витрат – 26,3 млрд. грн. Отже, рівномірно задіяні обидва боки балансу. Найбільший ефект для скорочення дефіциту передбачено за рахунок ПДВ, акцизів, плати за надра, мита, зменшення капітальних витрат (на 3,3 млрд. грн.), фонду регулювання розвитком (2,5 млрд. грн.), зменшення соціальних виплат;

– тенденцією до збільшення деяких довгострокових витрат держави (пенсійного забезпечення та витрат на охорону здоров'я) відповідно до тенденцій старіння населення.

Формування фіскального простору для контрциклічного фіскального реагування і, як наслідок, можливої необхідності наступної консолідації, повинно починатися на стадії економічного підйому. Неможливість накопичення таких резервів у найбільш сприятливий для цього період особливо характерно для країн, що розвиваються. Разом із тим, тривалі фіскальні проблеми протягом 90-х рр. та початку 21 сторіччя стали каталізатором для реформування фінансової політики в багатьох з них та в ряді випадків стало цілком успішним прикладом (Чилі, Колумбія, Мексика, Перу, Бразилія). Фіскальний простір рестрикційної

фіскальної політики формується під впливом наступних визначальних факторів:

– інституційного середовища – політичний ризиків, соціально-економічних умов, наявності внутрішніх та зовнішніх конфліктів, рівня корупції, демократії, якості бюрократичних процедур. Як доводять дослідження, на протигагу фактору фінансової відкритості який є важливішим на стадії рецесії, саме цей фактор є визначальним для формування фіскального простору на етапі економічного підйому [237];

– потенціалу формування стабілізаційного фонду – в багатьох країнах, що розвиваються та економіка яких суттєво залежить від експорту біржових товарів, механізм формування таких фондів пов'язується із цінами на таку продукцію (Чилійський компенсаційний фонд міді, Колумбійський національний кофейний фонд, Бавовняний фонд підтримки Буркіна-Фасо, Стабілізаційний фонд Російської Федерації та ін.). Між тим формування таких фондів можливе за рахунок приросту податкових доходів бюджету за умовою визначення чітких правил та інструментів його формування;

– спроможності впровадити фіскальну модель, засновану на дії фіскальних правил, які формують необхідний запас гнучкості, зокрема на стадії підйому. Фіскальні правила дозволяють попередити накопичення боргу, зменшити вірогідність та масштаби консолідації фіскальної позиції у період падіння ділової активності. Так, Галі Дж. і Пероті Р. стверджують що дискреційна фіскальна політика із застосуванням правил становиться більш контрциклічною та поширеною протягом кризи на початку 21 сторіччя [279]. Такі правила збільшують і передбачуваність фіскальної політики. Вони забезпечують «дисциплінованість» влади у досягненні поставлених стратегічних завдань, з одного боку, обмежуючи можливості неадекватних та непередбачувальних змін, з іншого, дозволяючи гнучко реагувати на специфічні обставини. При цьому найбільш ефективними є такі, що посилюють контрциклічний регулюючий вплив фіскальної політики в обох періодах – протягом спаду та підйому (двосторонній тип правил), які запроваджено у Канаді, Новій Зеландії, Швейцарії, Чилі та деяких країнах ЄС. Саме такі правила дозволяють накопичити фіскальний простір в період економічного підйому. В якості необхідних умов успішного впровадження

фіскальних правил є: реформа податкової системи та запобігання ухилення податків для посилення дії автоматичних стабілізаторів; збільшення строковості державного боргу; наявність платоспроможної та стійкої фіскальної політики; висока якість оцінки економічного циклу та впливу на нього фіскальної політики; наявність якісного моніторингу фіскальної політики із фокусуванням на дискреційному компоненті бюджету; якісна оцінка скоригованого на циклічність дефіциту бюджету та гету ВВП, еластичності статей бюджету; сильні фіскальні інститути; наявність управління борговими зобов'язаннями держави; перевага внутрішніх позик над зовнішніми. Важливою умовою впровадження фіскальних правил, особливо в період рецесії, є також помірний рівень державного боргу.

#### **2.4 Концептуальні підходи до забезпечення гнучкості фінансової системи**

В умовах скорочення тривалості економічних циклів розвитку, прискорення динаміки економічних процесів, а також збільшення дивергенції в розвитку різних сфер фінансової системи, і, одночасно, значного поглиблення ступеня впливу фінансових процесів на економічне життя, питання збільшення ступеня адаптивності фінансової системи, як у цілому, так і в частині її окремих сфер і елементів, є необхідним вектором її розвитку.

В цілому, гнучкість у розвитку систем визначає ефективність їх адаптації до різних умов функціонування. При цьому, необхідність посилення конструктивного впливу на економіку, збільшення функціональної спроможності фінансової системи для повноцінного виконання забезпечувальної ролі в економічному розвитку вимагає не реактивного проциклічного її пристосування до негативних наслідків економічної динаміки, а, навпаки, випереджувального формування адаптаційного фінансового потенціалу контрдії. Такий потенціал гнучкості щонайменше, спроможний абсорбувати негативний вплив із найменшими негативними наслідками для економіки, щонайбільше, зменшити амплітуду і асиметричність об'єктивних процесів циклічної динаміки економічного розвитку.

Дослідження особливостей прояву зазначеної властивості в розвитку економічних систем дозволили сформулювати наступні положення щодо гнучкості фінансової системи:

1) гнучкість визначає ефективність, як якісних (інтенсивних), так і кількісних (поступальних) перетворень у фінансовій системі, що реалізуються відповідно на етапах її трансформаційного й еволюційного розвитку;

2) гнучкість системи може розглядатися, як з позиції дослідження об'єкта її формування в якості «чорного ящика», де вона виступає результуючою характеристикою процесу адаптації, так і на основі виокремлення в системі механізмів функціонування і механізму управління нею. Відповідно, доцільно виділяти гнучкість механізму функціонування окремих сфер, ланок, суб'єктів фінансової системи і гнучкість механізму управління фінансовою системою. Даний підхід акцентує увагу серед інших на такому факторі ефективності адаптації фінансової системи як її чутливість до управлінського впливу;

3) засновуючись на тому, що основною характеристикою системи, що визначає її потенціал і закономірності циклічного розвитку, є її структура, доцільно розглядати структурну гнучкість фінансової системи й окремих її сфер. При цьому діалектика взаємозв'язку прояву структурної і функціональної гнучкостей полягає в тому, що на етапі еволюції фінансової системи відносна жорсткість її структури разом з функціональною гнучкістю буде забезпечувати її стійкість доти, поки не відбудеться вичерпання потенціалу гнучкості механізму функціонування в даній структурі, що, відповідно, обумовить якісне перетворення усієї фінансової системи. Трансформаційний період, в свою чергу, в значній мірі буде пов'язаний з поступовим пристосуванням механізму функціонування до сформованої структури.

У період трансформації механізм функціонування сфер фінансової системи виявляють меншу гнучкість, ніж на етапі еволюційного розвитку економічної системи. Згодом він пристосовується не тільки до нової структури, але і до нових умов функціонування.

Структурна гнучкість на етапі трансформації відбиває здатність фінансової системи реалізовувати безліч варіантів стійких зв'язків, побудови, складу, а також співвідношення між окремими елементами системи з метою надбання системою стійкого стану в

трансформаційному періоді її розвитку за умовою не перевищення параметрами витрат, ефективності і тривалості перехідного періоду своїх припустимих або актуальних значень.

В якості підвидів структурної гнучкості фінансової системи виокремимо: *організаційну гнучкість* і *структурно-пропорційну*. При цьому описані вище особливості прояву структурної гнучкості в більшій мірі відносяться саме до організаційної її складової. Реконструкція або реформування організаційної структури припускає її якісне перетворення або трансформацію. Необхідними умовами трансформації структури є: високий ступінь чутливості фінансової системи до збурень, низький рівень функціональної гнучкості, підготовлені вихідні умови для якісних прогресивних перетворень.

Структурні характеристики фінансової системи виявляються у визначених фінансових співвідношеннях або пропорціях. Саме тому структурно-пропорційна гнучкість у значній мірі буде визначатися можливостями, швидкістю і часом подолання структурних диспропорцій. При цьому їх подолання можливе, як на основі поступальних інкрементальних дій, так і на основі глибокої якісної реконструкції;

4) рівень структурної гнучкості на етапі трансформації фінансової системи обмежується накопиченим до моменту перетворень потенціалом. Так, на рівні публічних фінансів суттєвим негативним чинником дуже повільного реформування є достатньо низький рівень інституційної якості;

5) необхідність вирішення протиріччя між прагненням підтримки цілісності фінансової системи і зниженням ступеня її централізації шляхом надання значної свободи і ініціатив її структурним елементам, ставить задачу оптимізації співвідношення рівнів гнучкості фінансової системи в цілому і гнучкостей окремих її сфер і елементів. Особливо гостро це питання може стояти під час вирішення конфлікту між макро- і мікропруденційним регулюванням у фінансовому секторі економіки, встановлення оптимального рівня бюджетної централізації, визначення величини та механізму внесків в загальні резервні фонди певного рівня та сфери фінансової системи, наприклад, до Фонду гарантування вкладів фізичних осіб тощо;

6) вимога дотримання принципу економічності управління робить необхідним визначення зон гнучкості, що візьмуть на себе

реакцію на збурювання з боку зовнішнього і внутрішнього середовища;

7) управління гнучкістю має свої особливості в складних і великих системах і підсистемах. При цьому в складних системах зростає актуальність обов'язкової підтримки самих слабких ланок і елементів, проведення постійного моніторингу. Даний принцип на особливу увагу набуває в системі микроруденційного регулювання фінансовим сектором економіки із визначенням можливого впливу фінансової нестабільності окремих фінансових інститутів на системні фінансові ризики, особливо тих, які є системно важливими;

8) гнучкість фінансової системи безпосередньо пов'язана з такою її інтегральною характеристикою як *потенціал*. Причому таким потенціалом, що відбиває не тільки максимальне використання можливостей або фінансових ресурсів системи, але і здатність підтримувати стійкий стан, забезпечувати фінансову безпеку відповідно до різних станів середовища. У свою чергу, функціональний підхід до визначення структури фінансової системи припускає підпорядкованість функцій, які виконуються окремими підсистемами, основній її функції – фінансового забезпечення стійкого соціально-економічного розвитку країни. Отже, фінансовий потенціал кожної із сфер фінансової системи виявляється в здатності стійко виконувати свої специфічні функції. Гнучкість потенціалу фінансової системи і її підсистем та елементів, можливість його пристосування за обсягами і структурою, на наш погляд, саме і відбиває ту «сховану» або «неявну» сторону його прояву. За вдалим визначенням професора Онишко С. на відміну від фінансових ресурсів, саме «невикористані можливості», «нереалізовані» можливості кількісних і якісних змін, які представлені у фінансовому потенціалі, являють собою передумову продовження руху та динаміки [70, с. 153].

Залежно від необхідного стану потенціалу виокремимо такі види гнучкості фінансової системи: гнучкість у розширенні фінансового потенціалу, гнучкість у відновленні фінансового потенціалу, гнучкість в разі звуження фінансового потенціалу. При цьому:

– *гнучкість до звуження фінансового потенціалу* – це здатність знизити величину фінансових ресурсів максимально безболісно, тобто з мінімальними втратами ефективності функціонування;



– *гнучкість у розширенні фінансового потенціалу* – здатність розширити джерела формування й обсяги фінансових ресурсів в обмежений термін, з мінімальним зростанням їхньої вартості;

– *гнучкість у відновленні фінансового потенціалу* – здатність відновлювати величину потенціалу до його рівня, що сформувався до впливу дестабілізуючого впливу.

10) гнучкість фінансової системи є одним з факторів формування тієї або іншої величини витрат її експлуатації (трансакційних) і трансформаційних витрат. При цьому закономірності їхньої зміни повторюють діалектичність взаємозв'язку функціональної і структурної гнучкостей: зниження трансакційних витрат (у тому числі, внаслідок зростання гнучкості функціонування) веде до блокування істотних змін у системі, збільшення трансформаційних витрат і, відповідно, зниження гнучкості структури до істотних перетворень.

Під *гнучкістю фінансової системи* в цілому будемо розуміти властивість, яка відбиває її здатність пристосовувати свій потенціал, реалізований у вигляді фінансових можливостей забезпечення стійкого економічного розвитку, на основі видозміни способу організації (механізму функціонування), інструментів управління, фінансових відносин, зв'язків і структури фінансової системи в процесі її еволюції і трансформації, в умовах забезпечення режиму економії коштів і часу.

Розгляд принципів формування гнучкості має спиратися на основні особливості функціонування сучасних фінансових систем, а саме:

1) посилення синхронізації зміни природи і сили взаємозв'язку фінансового і реального секторів економіки, із взаємовпливом в різних фазах ділового циклу. За визнанням низки вчених фінансові цикли, що відображають динаміку поведінки основних макроекономічних показників фінансової системи, відіграють ключову роль у визначенні тривалості і сили рецесій, швидкості відновлення економіки [166, 182, 282]. Зазначена синхронізація бізнес і фінансових циклів говорить вже не тільки про високий ступінь проциклічності фінансової системи, але, що важливо, про її роль в пролонгації і посиленні кризових явищ, а також її здатності ендогенно генерувати фінансові шоки, адекватні за своєю силою традиційним шокам попиту та пропозиції в економіці. Звідси, порушення гнучкості фінансової системи з точки

зору її впливу на діловий цикл буде результатом прояву ряду її основних дисфункцій: стимулювання вкрай проциклічної динаміки кредитування і цін на акції з переростанням цих процесів в кредитний бум і бум на ринку цінних паперів на стадії підйому економіки з подальшим їх глибоким і тривалим стисненням, які супроводжуються важким процесом делеверіджу всіх секторів економіки, накопиченням валютних дисбалансів на рівні реального сектора і сектора домашніх господарств; проциклічністю банківського регулювання і фіскальної політики;

2) посилення гомогенності функцій фінансових підсистем на основі збільшення універсалізації їх діяльності в розвинених країнах з паралельним процесом виведення частини операцій із сфери фінансового регулювання і нагляду;

3) відрив розвитку фінансового від розвитку реального сектора економіки. Так, незважаючи на високу динаміку змін показників фінансового розвитку більшості країн групи G-20, починаючи з кінця 90-х рр. індикатори економічного розвитку країн мали досить скромні значення. Середнє зростання витрат на дослідження і розробки в найбільш розвинених зазначених країнах не перевищувало 5 % в рік. Більш високі темпи зростання таких витрат показали Китай, Росія, Туреччина. Звертають на себе увагу і ще більш низькі темпи приросту продуктивності праці. Разом з тим, вплив фінансового сектору в економіці помітно зріс, а у розвинених країн відповідно до структури ВВП цей сектор давно вже займає провідні позиції щодо промисловості. Максимальний розрив між частками у ВВП фінансового та реального секторів мають Франція (34 % і 9 % від ВВП відповідно) і США (33,3 % і 12,1 %) відповідно, незначний – Японія (27 % і 19,9 %) та Німеччина (29 % і 22,1 %).

4) зростання фрікційності ринку капіталу – інформаційної асиметрії та агентських проблем, які передбачають виникнення немонетарних каналів впливу різних шоків на обсяги фінансування економіки і його вартість. У період експансії інформаційна асиметрія і агентський конфлікт знижуються, справляючи менший тиск на величину вартості фінансових ресурсів, і, навпаки, на стадії рецесії. Зазначена проблема підсилює фінансові обмеження для реального сектора економіки. Емпіричні дослідження також підкреслюють посилення фрікційності ринку для менш розвинених фінансових систем [282];

5) накопичення структурних дисбалансів, серед яких до найбільш значущих у провокуванні важких наслідків останньої фінансової кризи відносять надмірний фінансовий леверидж у всіх секторах економіки.

Виходячи з вищевикладеного сформулюємо основні принципи формування гнучкості фінансових систем на макrorівні:

– *системності* – повномірне охоплення всіх сфер і ланок фінансової системи шляхом формування інструментів і умов реалізації гнучкості на рівнях фінансового забезпечення надання суспільних благ споживачам, забезпечення руху і трансформації фінансових ресурсів, надання фінансових послуг, фінансового забезпечення відтворення ВВП в секторі нефінансових корпорацій, а також фінансового забезпечення відтворення людського потенціалу на рівні домогосподарств;

– *оптимальності* – з урахуванням можливостей прояву дисфункцій фінансової системи в частині її надгнучкості (або наделастичності) [282] на стадії економічного підйому, що супроводжується необмеженим розширенням пропозиції кредитних грошей, відривом її розвитку від стану і потреб реального сектора економіки, стимулюванням формування різних фінансових дисбалансів і, навпаки, наджорсткості системи на етапі падіння ділової активності (*financial rigidity*) [383]. Можливість таких кардинальних проявів робить необхідним знаходження оптимального необхідного стану параметрів фінансової системи і, головне, її фінансового сектора. Для цього в якості області регулювання необхідним є розгляд повного економічного циклу, а не окремих його негативних фазах – кризи і падіння ділової активності;

– *контрциклічної спрямованості* – гнучкість фінансової системи повинна забезпечити згладжування динаміки ділового циклу, сприяти посиленню амортизуючої здатності економіки до впливу несприятливих шоків з мінімальною вартістю реакції шляхом подолання своїх дисфункцій – зниження деструктивного стрімкого зростання боргового навантаження у всіх секторах економіки, подолання проциклічності фіскальної політики та політики банківського регулювання;

– *врахування всіх елементів фінансової системи* – фінансових відносин, механізму, зв'язків і її структури. При цьому під *структурною гнучкістю* будемо розуміти здатність фінансової системи реалізовувати безліч варіантів стійких економічних

зв'язків, побудови, складу, взаєморозтошування, а також співвідношення між окремими елементами системи з метою придбання системою стійкого стану в трансформаційному періоді її розвитку за умови неперевищення параметрами витрат, ефективності та тривалості перехідного періоду своїх допустимих або актуальних значень;

– *діалектики взаємозв'язку прояву структурної та функціональної гнучкості;*

– *врахування організаційної гнучкості* – необхідність розв'язання суперечності між прагненням підтримки цілісності фінансової системи і зниженням ступеня її централізації шляхом надання більших свобод та ініціатив її структурним елементам, ставить задачу оптимізації співвідношення рівнів гнучкості фінансової системи в цілому і гнучкості окремих її сфер і елементів. Найбільшою мірою це питання є сьогодні актуальним для ЄС і США, де йде дискусія про ступінь необхідної централізації і координації функцій регулювання окремими сферами і секторами. В Україні така дискусія назріває з приводу розподілу повноважень із макропруденційного регулювання, що охоплює різні види фінансових інститутів фінансового сектору економіки;

– *врахування складності фінансових систем*, з приводу чого важлива підтримка гнучкості, як системоутворюючих елементів, так і найслабших елементів і ланок, маючи на увазі те, що зі зростанням складності систем звужується діапазон стійкості і зростає кількість можливих критичних станів. Для вітчизняного фінансового сектору на особливу увагу в цьому аспекті заслуговує питання розширення діяльності небанківських установ, що є безумовно перспективним напрямом фінансового розвитку країни, збільшуючи, разом із тим, складність регулювання та підтримання фінансової стійкості;

– *врахування особливостей національної фінансової моделі*, яка орієнтується переважно на банківське кредитування чи фондовий ринок.

В основу виокремлення сфер прояву гнучкості фінансової системи покладемо такі: публічні фінанси, фінанси суб'єктів господарювання, фінанси домогосподарств і фінансовий ринок. Отже, гнучкість фінансової системи буде залежати від гнучкості фінансового забезпечення надання суспільних благ споживачам, гнучкості забезпечення руху і трансформації фінансових ресурсів, гнучкості

надання фінансових послуг фінансовим сектором економіки, гнучкості фінансового забезпечення відтворення ВВП у секторі нефінансових корпорацій, а також гнучкості фінансового забезпечення відтворення трудового потенціалу на рівні домогосподарств (рис. 2.14).

Виходячи з того, що окремі сфери фінансової системи припускають використання кардинально різних механізмів функціонування, методів і інструментів реалізації фінансової діяльності, існує значна складність виокремлення загальних для всіх сфер підходів до забезпечення фінансової гнучкості.

В економічній літературі в якості основних інструментів, які збільшують гнучкість економічної діяльності, вказуються: резервування різних видів активів і елементів виробничих систем, включаючи структурну надлишковість, які дозволяють прискорити управлінську реакцію на виникаючий дефіцит ресурсів, і використання взаємозамін [180]. В якості чинників, що збільшують гнучкість економічної системи в цілому виокремлюють: відсутність інституціональних блокувальників; низькі трансакційні витрати; високий рівень економічної свободи суб'єктів господарювання; мобільність трудових ресурсів і гнучкість ринку праці; інтенсифікацію інформаційного і наукового обміну, здатність до інтеграції; гармонічну економічну архітектуру [28]. До факторів, що підвищують гнучкість управління в цілому, Мухін В. відносить: високий ступінь керованості процесу, достатній рівень інформативності, чутливості до впливу з боку суб'єкта управління, наявність різноманітних структур реалізації процесу [182].

На наш погляд способами забезпечення гнучкості фінансової системи можуть бути, з одного боку, такі, що спрямовані на формування сприятливих умов для її реалізації, з іншого боку, це будуть безпосередньо інструменти її формування:

- 1) спрямовані на розширення фінансового потенціалу:
  - формування (резервування) можливостей реалізації різних методів і інструментів мобілізації і розподілу фінансових ресурсів;
  - формування потенціалу збільшення ступеня використання одних методів реалізації фінансових відносин замість інших;
  - формування можливостей збільшення важелів впливу у фінансовому механізмі і можливостей корегування їхньої величини;

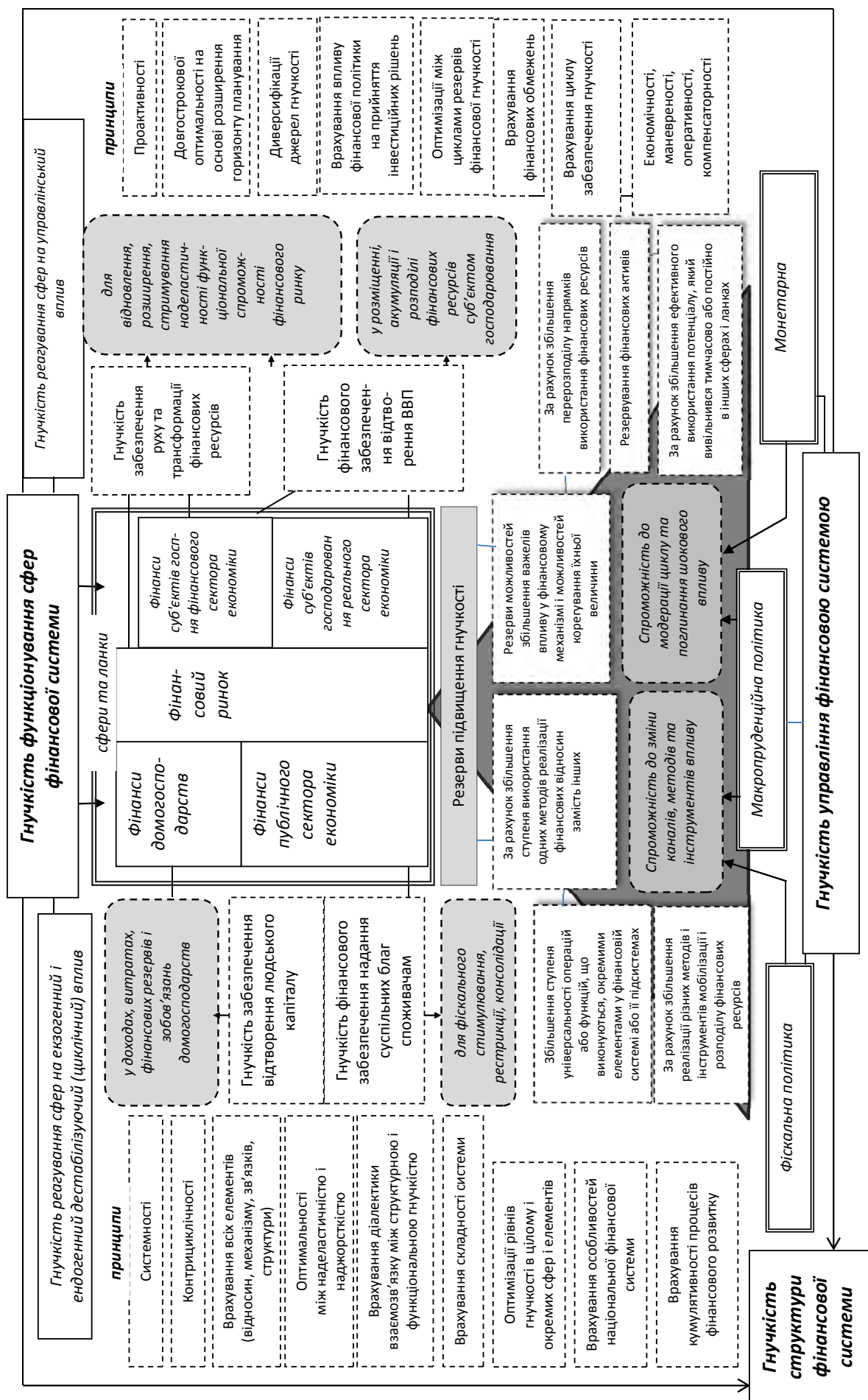


Рис. 2.14 Концептуальна модель забезпечення гнучкості фінансової системи

- 2) спрямовані на відновлення фінансового потенціалу:
- резервування фінансових активів;
  - формування можливостей зміни напрямків використання фінансових ресурсів;
  - збільшення ступеня універсальності операцій або функцій, що виконуються, окремими елементами у фінансовій системі або її підсистемах;
- 3) спрямовані на звуження фінансового потенціалу:
- формування (резервування) можливостей ефективного використання потенціалу, що тимчасово або постійно вивільнився, в інших сферах і ланках фінансової системи;
  - формування можливостей ефективного виходу або відмовлення від певних фінансових відносин або методу їхньої реалізації шляхом формування реального опціону або власне придбання фінансового опціону.

Більш докладно зупинимося на гнучкості фінансового забезпечення надання суспільних благ у частині гнучкості бюджетної системи або фіскальної гнучкості.

Гнучкість формування доходів в бюджетній системі – це здатність пристосовувати (розширювати або відновлювати) потенціал формування дохідної частини до потреб стійкого соціально-економічного розвитку, або знижувати втрати від його звуження в умовах обмеження за часом, вартості й ефективності такого пристосування. При цьому якщо розширення потенціалу доходів бюджету може здійснюватися за рахунок розширення бази оподаткування, збільшення податкових ставок, то його відновлення частіше асоціюється з експансивною (антициклічною) політикою держави, спрямованою на стимулювання ділової активності платників податків, розширення обсягу споживчого попиту на ринку за рахунок зниження податкового тягаря. Гнучка реакція економіки і населення до таких дій уряду визначається їхньою політичною популярністю через наявність підтримки таких дій суспільством.

Гнучкість формування доходів бюджетною системою в значній мірі визначається гнучкістю податкової підсистеми, як через традиційно високу частку податків в складі доходів, так і через вбудовану у податковий механізм здатність до автоматичного корегування ступеня обкладання суб'єктів податками, що відповідним чином стабілізує загальну економічну ситуацію. При цьому більш

гнучким вважається прогресивне оподаткування. Так, фахівці Організації з економічного співробітництва та розвитку відзначають однозначну залежність між ступенем автоматичного корегування механізму оподаткування в різних країнах і обсягом їх антикризового фінансового пакета: чим в більшій мері таким ефектом володіє та або інша держава, тим дешевше державі обходяться антикризові заходи [122]. Менш гнучкою, відповідно, є дискреційна фінансова політика, що вимагає законодавчих змін, а також припускає наявність тимчасового лага внаслідок необхідності усвідомлення потреби в реалізації коригувальних дій. За свідченням Скотта А. до останньої фінансово-економічної кризи, дискреційна фінансова політика використовувалася у світовій практиці рідше, ніж монетарна; частіше реалізовувалася довше необхідного періоду; виявлялася менш ефективною, ніж використання стимулів автоматичної стабілізації [383]. Ще більші проблеми викликає антициклічна дискреційна політика в країнах, які розвиваються, а також в перехідних економіках, яка всупереч поставленим цілям стає проциклічною.

Як свідчить аналіз, здійснений Організацією з економічного співробітництва та розвитку, найбільшою мірою гнучкість формування доходів бюджетів країн, які є членами цієї організації, була забезпечена за рахунок податків на доходи фізичних осіб (зміна в 2009 і в 2010 р. склала близько 0,4 % ВВП, отриманого у 2008 р.), прямих податків на доходи корпорацій (близько 0,1 %); непрямих податків (близько 0,05 %) [346]. Разом з тим, більш оперативним інструментом у частині впливу податкового стимулювання на споживчий попит вважаються непрямі податки, зниження ж оподаткування доходів впливає на зростання ділової активності нефінансового сектора економіки [306].

Гнучкість формування доходів бюджетною системою також залежить від можливостей подолання сформованих дисбалансів в основних структурних пропорціях дохідної частини бюджетів. При цьому до основних показників, що відбивають структурні пропорції формування доходів бюджетною системою, віднесемо:

– ступінь перерозподілу національного доходу через бюджетну систему (частка бюджетних доходів держави в національному доході);

– ступінь використання податкового методу у формуванні доходів бюджетною системою (частка податкових доходів держави в доходах бюджетної системи);



- ступінь бюджетної централізації (частка доходів Державного бюджету в загальних доходах бюджетної системи);
- ступінь використання прямого оподаткування при формуванні доходів бюджетною системою;
- співвідношення обсягів зобов'язань кожного рівня влади за витратами і дохідного потенціалу бюджету по вертикалі;
- співвідношення бюджетних витрат і їхнього дохідного покриття в рамках бюджетів одного рівня (по горизонталі);
- структура розподілу податкового тягаря в державі.

Слід зазначити, що вказані співвідношення є, як безпосередньо об'єктами прояву структурної гнучкості бюджетної системи, так і умовами, що сприяють або обмежують можливості ефективної адаптації, тобто виступають одночасно й умовою і причиною розвитку фінансової системи.

Особливим образом виявляється гнучкість видаткової частини бюджетів різних рівнів. На відміну від підприємств, де значна частина витрат припускає придбання матеріальних активів з можливістю перерозподілу вкладених коштів на основі їхньої реалізації, більша частка бюджетних витрат має безоплатний і безповоротний характер і не матеріалізується в активах. Цим забезпечується високий ступінь інерції планових рішень і, відповідно, низький рівень гнучкості витрат бюджетних коштів.

Гнучкість видаткової частини бюджетів зводиться, по-перше, до зміни структури витрат шляхом відновлення обсягів фінансування за одними напрямками за рахунок зниження за іншими. Її величина буде залежати від запасу можливого зниження фінансування до рівня, за яким буде збережена соціально-економічна безпека держави. З іншого боку, витрати бюджету можуть бути збільшені за рахунок збільшення дефіциту бюджету. При цьому, швидкість відновлення потенціалу фінансового забезпечення соціально-економічного розвитку, як відзначають Балдачі Е., Гупта С. [224], в значній мірі залежить від структури експансивної політики держави, у тому числі в сфері витрат. Так, зростання безпосереднього фінансування державою споживчих витрат на основі реалізації державних замовлень і соціального забезпечення більш ефективно у скороченні тривалості фінансової кризи в порівнянні з реалізацією державних інвестицій. Разом з тим, у середньостроковій перспективі капітальні вкладення,

реалізовані за рахунок коштів держави, справляють більш значний вплив на зростання ВВП.

Структура бюджетних витрат із реалізації антициклічної політики в країнах Великої двадцятки в період фінансової кризи мала наступні особливості:

– більш ніж половина зазначених країн збільшили витрати із фінансування інфраструктури (середня величина зростання даних витрат від ВВП склала 0,7 %);

– значна кількість країн реалізували план із захисту найбільш незахищених прошарків населення, включаючи збільшення виплат за допомогою безробітним (Росія, Великобританія, США), соціальної допомоги бідним (Корея), дітям (Австралія і Німеччина) і пенсіонерам (Австрія, Канада) – зростання даних витрат від ВВП склало 0,34 %;

– третя, менш чисельна група країн, здійснила підтримку малого і середнього бізнесу (Корея), стратегічних галузей, таким як будівельна галузь (Німеччина), сільське господарство (Росія) – збільшення даних витрат від ВВП склало 0,04 %;

– найменш чисельна група країн збільшила державні вкладення в проекти з відстроченими соціально-економічними ефектами, такими як поліпшення якості світи й охорони здоров'я (Австралія і Китай), реалізацію природоохоронних проектів (Китаю, Німеччина і Великобританія) – середнє зростання даних витрат від ВВП склало 0,36 %.

До основних показників, що відбивають структурні пропорції формування витрат бюджетною системою віднесемо: частку соціально-спрямованих статей витрат у загальній сумі витрат; частку поточних витрат; частку захищених витрат у загальній їхній величині; частку витрат розвитку (капітальних витрат) у загальній сумі; ступінь централізації витрат у Державному бюджеті; частку витрат на реалізацію інвестиційних проектів і бюджетне кредитування в загальних витратах. Як і в частині структури доходів Державного бюджету, зазначені співвідношення є умовами, що сприяють або, навпаки, обмежують гнучкість бюджетної політики в області витрат.

Необхідно відзначити, що світова фінансова криза викликала значний інтерес світової наукової аудиторії і громадськості до питання про так званий запас маневру в реалізації фіскальної політики урядами як розвинутих, так і держав, що розвиваються, і

перехідних економік. Дана якість одержала назву «фіскального простору» (*fiscal space*). По-суті воно є аналогом розповсюдженого розуміння «фінансової гнучкості» на рівні корпорацій, що ототожнюється з процесом доведення величини боргу до керованого рівня, а також поліпшення його структури за валютою і суб'єктами кредитування [306]. Інші автори ототожнюють дане поняття зі здатністю фінансування бюджетного дефіциту за умови відсутності виникнення негативних ефектів у вигляді зниження ділової активності приватного сектора економіки, різкого збільшення вартості фінансування і фіскальної стійкості [368]. До різниці між поточним рівнем державного боргу і його граничною величиною зводить поняття «фіскального простору» Гострі Дж. [14]. Разом з тим, таке вузьке розуміння фінансової гнучкості не дозволяє пояснити настільки руйнівний вплив фінансової кризи і стрімке зростання державного боргу і бюджетного дефіциту в таких країнах як Ірландія й Іспанія: відношення державного боргу до ВВП у 2007 р. в Ірландії складало 25 %, у 2010 р. – 99,4 %; в Іспанії – відповідно 36,1 % і 63,5 %; відношення дефіциту державного бюджету до ВВП в Ірландії в аналогічних періодах склало 0,1 % і – 31,9 %; в Іспанії відповідно 1,9 % і -9,3 % [15].

Існує і більш широка точка зору на розуміння терміну «фіскального простору», відповідно до якої воно являє собою простір маневру в бюджеті держави, що дозволяє зрівноважити пропозицію бюджетних ресурсів з потребами без значного зростання ризику порушення стійкості його фінансового стану або стабільності економіки [300]. Індикатор запасу можливого маневру державного бюджету включає наступні показники: відношення державного боргу до ВВП; очікувані зобов'язання фінансовому сектору; очікуване падіння доходів у середньостроковій перспективі; баланс поточного рахунка як індикатор зовнішніх дисбалансів; частка недискреційних витрат (витрат, щодо яких неможливе зниження їхньої величини); вихідний рівень відсоткових ставок.

До початку фінансової кризи найбільшим запасом маневру в реалізації фінансової політики володіли такі країни як Канада, Китай, Франція, Німеччина, Великобританія і США. На відміну від них, Італія й Індія мали високий рівень реальних відсоткових ставок, а разом з Японією їх характеризував високий рівень державного боргу відносно ВВП (від 76 % для Індії до більш 200 % для Японії). Як не без підстави затверджують фахівці Світового

банку, на величину можливого маневру впливає також необхідність державної підтримки фінансового сектора шляхом розширення капіталізації банків, придбання проблемних банківських активів, кредитна підтримка центрального банку [17]. Така підтримка у Великобританії склала 20 %, у Канаді – 9 %, США – 6 % ВВП, що значним чином вплинуло на звуження можливого фіскального маневру в період фінансової кризи.

Незважаючи на різні підходи фахівців до оцінки можливої величини фіскального маневру, вчені наполягають на необхідності формування такого запасу стійкості в період стабілізації економічної ситуації шляхом жорсткості умов реалізації фіскальної політики на основі наступних принципів [318]:

- програми бюджетного стимулювання не повинні здійснювати постійний тиск на дефіцит державного бюджету, тобто повинні мати строго обмежений період реалізації;

- середньострокові програми стимулювання економіки за рахунок коштів бюджету повинні містити зобов'язання уряду по скороченню даних заходів відразу після поліпшення економічної ситуації;

- для підтримки економічного зростання в середньостроковій перспективі необхідна реалізація структурних реформ в економіці;

- у країнах зі складною демографічною ситуацією є обов'язковою реалізація пенсійної реформи і реформи в охороні здоров'я.

Отже, фіскальна гнучкість повинна проявляється не тільки по відношенню до розширення потенціалу дохідної і видаткової частини бюджету держави, але і стосовно його звуження.

Гнучкість у зниженні показників дефіциту державного бюджету і державного боргу відповідно до задекларованої фіскальної політики уряду, як розвинутих, так і країн, що розвиваються, буде забезпечуватися переважно на основі скорочення державних витрат. Вважається, що така політика є менш руйнівної щодо її впливу на темпи економічного зростання, ніж політика збільшення доходів бюджету [19]. Разом з тим, окремі автори вказують на те, що зниження таких витрат понад визначений поріг різко зменшують імовірність успіху проведеного корегування [306]. У структурі витрат таких країн як Канада, Греція, Ірландія, Італія, Португалія, Іспанія і Великобританія планується знизити частку оплати праці за рахунок зниження

величини державного сектора економіки, обсягів соціальних трансфертів населенню на користь державних інвестицій. Саме в цих країнах такі види витрат зазвичай займали значну частку бюджетного фінансування, перевищуючи 15 % ВВП. Підлягають скороченню витрати на оборону в таких країнах як США, Німеччина і Великобританія. Найбільшу гнучкість у політиці витрат держави повинні забезпечити ті країни, де передбачається найбільша потреба в зниженні співвідношення таких витрат до ВВП. До таких країн у групі високорозвинених країн відносяться: Великобританія, де абсолютне зниження коефіцієнта державних витрат до ВВП повинно скласти 6,6 % до 2015 р. у порівнянні з 2009 р., Данія – 5,8 %, Канада – 4,3 %; Франція – 3,7 %; Італія – 3,3 %; Португалія – 2 %; США – 1,9 %. До країн, що мають значну потребу в збільшенні гнучкості політики витрат коштів державних бюджетів відносяться також: Румунія, де абсолютне зниження коефіцієнта державних витрат до ВВП повинно скласти –7,1 %, Латвія – 6,8 %, Литва – 5,6 %; Естонія – 5,2 %, Україна – 4,4 % і Росія – 2,9 %.

Не менш значущою є гнучкість, яка формується на мікрорівні фінансової системи, опосередкованої станом фінансів і прийняттям фінансових рішень самими суб'єктами господарювання. При цьому на важливості фінансової гнучкості підкреслюється, як для компаній реального сектора економіки [288, 198], так і для фінансових інститутів [354], а також домашніх господарств [85]. В цілому, вона являє собою здатність суб'єктів господарювання своєчасно розширювати, звужувати або відновлювати свій фінансовий потенціал відповідно до умов, що змінюються функціонування з мінімальним зростанням вартості використовуваних фінансових ресурсів або втратою вартості активів при їх зверненні в ліквідну форму. До особливостей її формування, виходячи з емпіричних досліджень, слід віднести наступні:

- 1) залежить від ступеня фінансових обмежень, що утворюються в результаті недосконалості ринку капіталу – агентських конфліктів, інформаційної асиметрії, трансакційних витрат. І, отже, визначається не тільки ступенем її стимулювання з боку монетарної політики, але і рівнем розвитку фінансової системи, які формувались інституційними обмеженнями та особливостями національної економіки;

- 2) відчуває істотний вплив ділового циклу економіки, через що найбільшу цінність фінансова гнучкість отримує в період кризи і рецесії;

3) джерелом фінансової гнучкості, що найбільше використовується у практиці, є резерв боргової здатності у вигляді підтримання левериджу на субоптимальному рівні;

4) найбільшою мірою фінансово обмеженими і, відповідно, найменш гнучкими, є малі підприємства, підприємства, що мають значні перспективи розвитку і, відповідно, розрив між їх ринковою та балансовою вартістю,

5) істотний вплив на фінансову гнучкість надає ступінь концентрації власності на рівні окремого суб'єкта господарювання з огляду на формування у них особливих агентських проблем між великими акціонерами і іншими стейкхолдерами. Такі суб'єкти господарювання відчувають більший рівень фінансових обмежень при випуску акцій і, отже, мають велику вартість капіталу, що залучається;

б) в умовах економічної рецесії відновлення фінансової гнучкості, яке визначається процесом делевериджу є вкрай тривалим і дорогим.

Дані факти свідчать про достатню актуальність питання визначення принципів управління фінансової гнучкості на мікрорівні, до яких вважаємо за доцільне віднести такі:

– *проактивності* – формування фінансової гнучкості як своєрідного реального опціону тягне за собою виникнення явних і неявних витрат, передбачає виникнення певного часового лагу на приведення структури капіталу або активів до такого, яке дозволить амортизувати несприятливі шоківі впливу або, навпаки, дасть можливість відреагувати на нові інвестиційні альтернативи;

– *довгострокової оптимальності* – передбачає розширення горизонту планування, який враховує періоди тривалої втрати ринками ліквідності, що провокують тривалі фінансові обмеження для компаній;

– *диверсифікації джерел гнучкості* – як показує аналіз, для формування повноцінної фінансової гнучкості використання інструментів управління тільки на основі субоптимізації величини фінансового левериджу мало. У самій борговій структурі доцільно виокремлення її постійної частини і трансакційної – гнучко змінюється в процесі налаштування структури відповідно до обставин. І, якщо, великі компанії можуть використовувати в якості трансакційного боргу облігаційні позики, то середні і малі компанії – кредитні лінії;

– врахування впливу фінансової політики на прийняття інвестиційних рішень в частині введення критерію ліквідності при придбанні основних фондів і, відповідно, опціону на використання в якості застави, який міститься в них. Наявність опціонів в інвестиційній діяльності в значній мірі знижує необхідність підтримки фінансової гнучкості;

– оптимізації між циклами формування внутрішніх і зовнішніх резервів фінансової гнучкості – орієнтованості на контрциклічність позикового фінансування і проциклічність власного – для більших компаній, формування внутрішніх резервів для невеликих за розмірами фірм. При цьому на рівні суб'єктів фінансового сектора ініціатива безпосереднього обмеження величини левериджу вже підтримана в рекомендаціях Базельського комітету, яким запроваджено також контрциклічні вимоги до нормативу капіталу;

Таким чином, дослідження окремих елементів гнучкості фінансової системи дозволяють зробити такі висновки:

– під час трансформації економіки в цілому і фінансової системи країни зокрема, найважливішим фактором ефективних перетворень є структурна гнучкість фінансової системи, що містить у собі гнучкість її організації і структурно-пропорційну гнучкість як відображення здатності подолання диспропорцій, що сформувалися. І та й інша в значній мірі визначається інституціональними рамками з позиції формальної регламентації правил її побудови і функціонування;

– виокремлення типів гнучкості фінансової системи стосовно необхідної зміни її потенціалу (гнучкості до розширення, відновлення і звуження потенціалу) відбиває необхідність адаптації всієї системи й окремих її сфер і елементів до різних стадій економічного циклу (підйому, рецесії або спаду, депресії, буму ділової активності), а також зміні параметрів фінансового ринку – величини процентних ставок, валютних курсів, ліквідності. Постійність впливу даних факторів на функціонування фінансової системи визначає необхідність не епізодичного, а постійного регулювання ступеня її маневреності;

– забезпечення гнучкості має свої особливості в кожній із сфер фінансової системи. Здебільшого способи підвищення гнучкості фінансової системи можна розділити на такі, що спрямовані на формування умов, що сприяють її реалізації

(кредитоспроможність, вихідний рівень боргового навантаження, процентних ставок і т.п.), з іншого боку, це будуть безпосередньо інструменти її формування і реалізації, що дозволяють, по-перше, заощаджувати час і кошти на реакцію за рахунок різного роду резервів, формування реальних або придбання фінансових опціонів, по-друге, урізноманітнювати саму реакцію на вплив збурення з боку зовнішнього і внутрішнього середовища;

– в значній мірі знизити величину втрат у майбутньому від впливу фінансової кризи дозволило б рішення питання оптимальної диверсифікованості втрат між всіма інституціональними секторами економіки, що може бути здійснено тільки на основі визначення зон гнучкості фінансової системи з урахуванням функцій кожної з її сфер і їхньої ролі в забезпеченні загальної соціально-економічної стійкості країни.



## РОЗДІЛ 3. ОЦІНКА ІСНУЮЧОГО РІВНЯ ГНУЧКОСТІ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ УКРАЇНИ

### 3.1 Оцінювання фіскальної гнучкості в умовах циклічного розвитку економіки

В умовах циклічного розвитку економіки виникає необхідність оцінки можливостей фіскального реагування в сфері публічних фінансів, метою якого є зниження негативних проявів циклічності, згладжування динаміки ділового циклу за умовою підтримки фіскальної стійкості в країні.

Зараз існують різні підходи до оцінки, що в тій чи іншій мірі торкаються предмету дослідження, однак в повній мірі не охоплюють суть питання. Безпосередньо оцінці можливостей фіскальної політики присвячено методику, запропоновану аналітиками журналу *Economist* [413]. Потенціал фіскального регулювання оцінюється в рамках визначення ступеня «легкості» (*wiggle-room*) реалізації фіскальної і монетарної політики за допомогою індексу фіскальної гнучкості, розрахованого кумулятивно на основі всього двох показників – показника боргу держави по відношенню до ВВП та структурного (скоригованого на циклічність) дефіциту бюджету. Монетарна компонента, в свою чергу, розраховується на основі показників інфляції, ступеня надмірності зростання кредитування економіці, реальної відсоткової ставки, зміни валютного курсу, сальдо поточного рахунку платіжного балансу. Серед її переваг слід відмітити її простоту та врахування, як фіскальної, так і монетарної складових, серед недоліків – не врахування фактору зміни циклу та інших значимих факторів потенціалу фіскального регулювання.

Безпосередньо оцінці фіскального простору із позиції визначення можливого нарощування боргового навантаження без порушення фіскальної стійкості присвячено методику агентства *Moody's* [434]. Фіскальний простір при цьому визначається як різниця між граничною та фактичною величиною боргу із врахуванням наявного досвіду фіскальної політики конкретно в кожній країні із врегулювання свого боргового навантаження. А саме, передбачається, що існує деякий ліміт, перевищення якого за умовою реалізації усіх можливих фіскальних зусиль влади

характерних для минулого, є ознакою суттєвого порушення фіскальної стійкості та потребує суттєвої довгострокової корегування у майбутньому. Гранична величина боргу знаходиться як точка перетину двох функцій – функції реакції первісного балансу державного бюджету на те чи інше значення боргового навантаження, та функції диференціалу між вартістю боргу та ставкою зростання ВВП в залежності від боргового навантаження. При цьому перша функція є регресією, яка визначає залежність необхідного корегування первинного балансу державного бюджету (без витрат на обслуговування боргу) не тільки від боргу, але й, що важливо, від інших факторів – гепу ВВП, гепу витрат держави, відкритості країни, інфляції, цін на нафту, майбутнього зростання витрат, цін на біржові товари, політичної стабільності, фіскальних правил, наявності узгодженості із МВФ. Важливою основою побудови регресії є виконання передумови про дисциплінованість та послідовність у реалізації фіскальної політики державою – відповіддю на збільшення боргу є корегування балансу бюджету у бік зменшення дефіциту балансу. Серед уразливих сторін використання цієї методики для України є необхідність тривалої історичної вибірки – автори методики досліджують період близько 40 років, на який приходить значна кількість прецедентів із підвищеною величиною боргу та корегування бюджетного сальдо в рамках кожної із досліджуваних країн.

Відрізняється від попередніх методика оцінки фіскального простору, запропонована спеціалістами Європейської комісії та відповідними дослідженнями Хеммінга П. [297, 376]. Індекс фіскального простору згідно цієї розробки визначається шляхом агрегування п'яти індикаторів: загального боргу держави, величини умовних зобов'язань у фінансовому секторі, середньострокового падіння податкових доходів держави, величини не дискреційних витрат держави (переважно, пенсійного забезпечення) та величини сальдо поточного рахунку платіжного балансу.

Заслуговує на увагу також методика визначення *індексу фіскального стресу* (ризик фіскальної стійкості), запропонована Балдачі Е., Петровою І. та ін., яка виявляє наскільки поточна та майбутня фіскальна політика відповідає вимогам платоспроможності та ліквідності держави [157]. За основу взято кумулятивну функцію, параметри якої розділено на три групи: головні фіскальні компоненти (структурний первісний баланс бюджету, боргове

навантаження та диференціал відсотка та зростання ВВП), показники довгострокового тренду (зростання витрат держави у майбутньому) та структурні характеристики боргового навантаження. Авторами на основі проведення аналізу розвинутих країн та тих, що швидко розвиваються, розраховано коефіцієнти вагомості кожної із групи у формуванні фіскальної стійкості: для обох груп країн найбільш впливовими є показники ліквідності та доступу до фінансування (структурні характеристики боргового навантаження), далі для розвинутих країн – головні компоненти, для другої групи – довгострокового тренду. Серед окремих факторів, що мають суттєву перевагу для країн, що розвиваються, відносно розвинутих, слід відзначити показник боргового навантаження, частку короткострокового боргу у зобов'язаннях, середньозважений строк боргу, збільшення пенсійних виплат у перспективі. Серед переваг підходу – обмежена кількість параметрів моделі (їх 14), обґрунтовані на великій вибірці країн вагові коефіцієнти.

Менша кількість показників без їх агрегування застосовується аналітиками департаменту фіскального моніторингу МВФ під час оцінювання *фіскальної волатильності* (невизначеності): відношення боргу до ВВП, структурний баланс, диференціал, поточна та майбутня потреби у фінансуванні. Серед переваг – чітко визначені межі кожного з них, а також визначення тенденції зміни та її вірогідності відносно таких факторів як зростання ВВП, рівень відсотка та умовні зобов'язання (вірогідність кризи банківської системи) [259].

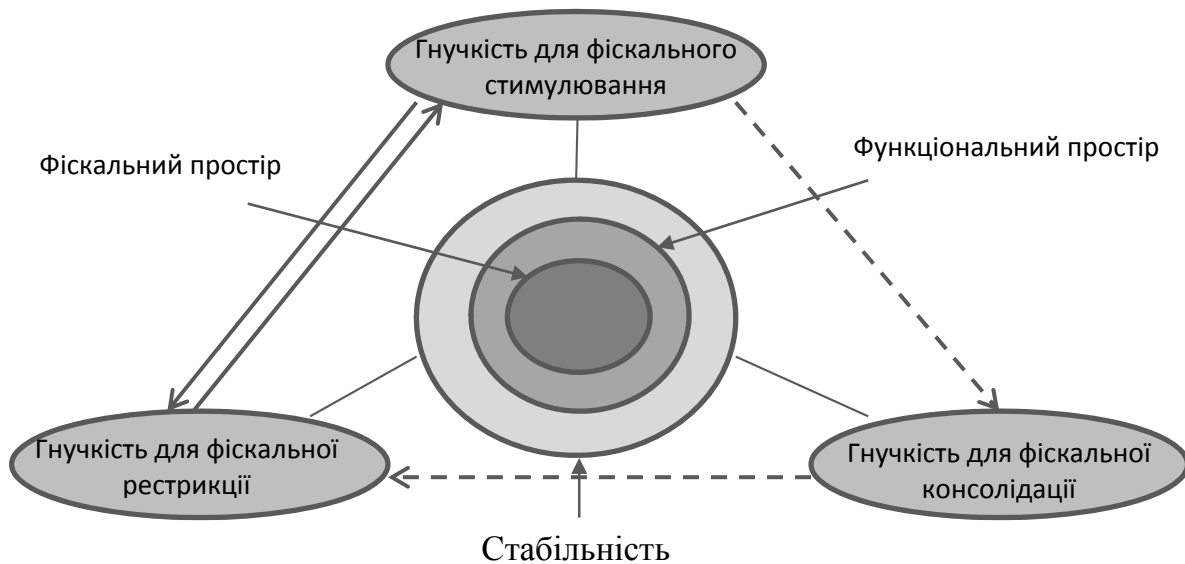
Отже, незважаючи на отримані результати у дослідженні питання оцінювання фіскальної та боргової стійкості, залишається актуальним вирішення проблем оцінки потенціалу фіскальної політики, реагування публічних фінансів на зміну економічної ситуації, як із позиції врахування стадій ділового циклу, так і з позиції особливостей фіскального маневру у країнах із економікою, що розвивається.

В основу оцінювання фіскальної гнучкості покладемо наступні передумови:

– врахування величини «фіскального простору», який визначається основними параметрами фіскальної стійкості держави – величиною державного боргу і дефіциту бюджету, що впливають на можливу тривалість та вартість фіскального регулювання;

– врахування факторів ефективності фіскальної політики – тих, що визначають ступінь реакції об’єктів фіскального регулювання (функціональний простір);

– врахування факторів невизначеності, що визначають стабільність збереження відповідного рівня фіскального простору (рис. 3.1).



**Рис. 3.1** Складові оцінки фіскальної гнучкості

Для оцінювання кожного із видів гнучкості застосуємо кумулятивну функцію:

$$\begin{aligned}
 FF_S &= w_{S1}FS_S + w_{S2}FP_S + w_{S3}FC_S, \\
 FF_R &= w_{R1}FS_R + w_{R2}FP_R + w_{R3}FC_R, \\
 FF_C &= w_{C1}FS_C + w_{C2}FP_C + w_{C3}FC_C,
 \end{aligned}$$

де  $FS_S, FS_R, FS_C$  – рівень фіскального простору відповідно для стимулюючої, рестрикційної та консолідаційної політики;

$FP_S, FP_R, FP_C$  – рівень функціонального простору відповідно для стимулюючої, рестрикційної та консолідаційної політики;

$FC_S, FC_R, FC_C$  – рівень стабільності наявного фіскального простору відповідно для стимулюючої, рестрикційної та консолідаційної політики;

$w$  – вагові коефіцієнти.

Кожна компонента є синтетичним показником, агрегування якого здійснюється на основі середньозваженої відповідно до встановленої ієрархії пріоритетів, коли показники ранжуються за

принципом зменшення ступеня їх значимості. При цьому інструментом визначення ваги ( $\omega_1$ ) виступає формула Фішберна:

$$\omega_1 = 2(n - i + 1) / [n(n + 1)], \quad \sum_{i=1}^n \omega_i = 1$$

де  $\omega_1$  – вага  $i$ -го показника,

$i$  – порядковий номер показника відповідно до встановленого пріоритету;

$n$  – кількість показників.

Різна розмірність показників призводить до необхідності їх нормалізації на основі наступних формул:

– для показників, зростання яких за своєю економічною сутністю відбиває позитивну тенденцію (зростання гнучкості):

$$F_i = \frac{F_i - F_{\min i}}{F_{\max i} - F_{\min i}},$$

де  $F_i$  – нормалізовані значення окремого показника;

$F$  – фактичне значення окремого індикатора;

$F_{\min i}$  – мінімальне значення на відповідному інтервалі для показника  $i$ ;

$F_{\max i}$  – максимальне значення на відповідному інтервалі для показника  $i$ .

Для показників, зростання яких за своєю економічною сутністю відбиває негативну тенденцію (зниження гнучкості):

$$F_i = \frac{F_i - F_{\max i}}{F_{\min i} - F_{\max i}}.$$

Значення показників ранжується як «низьке», «середнє» та «високе». Аналогічним чином ранжується і рівень трьох видів фіскальної гнучкості із позиції потенціалу реалізації тієї чи іншої фіскальної політики. Для цього під час їх нормування в якості границь інтервалу  $[F_{\min i}; F_{\max i}]$  беруться значення показників середнього рівня. Відповідно, нормоване значення  $F_i > 1$  буде відповідати високому рівню гнучкості, значення в інтервалі  $0 > F_i > 1$  – середньому рівню,  $F_i < 0$  – низькому.

Оцінка гнучкості для фіскальної експансії передбачає визначення ступеня спроможності у формуванні державою фіскального і функціонального простору, який дозволяє знизити податкове навантаження на економіку, розширити державні

витрати з мінімальним зростанням вартості фінансових ресурсів, зменшенням ступеня фінансової стійкості, зростанням інфляції.

В якості показників головної компоненти, що визначає величину фіскального простору, є показник боргу держави та дефіциту (профіциту) держбюджету. Саме ці показники є основними в оцінці фіскальної та боргової стійкості, яка, в свою чергу, є необхідною умовою збереження фіскального простору або запасу маневру для реалізації експансивної фіскальної політики. Фундаментальна взаємозалежність величини боргу та сальдо державного бюджету роблять концепції фіскального та боргової стійкості суттєво пов'язаними одна із іншою, на посилення уваги до чого наполягають останнім часом експерти МВФ та вчені [213]. Так, позиція держави по борговим зобов'язанням визнається як стійка якщо первинного профіциту балансу держави у визначеному майбутньому буде достатньо для повернення величини боргу до вихідної або помірної величини та така фіскальна політика є досяжною із економічної та політичної точок зору [374]. Для більшого рівня боргу необхідне більший рівень майбутнього позитивного сальдо бюджетного балансу або відповідне корегування, що може призвести, як до фіскальної, так і до боргової нестійкості.

Виходячи із можливостей фіскального корегування вченими виокремлено два види граничного рівня боргу: той, що визначає безпечний рівень – у перспективі, фіскальних можливостей достатньо для його відновлення; той, перевищення якого загрожує дефолтом країни та борговою кризою. Саме позитивне відхилення між останнім та фактичним рівнем, на думку вчених, є масштабом можливого маневру або фіскальним простором бюджетної політики. За результатами останніх досліджень гранична величина довгострокового безпечного рівня боргу для розвинутих країн складає 50–75 % ВВП, для країн, що швидко розвиваються – 25 % [368]. І, навпаки, граничний рівень боргової стійкості для розвинутих країн – 80–192 %, для країн, що швидко розвиваються – 35–75 %. Разом із тим, застосуємо більш уніфікований підхід МВФ до величини граничного рівня боргу для країн, що розвиваються, який дорівнює на кінець 2013 р. 42,8 % від ВВП (табл. 3.1). За цим показником Україна до 2013 р. мала цілком задовільні, але стрімко зростаючі значення боргового навантаження, яке з 2007 р. виросло більше ніж у 3,2 рази (рис. 3.2).

Таблиця 3.1

## Порогові рівні показників фінансової стійкості відповідно до різних підходів

Показники	Методика визначення індексу фінансового стресу [157]	Методика оцінки фінансової волатильності МВФ [259]	Методика розрахунку рівня економічної безпеки Міністерства України [61]	Методика оцінки боргової стійкості МВФ (2010 р.)	Методика оцінки боргової стійкості МВФ (2013 р.) [395]
	2	3	4	5	6
Показник боргового навантаження (борг/ВВП), %	$v > 72,2$ ( $v > 42,8$ )*	$v^* > 72,2$ ; $c^* > 59,6$ ; $n^* < 59,6$ ( $v > 42,8$ ; $c > 29,4$ ; $n < 29,4$ )	$> 55$	–	$v > 70$ ( $v > 60$ )
Показник структурного сальдо державного бюджету по відношенню до потенціального ВВП, %	$v < -4,2$ ( $v < -0,5$ )	$v < -4,2$ ; $c < -1,8$ ; $n > -1,8$ ( $v < -0,5$ ; $c < 1,3$ ; $n > 1,3$ )	Відношення зовнішнього боргу до ВВП, % $> 25$	$v > 60,35$ ( $v > 17,28$ )	$v > 60$ ; $c > 20$ ; $n < 20$ ( $v > 45$ ; $c > 30$ ; $n < 30$ )
Диференціал між відсотковою ставкою та ростом ВВП	$v > 3,6$ ( $v > 1,1$ )	$v > 3,6$ ; $c < 3,6$ ; $n < 0,3$ ( $v > 1,1$ ; $c < 1,1$ ; $n < -4,4$ )	Відношення зовнішнього боргу на одну особу, дол. США $> 200$	–	–
Поточна потреба у фінансуванні по відношенню до ВВП, %	$v > 17,2$ ( $v > 20,6$ )	$v > 17,2$ ; $c > 12,9$ ; $n < 12,9$ ( $v > 20,6$ ; $c > 16,3$ ; $n < 16,3$ )	Відношення зовнішнього боргу до річного експорту, % $> 70$	$v > 300$ ( $v > 100$ )	–
Необхідний розмір корегування сальдо державного бюджету/ВВП, %	–	$v > 6,75$ ; $c > 5$ ; $n < 5$ протягом 7 років	Відношення витрат на обслуговування зовнішнього боргу до річного експорту, % $> 12$	$v > 35$ ( $v > 15$ )	–
Довгострокова потреба у фінансуванні по відношенню до ВВП, %	$v > 10,7$ ( $v > 6,7$ )	$v > 3$ ; $c > 0,6$ ; $n < 0,6$ ( $v > 2$ ; $c > 0,3$ ; $n < 0,3$ )	Відношення платежів з обслуговування внутрішнього боргу до доходу держбюджету, % $> 25$	–	Поточні зовнішні зобов'язання, % до ВВП $v > 25$ ; $c > 17$ ; $n < 17$ ( $v > 15$ ; $c > 5$ ; $n < 5$ )

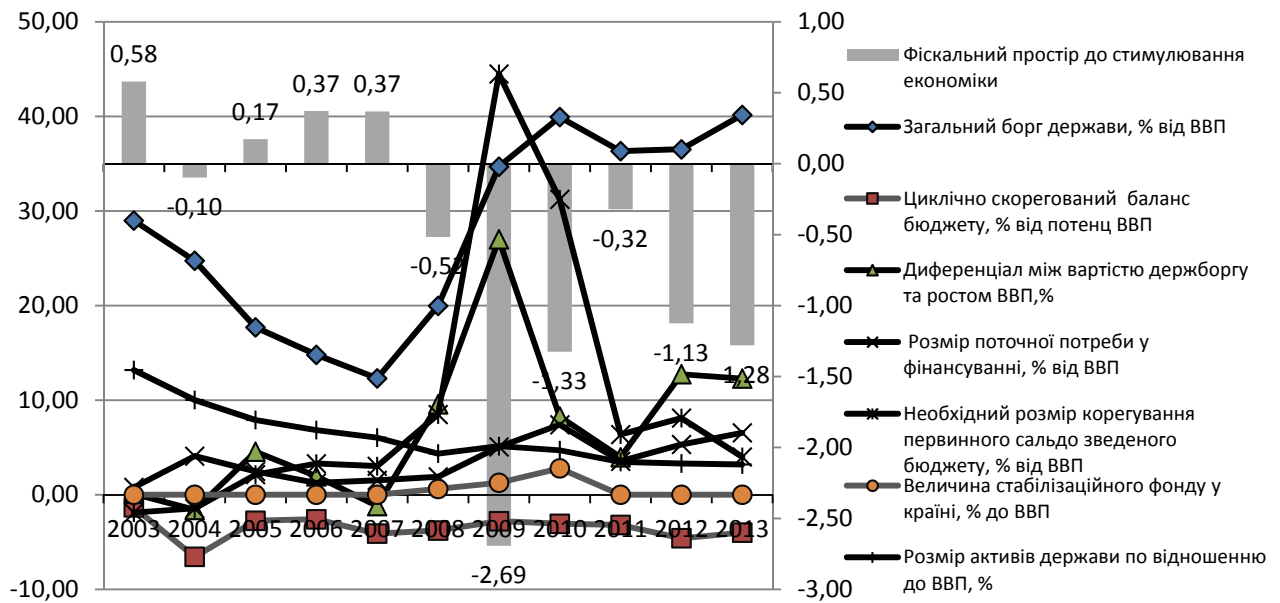
Продовження табл. 3.1

1	3	4		5	6
		Відношення платежів з обслуговування зовнішнього боргу до доходу держбюджету, %	> 20		
Ризик зменшення індексу зростання реального ВВП, %	–	Вплив оціненого відхилення прогнозу ВВП на зростання боргового навантаження: в > 0,5; с > 0,2; н < 0,2	> 20	в > 40 (в > 20)	в > 1,5; с > 1; н < 1 (в > 1; с > 0,5; н < 0,5)
Ризик витрат фінансування, % ВВП	–	в > 0,065; с > 0,024; н < 0,024	Відношення боргу держави за цінними паперами до ВВП, % > 30	–	в > 600; с > 400; н < 400 (в > 600; с > 200; н < 200)
Ризик умовних зобов'язань, % від ВВП	–	Витрати на покриття збитків від банківської кризи: в > 1; с > 0,5; н < 0,5	Відношення внутрішнього боргу до ВВП, % > 30	–	

в\* – високий рівень небезпеки; с\* – середній рівень небезпеки; н\* – низький рівень небезпеки

\* – у дужках визначено рівень для країн із економікою, що розвивається





**Рис. 3.2. Динаміка вихідних показників фіскального простору стимулюючої політики в Україні та його рівень (розраховано автором на основі [75, 76, 77])**

Як показник державного боргу, так і сальдо балансу державного бюджету є параметрами бюджетних обмежень, формалізованими Бланчардом О. та ін., на основі визначення таких умов стійкості державного боргу: боргове навантаження повинно повертатися до висхідного рівня; теперішня вартість первинного дефіциту бюджету до ВВП повинно дорівнювати від'ємному поточному рівню державного боргу до ВВП [178].

Імпліцитними крім вказаних основних показників є також рівень відсотка (вартості державних зобов'язань), темп зростання ВВП, та зміна курсу іноземної валюти. Їх роль у визначенні розміру боргу є суттєвою, що робить ці показники обов'язковими в оцінці фіскального простору. За визначенням МВФ рівень диференціалу між вартістю боргів держави та темпом зростання ВВП має бути не більше 1,1 %, для розвинутих країн – у три рази більше. Україна за цим показником характеризується вкрай негативно – найбільший позитивний розрив спостерігався за новими позиками держави у 2009 р. – 27 %, 2012 р. – 12,74 %, 2013 р. – 12,29 %.

Треба зазначити, що застосування, як одночасно показників боргового навантаження держави та сальдо балансу державного бюджету, так і, тим більше, одного з них не є достатнім для оцінки фіскального простору. Так, серед ініціатив експертної оцінки, що проводиться міжнародними фінансовими інститутами, є необхідність

широкого застосування показників, що враховують специфічні характеристики фінансового стану країн та її боргового менеджменту. Визнаючи, що боргові проблеми можуть виникнути і при незначному рівні боргового навантаження, для країн, що швидко розвиваються, пропонується більше уваги під час аналізу приділяти ризикам, що виникають в разі необхідності суттєвого фіскального корегування (наявності значного фіскального гепу), невизначеності зростання економіки, значних спредів за державними боргами, високих зовнішніх державних зобов'язань, значної частки боргу перед нерезидентами та номінованого в іноземній валюті, а також в разі швидкого зростання короткострокового боргу [395]. Погоджуючись із суттєвістю врахування вказаних характеристик боргового навантаження, але відзначаючи їх додаткову роль, зазначені показники (крім першого) віднесемо до компоненти, що визначає стабільність збереження наявної позиції фіскального простору.

На противагу накопиченій величині боргу, показник бюджетного дефіциту є визначенням стану фінансів держави за рік, що відповідно впливає на його репрезентативність. Так, аналізуючи вибірку з 87 країн, Котарелі К. та Магхадам Р. визначили, що 40 % країн мали профіцит, що перевищував 5 % хоча б один рік, але тільки у 20 % такий профіцит спостерігався 5 років і більше [213]. Виходячи з цього, доцільним є врахування середнього значення сальдо балансу державного бюджету за останні 5 років.

Ще одним із показників, що має спроможність віддзеркалювати ступінь фіскального простору є показник розриву фіскальної стійкості, який визначає величину необхідного корегування структурного поточного балансу в довгостроковій або середньостроковій перспективах та застосовується Світовим банком і Європейською комісією в оцінці ризикованості фіскального стану. Його особливістю є врахування прогнозованих показників зростання ВВП, вартості фінансування, дефіциту бюджету та збільшення потреб на пенсійне забезпечення та охорону здоров'я до визначеної дати (зазвичай, на 10–20 років). В якості необхідного орієнтиру величини боргу, до якого повинно здійснити корегування, використовується: для розвинутих країн – 60 %, інших – 40 %. Треба зазначити, що показник необхідного корегування структурного поточного балансу на відміну від зазначених вище не має визначеного граничного рівня, але за індексом складності фіскального корегування, який розрахували спеціалісти МВФ, рівень високої складності на виборці країн ОЕСР за двадця-

тирічний період дослідження (спостерігається вже для величини 6,75 % необхідного структурного профіциту балансу [401]. Середній рівень фіскального гепу для найбільших 20-ти розвинутих країн, який вони повинні подолати для стабілізації рівня боргового навантаження на економіку за сім років (без урахування довгострокових потреб у збільшенні витрат на охорону здоров'я та пенсії) до 2020 р. склав 5,5 %, для великої двадцятки країн, що швидко розвиваються – 0,4 %. При цьому, найбільшу потребу у корегуванні мають Японія – 16,1 %, США та Ірландія – 6,2 %, Великобританія – 5,4 %.

Нами розраховано показник необхідного корегування сальдо первинного балансу до 2020 р. Необхідний рівень такого корегування в 2012 та 2013 рр. завдяки погіршенню поточного дефіциту зведеного бюджету, а також високому потенціалу зростання боргу завдяки значному диференціалу між вартістю боргу та темпом зростання ВВП, склав більше 12 в.п.

На величину фіскального простору також впливає поточна потреба у фінансуванні, яка складається з дефіциту річного державного бюджету та поточних річних виплат за державним боргом. За оцінкою МВФ високий небезпечний рівень цього показника для країн, що швидко розвиваються, спостерігається на рівні значення 17,2 % від ВВП.

Іншим показником додаткового потенціалу стимулювання економіки є розмір стабілізаційного фонду або фонду національного добробуту, який є інструментом згладжування нестабільної динаміки економічної активності в країні, яка зазвичай суттєво залежить від експорту обмеженої групи товарів. На кінець 2007 р. загальна величина таких фондів у світі складала більше 2 трлн. дол. США. із перспективою зростання до 13 трлн. у наступні 10 років, що зробить їх двократно більшим за золотовалютні резерви центральних банків. Найбільші такі грошові фонди на кінець 2013 р. сформовано у Норвегії (818 млрд. дол. або 160 % від ВВП), Саудівській Аравії (675,9 млрд. дол., 94 % від ВВП), ОАЕ (697 млрд. дол., 180 % від ВВП), Китаї (1303 млрд. дол., 15 % ВВП), Кувейті (386 млрд. дол., 207 % ВВП), Гонконзі (326,7 млрд. дол., 117 % ВВП), Сінгапурі (285 млрд. дол. 96 % ВВП), Катарі (115 млрд. дол. 58 % ВВП), Австралії (88,7 млрд. дол., 6 % ВВП), Росії (88 млрд. дол., 4 % ВВП), Алжирі (77,2 млрд. дол., 36 % ВВП) [106].

В Україні спробу формування такого фонду було здійснено вже у період розгортання фінансово-економічної кризи та передбачено у Законі України «Про позачергові заходи щодо запобігання негативним наслідкам фінансової кризи та про внесення змін до

деяких законодавчих актів України» від 31.10.2008 р. Разом із тим, не маючи іншої альтернативи, його формування повинно було ґрунтуватися на понадпланових надходженнях від приватизації, а також цільового розміщення державних цінних паперів, що суперечило традиційному механізму формування стабілізаційного фонду. Три роки поспіль його розмір склав 5,9 млрд. грн., 11,6 млрд. грн. та у 2011 було передбачено його формування на рівні 30,22 млрд. грн., що відповідно склало 0,62 %, 1,27 % та 2,8 % від ВВП. Разом із тим, нецільовий характер використання цих коштів, а також відсутність надійних джерел формування фонду із порушенням основного принципу його превентивного накопичення, визначили неефективність застосування даного засобу в цей період.

Таким чином, до показників фіскального простору, що визначають синтезований рівень гнучкості до фіскального стимулювання, віднесемо наступні показники, які розраховуються на основі відхилення значень від їх граничного рівня: показник спроможності генерування позитивного циклічно скорегованого бюджетного балансу ( $GP$ ), боргу держави ( $GD$ ), диференціалу відсотка та зростання ВВП ( $Gd$ ), поточної потреби у фінансуванні ( $GF$ ), необхідного розміру корегування сальдо державного бюджету до ВВП ( $GK$ ), величини стабілізаційного фонду ( $GST$ ) (табл. 3.2).

Виходячи із нормативних показників фіскальний простір мав позитивні значення у 2005–2007 рр. (у 2004 р. до від'ємного значення призвели значний вплив негативного сальдо бюджету та відсутність механізму накопичення стабілізаційного фонду). У 2008 р. фіскальна спроможність до майбутнього стимулювання економіки знизилася майже у 2 рази до -0,52, чому сприяли поступове: збільшення диференціалу відсотка та темпу зростання ВВП, зростання поточної потреби у фінансуванні і відповідне збільшення необхідного корегування сальдо балансу для збереження фіскальної стійкості. Глибоке падіння рівня фіскального простору закономірно відбулося у 2009 р. в період економічної кризи. У посткризовому періоді найкращими умовами із позиції фіскального простору для можливого фіскального маневру був 2011 р. (значення склало -0,32). Надалі він поступово тільки знижувався до значень -1,13 та -1,28. При цьому найбільш негативний вплив справляли в цей період погіршення платоспроможності держави та супроводжуючи це негативні очікування відносно економічних перспектив країни, що відбилося у збільшенні негативного диференціалу між вартістю державних зобов'язань та ставкою росту ВВП.

Таблиця 3.2

**Показники фіскального простору, що визначають синтетичний рівень гнучкості для стимулювання економіки**

Показники	Визначення показників	Параметри	Порогові значення
Відхилення загального боргу держави від граничного рівня ( $GD$ )	$GD = \frac{D_t}{GDP_t} - d_{lim}$	$D_t$ – фактичний рівень загального державного боргу у періоді $t$ ; $GDP_t$ – величина ВВП у періоді $t$ ; $d_{lim}$ – граничний рівень державного боргу (42,8 %)	[-0,134; 0]
Спроможність генерування позитивного циклічно скорегованого бюджетного балансу ( $GP$ )	$GP = \frac{\bar{P}}{GDP_p} - p_{lim}$	$\bar{P}$ – середній циклічно скорегований бюджетний баланс (дефіцит/профіцит) за останні 5 років; $GDP_p$ – середній потенційний ВВП за останні 5 років; $p_{lim}$ – граничний рівень скорегованого бюджетного балансу по відношенню до потенційного ВВП країни (-1,3 %)	[0; 1,8]
Відхилення диференціалу відсотка та зростання ВВП від граничного рівня ( $Gd$ )	$Gd = (\tau_t - k_t) - dif_{lim}$	$\tau_t$ – середньозважена вартість державних зобов'язань; $k_t$ – ставка зростання ВВП; $dif_{lim}$ – граничний рівень диференціалу (1,1 %)	[0; 5,5]
Відхилення поточної потреби у фінансуванні від граничної ( $GF$ )	$GF = \left( -\frac{PB_t + CD_t}{GDP_t} \right) - CP_{lim}$	$PB_t$ – дефіцит (профіцит) державного бюджету у періоді $t$ ; $CD_t$ – поточні виплати за державним боргом у періоді $t$ ; $CP_{lim}$ – граничний рівень поточної потреби у фінансуванні (20,6 %)	[-4,3; 0]
Необхідний розмір корегування сальдо державного бюджету/ВВП ( $GK$ )	$GK = \left( \frac{1+r}{1+k} \right)^j \frac{D_{t_0}}{GDP_{t_0}} - d_{lim} - \frac{P_{t_0}}{\sum_{t=1}^j \left( \frac{1+r}{1+k} \right)^{j-t}} - \frac{\sum_{t_0+t-1}^j \Delta P_{t_0+t-1} \left( \frac{1+r}{1+k} \right)^{t-1}}{\sum_{t=1}^j \left( \frac{1+r}{1+k} \right)^{j-t}}$	де $j$ – кінцевий період розрахунку, за який передбачається необхідне корегування; $t_0$ – початковий період корегування; $\Delta P_{t_0+t-1}$ – зміна первинного сальдо балансу державного бюджету у порівнянні із періодом $t_0$	[3,25; 6,75]
Величина стабілізаційного фонду в країні ( $GST$ )	$GST = \frac{SF_t}{GDP_t}$	$SF_t$ – розмір накопиченого стабілізаційного фонду	[3; 20]

Наступною синтетичною компонентою фіскальної гнучкості в період економічної рецесії є функціональний простір, який визначає стан факторів ефективності фіскальної політики, включаючи потенційну реакцію об'єктів фіскального регулювання на регуляторний вплив.

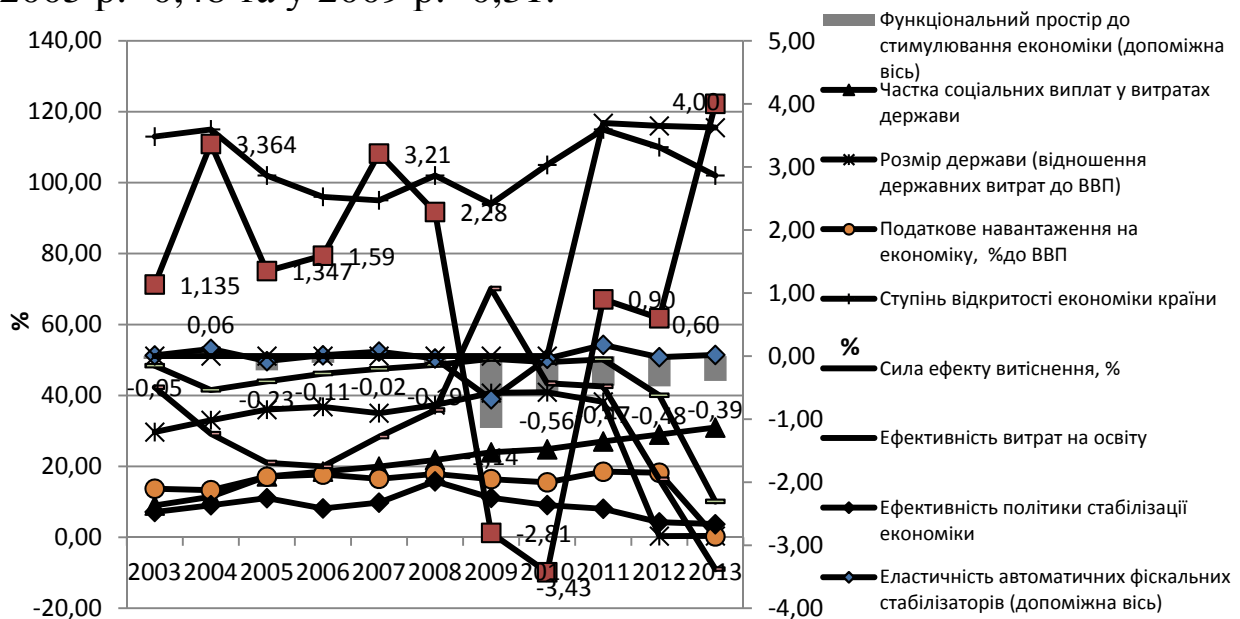
Важливим показником функціонального простору є еластичність автоматичних стабілізаторів, що забезпечують контрциклічне автоматичне корегування окремих витрат та доходів держави у відповідь на зміну економічних умов, тим самим допомагаючи амортизувати шоківий вплив на економічну активність та соціальне забезпечення економічних агентів. Рівень еластичності таких стабілізаторів визначається співвідношенням зміни циклічної компоненти сальдо державного бюджету до відповідного зрушення потенційного ВВП. Саму ж циклічну компоненту визначають шляхом вилучення із рівня зростання (падіння) ВВП структурної компоненти зміни сальдо державного бюджету [401]. Потенціал ефективності дії автоматичних стабілізаторів можливо також визначити за допомогою оцінки сприяючих цьому факторів: часткою податкових доходів із прогресивною шкалою оподаткування (*LP*); часткою у витратах держави соціальних виплат (*LS*); ступенем прогресивності шкали податку на доходи (*LH*) – визначається на основі співвідношення рівня доходів фізичних осіб із максимальною ставкою оподаткування за шкалою та середнім рівнем доходів (заробітної плати) у країні.

Засновуючись на результатах оцінки циклічної компоненти сальдо бюджету, зробленого Світовим банком [401], розрахуємо циклічну компоненту сальдо державного бюджету України. Така компонента була меншою за структурну у 1,5–3 рази та мала позитивні значення у декількох періодах із 2003 року: у 2007 р. – 5,3 %, 2010 р. – 0,62 %, 2011 р. – 1,48 %, 2013 р. – 3,07 %. В свою чергу, еластичність автоматичних стабілізаторів коливалася від - 0,34 до 0,24 (рис. 3.3).

Наступним показником функціонального простору, який є найсуттєвішим з тих, що сприяють фіскальній контрциклічності та згладжуванню економічного циклу є якість інституційного забезпечення. Оскільки фактори інституційної середовища зараз отримали широке розповсюдження в оцінці фінансових та економічних індикаторів, використаємо такі, що регулярно оцінюються міжнародними інституціями, а саме світовий індекс управління (World

governance indicator), який застосуємо в частині трьох показників: верховенства права та порядку, контролю корупції, політичної стабільності, які коливаються у проміжку від -2,5 до 2,5 [430]. В якості загального індикатора застосуємо їх середнє значення.

Для України індикатор верховенства права та порядку не підіймався вище -0,69, який був характерним для 2008 р., найгірше його значення було зафіксовано у 2003 р. -0,84 та -0,83 у 2011 р. Індикатор контролю корупції мав ще гірші значення – від -0,69 у 2005 р. до -1,03 у 2012 р., що поставило Україну на 23 місце серед 214 країн світу. У деякій мірі кращі значення спостерігаються для показника політичної стабільності із найбільш негативними з них у 2005 р. -0,48 та у 2009 р. -0,31.



**Рис. 3.3. Динаміка вихідних показників функціонального простору стимулюючої фіскальної політики в Україні та його рівень (розраховано автором на основі [75, 76, 77, 106, 430])**

Дискреційні стимулюючі заходи держави в період спаду ділової активності можуть характеризуватися втратою ефективності в частині неадекватного впливу на сукупний попит, викликаного ефектом витіснення в результаті недостатнього росту споживання, збільшення об'ємів імпорту на протидію зростанню власного виробництва. Силу ефекту витіснення ( $LV$ ) визначимо на основі показників граничної схильності до споживання та граничної схильності до імпортування.

Так, для України є характерною вкрай висока гранична схильність до імпортування, яка мала тенденцію до посилення

після 2008 р. Якщо у період економічного підйому на кожну гривню приросту ВВП приходилося в середньому 0,4–0,5 грн. зростання імпорту, то у 2009 р. –2,39 грн., 2010 р. – 0,89 грн., 2011 р. – 0,96 грн. В 2013 р. в результаті значного скорочення об'ємів імпорту на 32,4 млрд. грн. вказаний коефіцієнт мав від'ємне значення. Кращі значення із точки зору впливу на ефект витіснення фіскального регулюючого впливу має показник граничного споживання, що витікає із невисоко рівня життя населення в Україні. Так, у докризовий та кризовий період схильність до споживання по відношенню до показника ВВП зростала та складала від 70 % до 84 %. У 2010 р. споживання впало до 28 %. До зростання ефекту витіснення у посткризовий період також призвело збільшення граничної ставки оподаткування економіки з 17 % у 2007 р. до 19 % у 2011 р. В результаті, сила ефекту витіснення склала 20 % у 2006 р., 36 % у 2008 р., 70 % у 2009 р., 16 % у 2012 р. внаслідок суттєвого зниження імпорту Україною.

На функціональний простір фіскальної політики неабиякий вплив має також розмір держави, що визначається співвідношенням його витрат до ВВП. Разом із тим, такий вплив є двояким. З одного боку, більший розмір зазвичай збільшує дію автоматичних стабілізаторів та їх вплив на економіку, з іншого, більший перерозподіл знижує ефективність державних витрат. Деструктивний вплив проявляється у формі деформацій ринкових механізмів, які створюють хибні стимули для економічних агентів та блокують вільний прогнозований та гармонійний розвиток національної економіки. Спираючись на дослідження, присвячені цьому питанню, визначимо оптимальну границю на рівні 30 % [26]. Між тим, витрати держави по відношенню до ВВП в Україні продовжують зростати, що свідчить про неефективність економіки та управління. В 2003 р. відношення витрат до ВВП складало 29,7 %, поступово збільшуючись у передкризовому періоді до 37 %. Із зменшенням об'ємів ВВП участь держави тим не менш продовжувала зростати, досягнувши у 2010 р. 41 % та трохи знизившись до 38 % у 2013 р.

Функціональний простір фіскальної політики також залежить від структури фіскального пакета стимулювання – чим більшим є збільшення інвестиційних витрат, поточних витрат держави, зниження податкового навантаження на верстви населення, найбільше обмежені у ліквідності. При наявності розробленого урядом пакета стимулювання показником структури є розмір



збільшення державних інвестицій (*LU*), потенційні можливості можна визначити за допомогою фактичного рівня інвестиційних вкладень в економіку (*LI*), а також наявного податкового навантаження (*LT*). Треба зазначити що рівень інвестиційних вкладень в Україні є низьким – його максимальний рівень було досягнуто у 2004 р. – 7,9 % від загальних витрат держави. У посткризовому періоді їх рівень стрімко впав до 3,7 % у 2009–2020 рр., в 2013 р. – до 1,2 %.

Безпосередніми елементами функціонального простору у стимулюванні є фіскальні мультиплікатори поточних витрат держави (*LMG*), державних інвестицій (*LMI*) та податків (*LMT*), які як визначають вчені у період спаду ділової активності в результаті шоків споживання, мають більший ефект на економіку, ніж у період підйому. За розрахунками ОЕСР середні значення за країнами-учасниками спостерігаються на рівні поточних витрат – 1,1 (мінімум – 0,6), податків на доходи корпорацій – 0,3 (мінімум – 0,1), податків на доходи фізичних осіб – 0,5 (мінімум – 0,1), непрямих податків – 0,5 (мінімум – 0) [363]. Зниження вказаних мультиплікаторів спостерігається у країнах, що мають високий ефект витіснення (значну частку імпорту, націленість населення на накопичення коштів, аніж споживання). Крім того, за оцінкою Спінози Є., Мендози Е. та Вега К., проведеної на основі 44 країн за період з 1960 до 2007 р., більш високий ефект на споживання має стимулююча політика у більш розвинутих країнах, а також в країнах із фіксованим режимом курсу валюти. В країнах, що розвиваються зростання поточних витрат держави ефект від збільшення витрат спостерігається тільки через 2–4 квартали [305].

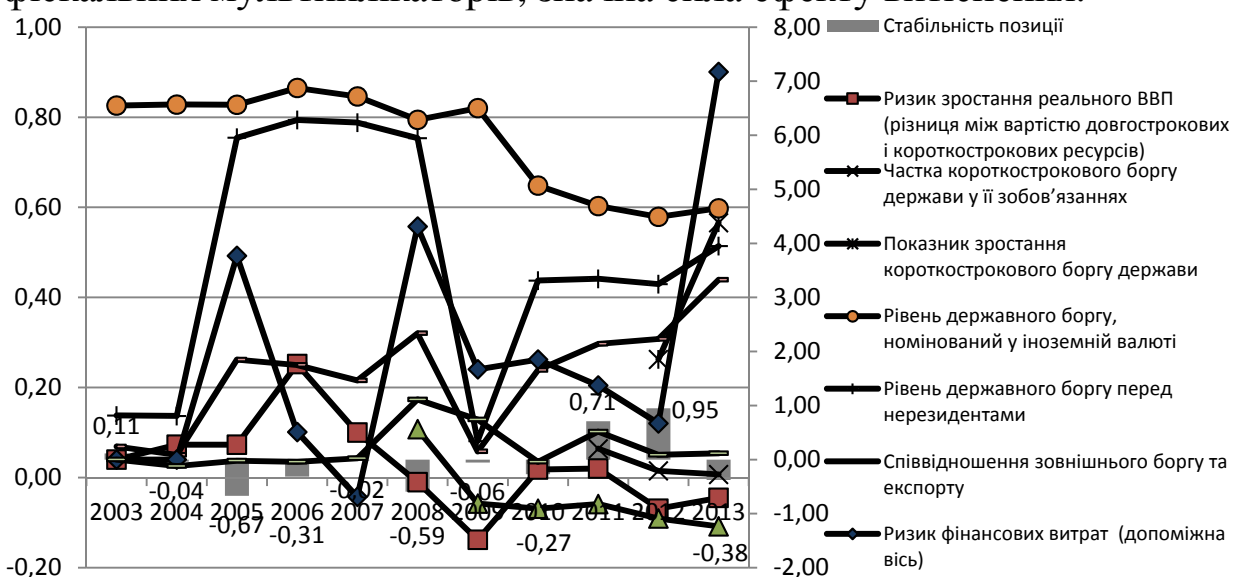
Ще одним фактором зниження мультиплікаційного ефекту є загальна неефективність системи витрат держави, яка визначається на основі індексу ефективності бюджетних витрат, визначених на основі коефіцієнтів ефективності витрат на освіту (*LEO*), у сфері управління (*LEE*) та політики стабілізації економіки (*LES*) за методикою, висвітленою у працях Ангелопоуса К., Ціонаса Е [322]. Відповідно до цих індикаторів найгіршим для України є індикатор ефективності управління. Кращими є значення ефективності політики стабілізації, оціненої на основі середнього з рівнів безробіття та інфляції. При цьому найнижчих значень за 10 років було досягнуто у 2012–2013 рр.

Заключними факторами, що враховуються під час оцінювання функціонального простору є: розвиток фінансового сектору, спроможний полегшити доступ до фінансових ресурсів (*LF*), режим курсоутворення (фіксований або гнучкий) та розмір розриву ВВП (*LK*), збільшення якого зменшує ефективність фіскальних дій (*LG*).

Розраховані значення розриву ВВП як різниці між фактичним та потенційним його значеннями, дозволяє визначити суттєве зниження реалізованих виробничих можливостей економіки України у посткризовому періоді. Так, розрив ВВП із 2009 по 2013 рр. відповідно склав: -8 %, -7 %, -17,7 %; -29,5 % [375].

Таким чином, синтезований індикатор функціонального простору в оцінці гнучкості фіскальній політики в період економічного спаду оцінюється наступною сукупністю показників:  $FP_S = \{LE; LP; LS; LH; LIS; LV; LO; LR; LI; LT; LU; LMG; LMI; LMT; LF; LK; LG\}$ .

Розрахований синтетичний індикатор функціонального простору вказує на стабільно негативні його значення для України (рис. 3.4). Відбиваючи структурні характеристики і, відповідно, структурні дисбаланси, які важно подолати в рамках короткострокової перспективи без суттєвих реформ, функціональний простір стимулюючої політики відповідно має і меншу амплітуду відносно фіскального простору. Негативним чином на рівень фіскального простору при цьому у період його найбільшої потреби справляли: низька якість інституційного середовища, неадекватний відповідно до ступеня економічного розвитку розмір держави, від'ємні значення фіскальних мультиплікаторів, значна сила ефекту витіснення.



**Рис. 3.4. Фактори стабільності наявної позиції фіскального простору (розраховано автором на основі [75, 76, 77, 106, 430])**

Третьою компонентою в оцінці фіскальної гнучкості є стабільність наявної позиції фіскального простору. Отже, більшість показників цієї компоненти визначають боргову стійкість держави:

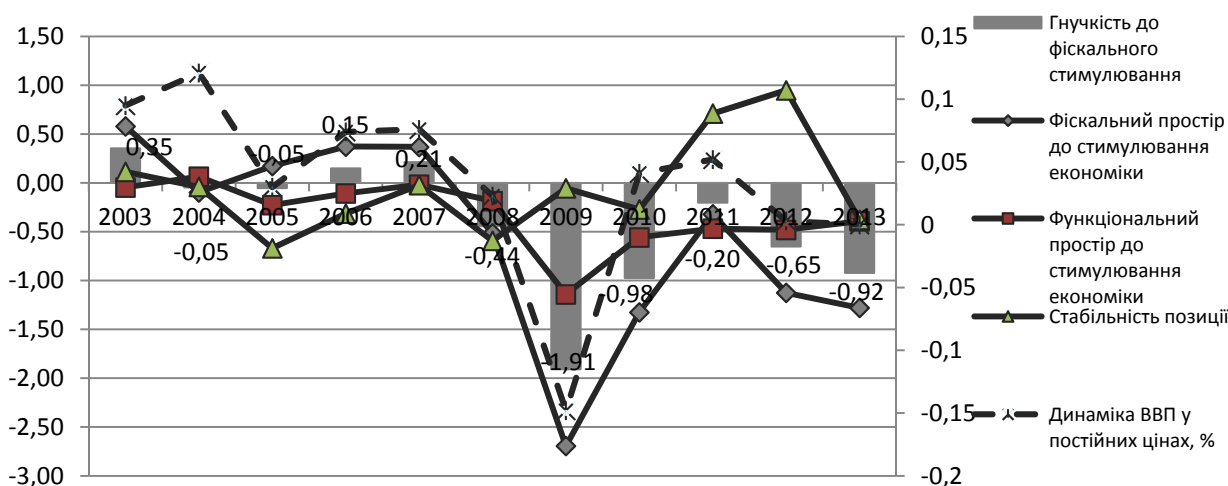
Необхідною сферою для оцінки також виступає надійність прогнозу зростання ВВП та вартості зобов'язань держави. Нестабільність диференціалу між ними робить не тільки складними прогноз боргової стійкості держави, але й невизначеність відносно величини необхідного корегування сальдо державного бюджету і, відповідно, розмір та глибину майбутньої бюджетної консолідації та фіскальних ризиків. Ризик прогнозу зростання ВВП оцінимо на основі відхилення прогнозу, що закладено під час планування державного бюджету та фактичної його величини. В свою чергу, ризик фінансових витрат – на основі різниці між вартістю довгострокових на короткострокових зобов'язань держави, яке із позиції експертів не повинно перевищувати 1 в.п.

Треба зазначити, що процес бюджетного планування відрізняється вкрай високою невизначеністю. Розбіжність між прогнозними та фактичними показниками ВВП досягає 25 в.п. (у 2006 р.). Максимального ж значення розрив між довгостроковою та короткостроковою ставками, що знаменує ризик фінансових витрат, було досягнуто у 2008 р. – 4,5 в.п. та у 2013 р. – 7,17 в.п.

Стабільність фіскальної позиції також визначається ризиками виникнення фінансових потреб та відповідної допомоги з боку фіскальних органів держави в разі банківської кризи або суттєвого погіршення фінансового стану великих банків. Врахування умовних зобов'язань держави є важливим компонентом в оцінці, як боргової стійкості, так і величини фіскального простору. Так, якщо Балдачі Е. та ін. визначають умовні зобов'язання на основі волатильності доходності акцій банківського сектору [157], то Європейська комісія шляхом розрахунку добутку із величини кредитування приватного сектора до ВВП та коефіцієнта потенційних умовних зобов'язань в залежності від розміру економіки [376, с. 195]. Засновуючись на слабкій інформаційній ефективності вітчизняного фондового ринку, а також обмеженості визначення ризику умовних зобов'язань тільки одним показником, застосуємо синтетичний показник, джерелом інформації для розрахунку якого можуть стати показник співвідношення регулятивного капіталу 1-го рівня до зважених за ризиком активів, співвідношення недіючих кредитів до сукупних валових кредитів,

співвідношення кредитів на житлову нерухомість до сукупних валових кредитів.

Синтез трьох характеристик фінансової гнучкості для стимулювання економіки України вказує на те, що протягом всього періоду після кризових 2008–2009 рр., Україна мала низький (негативний) рівень маневреності (рис. 3.5). Основною причиною в цьому, з нашої точки зору, є проциклічність фінансової політики, яка не дозволила накопичити адекватний запас фінансової гнучкості, проте накопичила суттєві фінансово-економічні дисбаланси. Між тим, найкращими в рамках розглянутого періоду кризи та рецесії, найбільшу спроможність до фінансового маневрування країна мала у 2011–2012 рр.



**Рис. 3.5. Рівень фінансової гнучкості для стимулювання економіки України**

Обмеженість фінансового простору, його вичерпання, невисока ефективність стимулюючих дій держави визначають необхідність проведення фінансової консолідації, яка теж має свої обмеження у вигляді накопиченої величини боргового навантаження, наявного рівня бідності населення та безробіття, дефіциту фінансування потреб пенсійного забезпечення. Отже оцінка гнучкості для фінансової консолідації – це визначення наявного фінансового та функціонального простору, які дозволяють зменшити бюджетний дефіцит та борг держави у найкоротші терміни, із мінімальним зменшенням зайнятості та негативним впливом на перспективи економічного зростання і розвитку.

Треба зазначити, що фінансовий простір, як стимулюючої, так і консолідуючої політики, визначається практично однаковим

набором показників (за виключенням розміру активів держави, які можуть бути предметом приватизації). Разом із тим, якщо в першому випадку фіскальний простір означає запас можливості їх погіршення внаслідок підтримки державою економіки, у випадку консолідації – потребу та складність мір із фіскальної економії. Відповідно буде іншою пріоритетність показників фіскального простору, послідовність яких визначається:  $FS_C = \{GK; GD; GP; Gd; GF; GST; GA\}$ . Відповідним чином визначені і вагові коефіцієнти.

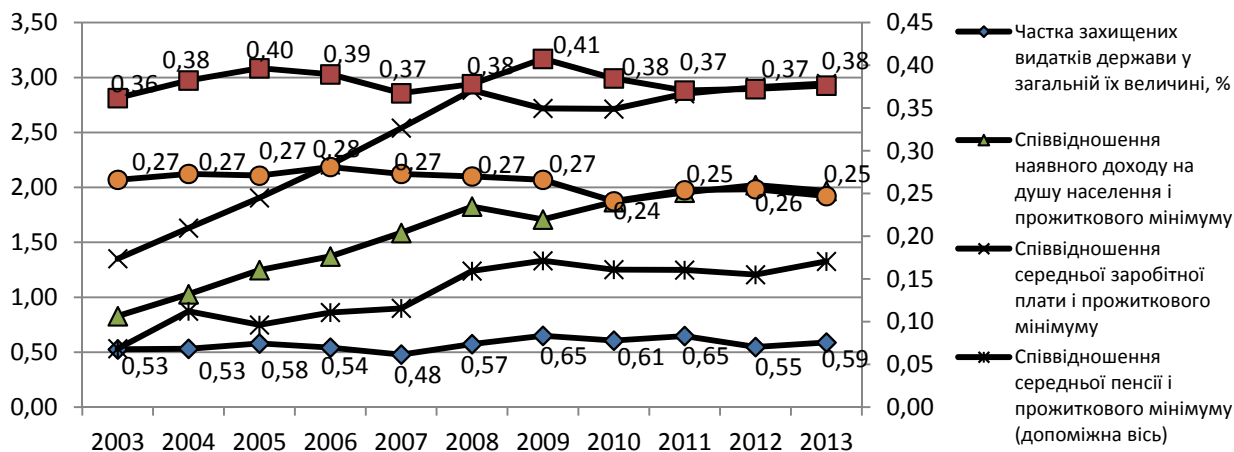
Функціональний простір фіскальної консолідації оцінюється на основі наступної сукупності показників:  $FP_R = \{LB; LT; LMI; LMG; LMT; LF; LG; LSS; LSD; LKG; LKC; LIS; LR\}$ .

На відміну від оцінки функціонального простору у попередньому випадку, найвагомим показником є рівень бідності та соціального забезпечення населення: чим від більше, тим складніше здійснювати економію на основі зниження соціальних трансфертів. Індикатором такого потенціалу будуть виступати наступні показники: частка соціальних виплат у структурі доходів населення ( $SD$ ); співвідношення наявного доходу на душу населення і прожиткового мінімуму ( $SN$ ); співвідношення середньої заробітної плати і прожиткового мінімуму ( $SS$ ); співвідношення середньої пенсії і прожиткового мінімуму ( $SP$ ); рівень бідності населення ( $SB$ ).

Розраховані показники потенціалу цього виду вказують на досить складну ситуацію у цій сфері, низьку маневреність влади у скороченні соціального навантаження на бюджет. Так, навіть із дуже високою часткою у доходах населення соціальних трансфертів держави (в середньому 37–40 %), рівень життя залишається на низькому рівні – наявний дохід на душу населення до прожиткового мінімуму не перевищував протягом останніх десяти років двократного розміру, хоча й збільшився на 30–50 % (рис. 3.6). Трохи більшим є співвідношення середньої заробітної плати до мінімуму, досягши майже трикратного розміру у 2013 р. Показовим індикатором є співвідношення середньої пенсії до мінімуму, який мав максимальне значення у 2009 та 2013 рр. – 1,33. Між тим, треба зазначити і позитивну тенденцію у зміні цих показників. Так показник рівня бідності у 2004 р. складав 28 %, поступово знизившись до 24,7 % у 2003 р.

Доповнюють ці показники структурні індикатори, а саме, частка видатків на соціальний захист у структурі державних витрат.

Їх суттєвий рівень відносно, як витрат держави, так і відповідно до ВВП, роблять їх одним із об'єктів скорочення під час бюджетної консолідації. Так, якщо у 2003 р. частка таких видатків у структурі бюджетних витрат складала – 8,97 %, то у 2009 р. – 24,5 %, та різко зросли в останні три роки до 26,1 %. Відносно ВВП Україна має вищі показники, ніж в середньому по розвинутих країнам, які там складають до 4 %. В Україні у передкризовому періоді така частка складала 7 %, після кризи – 8–10 %.



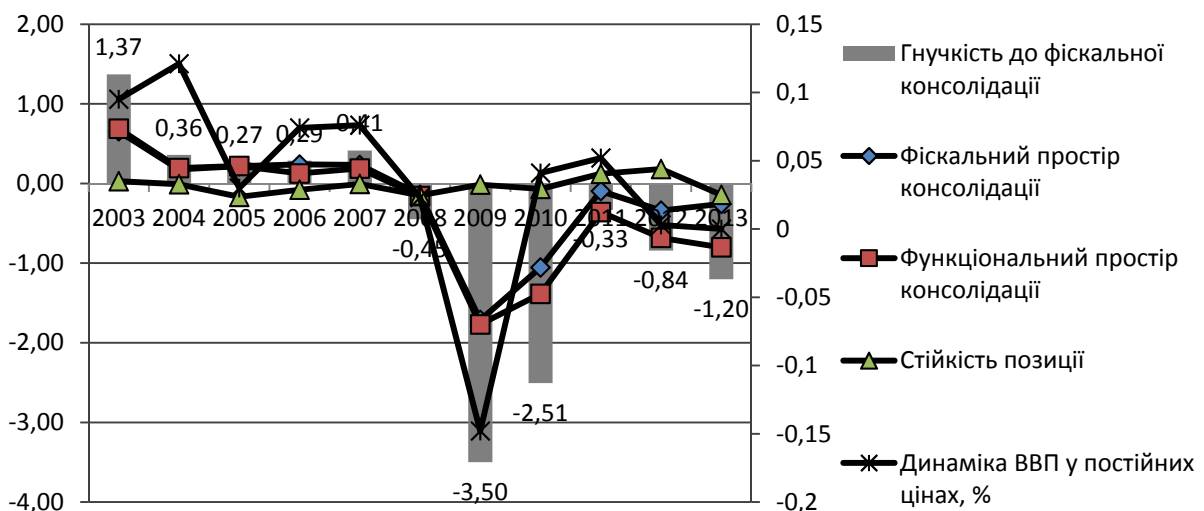
**Рис. 3.6. Показники соціального забезпечення і рівня бідності в Україні**

Між тим, крім показників рівня життя та соціального забезпечення населення, на потенціал можливого видатків бюджету свідчить і частка не дискреційних витрат. Треба зазначити, що в Україні до недискреційних можна умовно віднести тільки витрати в рамках одного періоду, що не підлягають скороченню під час секвестру державного бюджету, до яких відносяться: оплата праці бюджетних установ і нарахування на неї, обслуговування боргу, поточні трансферти населенню, витрати на фундаментальні дослідження та ін. В середньому, частка захищених витрат у структурі зведеного бюджету України складала 53–59 %, із максимальним рівнем у 2009–2011 рр. – 65 %. Для прикладу, можна навести частку дискреційних («мандатних») витрат у США, які склали у 2012 р. 63,7 % [315]. При цьому, за прогнозом експертів в результаті їх зростання до 2030 р. вони перевищать доходи держави. Спираючись на те, що у країн, що розвиваються, частка таких витрат є меншою, аніж у розвинутих, в Україні цей індикатор перевищив граничний рівень, що без застосування консолідаційних болючих заходів вкрай обмежує гнучкість фіскальної політики.

Специфічними є також показники структури консолідаційних заходів – співвідношення зниження витрат та збільшення податкових доходів в рамках консолідуючої політики (*LKG*) та співвідношення зниження поточних витрат держави та зниження видатків на соціальне забезпечення (*LKS*). Засновуючись на пріоритетному превалюванні чисельника над займенником та їх оптимальних значеннях у структурі бюджету, визначено порогові рівні: для першого – 0,9, для другого – 0,5.

Компонента стабільності наявної позиції фіскального простору консолідаційної політики має більший пріоритет і, відповідно, більше значення вагового коефіцієнту – 0,25. Склад показників – той же як і у гнучкості до фіскального стимулювання:  $FC_C = \{SO; SG; SL; LC; LCF; LF; LN; LSR; LT\}$ .

Виходячи із синтетичного показника гнучкості фіскальної політики відносно її спроможності та сприятливих умов для впровадження фіскальної консолідації у посткризовому періоді, відзначимо, що найгірші значення такої маневреності було отримано для 2009–2010 рр. (рис. 3.7).



**Рис. 3.7. Рівень гнучкості для фіскальної консолідації в Україні**

При цьому вони є закономірно нижчими відносно показника фіскальної гнучкості до стимулювання. Особливу негативну роль в цьому періоді відіграли колапс фінансового ринку, суттєва частка не дискреційних або захищених витрат держави, суттєвий розрив ВВП, суттєвий вплив фінансової кризи на незахищених верствах населення. Більш сприятливими були наступні 2 роки в результаті покращення всіх складових фіскальної гнучкості.

Спроможність проведення контрциклічної політики в період економічного підйому є основою формування фіскальної гнучкості для підтримки економіки в період її спаду. Виходячи з цього, важливим є оцінка гнучкості до фіскальної рестрикції, а саме спроможності сформувати фіскальний та функціональний простір, який дозволяє обмежити сукупний попит завдяки підвищенню податкового навантаження та зниження витрат держави, тим самим, сприяючи зменшенню бюджетного дефіциту та боргу держави. Перша компонента оцінки цього виду гнучкості – оцінка відповідного фіскального простору на основі наступних показників:  $FS_R = \{GP; GD; GF; GK\}$ . При цьому, як і у випадку фіскальної консолідації, вони вказують на необхідність покращення боргової та фіскальної стійкості.

Найбільшої ваги в оцінці функціонального простору фіскальної рестрикції набуває індикатор застосування фіскальних правил (*LFR*). Саме їх впровадження допомагає «дисциплінувати» владу у формуванні витрат та доходів державного бюджету. Впровадження правил оцінюється бінарною змінною, визначаючи сам факт його застосування або відсутність. Серед різновидів враховуються такі їх види: правило сальдо балансу; правило державних витрат; правило державних доходів; правило державного боргу. Фіскальні правила мають свої переваги та недоліки відповідно до складності застосування та моніторингу в частині необхідного статистичного забезпечення та потреб у базі даних (найбільш складними у цьому є правило циклічно відкоригованого сальдо балансу), відповідно до завдання підтримки боргової стійкості (найменш пов'язаними є правила бюджетних витрат та доходів). Різною може бути і спроможність до стабілізації економіки, тобто можливості реагування на діловий цикл або прояв фіскальної контрциклічності. Так, найбільш схильними до проциклічності (особливо у період рецесії) є правила сальдо балансу, державного боргу та доходів. Разом із тим, саме правило доходів успішно справляється із проциклічним споживанням у період економічного буму та контролює розмір перерозподілу ВВП через державний бюджет.

У світі майже 80 країн провадили механізм фіскальних правил. При цьому треба відзначити тенденцію до збільшення тих з них, що застосовують одночасно декілька цільових порогів. Так, поєднання обмеження боргу та витрат (або боргу та структурного



сальдо балансу) дозволяє, як забезпечити боргову стійкість, так і дозволить деяку контрциклічність

Так, з 30-ти розвинутих країн три і більше різновидів правил застосовують 14 з них – Австралія, Австрія, Естонія, Фінляндія, Франція, Люксембург, Нідерланди, Швеція, Великобританія та ін. При цьому, проглядається залежність, відповідно до якої, чим раніше було застосовано такий мультиплікативний підхід, тим кращою виявилася фіскальна позиція у період останньої кризи. З країн із економікою, що швидко розвивається, три або більше правил впровадили Польща, Литва, Болгарія, Хорватія, та жодна із країн з малими доходами. Застосування більшої кількості правил допомагає збільшити одночасно досягнення цілей боргової стійкості та врахування економічного циклу.

Оскільки ефективність використання фіскальних правил суттєво залежить від особливостей механізму їх застосування, врахуємо це через показник рівня забезпечення фіскальних правил (*LIR*), що враховує ступінь покриття правилами перерозподілу ВВП (тільки державний бюджет або консолідований та весь публічний сектор); інституціональне забезпечення (встановлення порогу витрат як середнього за декілька років; наявність фіскальної відповідальності; наявність незалежного органу моніторингу); гнучкість механізму застосування (наявність можливостей відхилення від правил; визначення сальдо балансу відкоригованого на циклічність) [264].

Треба зазначити, що формування фіскальної гнучкості в цьому аспекті в Україні суттєво знижується в результаті відсутності впровадження у практику бюджетного менеджменту фіскальних правил.

Важливим є також врахування можливостей формування стабілізаційного фонду. Механізм його формування дозволяє, з одного боку, накопичувати фіскальний потенціал для його використанні у період спаду, з іншого, збільшувати рестрикційну дію фіскального механізму. Відповідно до досліджень зарубіжних вчених найсуттєвішими факторами накопичення таких грошових фондів є експорт біржових товарів, особливо палива, та позитивне сальдо поточного рахунку платіжного балансу [394]. Так, до країн, що мають стабілізаційні фонди, але частка експорту складає менше 20 % від загальної його величини, відносяться Мексика, Малайзія, Сінгапур, Китай, Чилі, Гонконг. До країн, що мають невелике (до 5 %) або від'ємне сальдо платіжного балансу відносяться Судан,

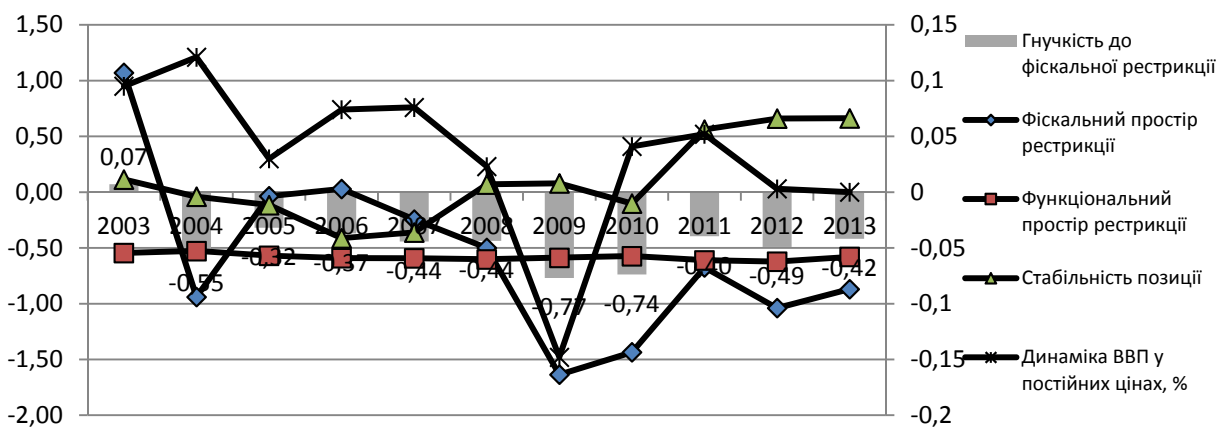
Мехіко, Казахстан, Чилі, Корея. Між тим, як зазначають автори вказаного вище дослідження фактор експорту металу має низький вплив на факт на розмір фонду стабілізації. Отже, в якості показників застосуємо розмір експорту біржових товарів (палива) до ВВП країни та середнє за останні 5 років сальдо поточного платіжного балансу. В Україні експорт палива мав позитивне значення тільки до 2010 р. і складав 1–2 %. Не є джерелом потенціалу формування такого фонду і сальдо поточного рахунку, яке мало позитивне значення тільки до 2005 р.

Враховується також показник рівня бідності та соціального забезпечення. Його низьке значення, відзначаючи наявність накопиченого незадовільного соціального попиту, стає суттєвою перепоною у зниженні соціальних витрат навіть під час покращення макроекономічної ситуації.

Таким чином, рівень функціонального простору рестрикційної фіскальної політики визначається сукупністю показників:  $FP_R = \{LFR; LIR; LFE; LFP; LB; LIS; LE\}$ .

Негативні значення всіх складових функціонального простору вказують на суттєві структурні перепопи для відповідного фіскального впливу на економіку країни та необхідність стратегічних реформ (рис. 3.8).

Треба зазначити, що синтетичний показник фіскальної гнучкості навіть у період економічного підйому мав переважно негативні значення. Найбільш сприятливі умови завдяки фіскальному простору та стійкості позиції спостерігалися у 2005–2006 рр.



**Рис. 3.8. Рівень гнучкості для фіскальної рестрикції в Україні**

Таким чином, зробимо наступні висновки:

– контрциклічність фіскальній політики передбачає формування фіскального потенціалу маневреності в умовах кардинальної та тривалої зміни економічної кон'юнктури та негативного зовнішнього впливу на економіку країни. Гнучкість для стимулювання економічного розвитку взаємообумовлена спроможністю до фіскальної рестрикції, або, як найменш, формування резервів ефективної фіскальної відповіді на негативний розвиток подій. Відсутність такої спроможності визначає необхідність проведення фіскальної консолідації, чия ефективність також залежить від вихідних сприятливих умов;

– оцінка фіскальної гнучкості базується на оцінюванні трьох характеристик: фіскального простору, функціонального простору та компоненти невизначеності тенденції. Якщо перша та третя компоненти визначають оперативний аналітичний зріз, то друга – є характеристикою накопичених структурних дисбалансів, наявність яких потребує проведення стратегічних реформ;

– оцінка фіскальної гнучкості не є самодостатньою та потребує її доповненням оцінюванням потенціалу монетарного впливу.

### **3.2 Аналіз та прогнозування доходів і витрат домашніх господарств як джерел гнучкого розвитку України**

В умовах інтенсивної динаміки та великого розмаїття потреб основною умовою життєзабезпечення у довгостроковому періоді стає гнучкість, яка дозволяє чітко та своєчасно реагувати на зміни, а саме, задовольняти наявні неоднорідні виклики оточення; адаптувати діяльність до нових умов; своєчасно проводити організаційні перебудови. Гнучкий розвиток базується на спроможності ефективного застосовування та видозміни ресурсів економічного зростання, стійкого нарощування показників позитивної зміни без накопичення або зниження у перспективі боргових ресурсів, а також ресурсів, що не відновлюються.

Фінансові ресурси домогосподарств та їх використання є найважливішим фактором не тільки економічного розвитку, а й його стійкості. Маневрений фінансовий потенціал населення в умовах циклічного розвитку економіки із зростанням тривалості та глибини кризових і рецесійних процесів, є ключовою характеристикою стійкості фінансової системи, основою її розвитку і

відповідно гнучкого економічного розвитку країни – спроможності до відновлення економічної динаміки.

Питанням розподілу та перерозподілу доходів населення присвячені праці таких вітчизняних науковців, як Лібанова Е., Савлук М., Колот А., Холод Н., Антонюк В., Кудинова А., Соколік М. та ін. Найбільш актуальні питання сьогодення – взаємозв'язку нерівності домогосподарств за доходами та її впливу на економічний розвиток, розглядають в свої дослідженнях такі іноземні вчені як Ву Дж., Стігліц Дж., Клаезенс С., Перотті Е., Корак М., Істерлі В., Чінгано Ф. та ін. Разом із тим, пошук драйверів економічного розвитку в системі фінансових ресурсів домогосподарств та способів їх використання, напрямів конструктивної зміни структури доходів та витрат населення із позиції формування маневреного потенціалу гнучкого економічного розвитку залишається одним із найактуальніших.

Отже, актуальним є визначення впливу окремих видів фінансових ресурсів домогосподарств, як на етапі формування, так і на етапі використання доходів та ресурсів у забезпеченні економічного зростання із врахуванням можливості реалізації основних умов гнучкого розвитку.

У інституційному секторі «Домашні господарства» основним фінансовим ресурсом, що визначає умови гнучкості та гнучкого розвитку виступають ті види доходів, що в першу чергу пов'язані із формуванням, збереженням та розвитком людського, соціального та фізичного капіталів, як основних базових вимог можливості реалізації стійкості та стійкого розвитку. В цьому аспекті можна розглядати доходи та сукупні ресурси на стадії їх формування та розподілу або застосування. На етапі формування доходів виокремлюють чотири агрегованих види, а саме, оплату праці, прибуток та змішаних дохід, соціальні трансферти, доходи від власності. Якщо розглядати сукупні ресурси домашніх господарств в залежності від основного джерела доходу, то за структурою відрізняють наступні: оплата праці, доходи від підприємницької діяльності, доходи від реалізації сільськогосподарської продукції та ін. Сукупні ресурси включають – загальні доходи, використані заощадження, приріст позик, кредитів та боргів, а також повернені домогосподарствам борги, це потенційні ресурси домогосподарств, незалежно від джерела їх виникнення.

Особлива роль в структурі фінансових ресурсів для можливої реалізації механізму гнучкості належить окремим видам доходів та ресурсів, зокрема:

– чистий прибуток та змішаний дохід, який включає оплату праці, податки за вирахуванням субсидій, дохід від власності, за виключенням споживання основного капіталу;

– дохід від підприємницької діяльності та самозайнятості, тобто особисті доходи від підприємницької, фермерської та самостійної господарської діяльності громадян (без врахування витрат, пов'язаних із цією діяльністю). Ці доходи забезпечують можливість відтворення та розвитку як безпосередньо працівника в робочій силі, так і членів його родини. Вони визначають основну складову людського капіталу в аспекті можливості інвестицій в освіту, розвиток, здоров'я, відпочинок і т.ін.;

– доходи від власності, а саме, отримані дивіденди по акціях та іншим видам цінних паперів, відсотки по вкладах у банківські установи, доходи від здавання в оренду нерухомості. Разом із доходами від підприємницької діяльності цей вид доходів визначає об'єми фізичного капіталу сектору домогосподарств, який являє собою акції, вклади, капітальне будівництво житла та ін.

Аналіз зміни структури доходів населення за 2005–2013 рр. (табл. 3.3) свідчить про те, що за останнє десятиріччя практично не відбувається суттєвих змін. З 2007 р. спостерігають незначне збільшення (на 2,4 %) частки доходів від власності.

Таблиця 3.3

### Структура доходів населення України за 2005–2013 рр. [76]

Роки	Заробітна плата		Прибуток		Соціальна допомога та ін. соціальні трансферти		Доходи від власності		Разом доходів	
	млн. грн.	частка, %	млн. грн.	частка, %	млн. грн.	частка, %	млн. грн.	частка, %	млн. грн.	частка, %
2005	160621	42,1	58404	15,3	151307	39,7	11072	2,9	381404	100
2006	205120	43,5	69186	14,7	183900	39,0	13855	2,8	472061	100
2007	278968	44,8	95203	15,3	229040	36,7	20078	3,2	623289	100
2008	366387	43,3	131139	15,5	319683	37,8	28432	3,4	845641	100
2009	365300	40,8	129760	14,5	364572	40,7	34654	4,3	894286	100
2010	449553	40,8	160025	14,5	423741	38,5	67856	6,2	1101175	100
2011	529133	41,8	200230	15,8	49386	37,1	68004	5,3	1266753	100
2012	609394	41,8	224920	15,4	542781	37,2	80769	5,6	1457864	100
2013	630134	40,7	243668	15,7	586379	37,9	87952	5,7	1548733	100
2014	630734									100

В структурі сукупних ресурсів (у розрахунку на домогосподарство) частка доходів від підприємницької діяльності

та самозайнятості за аналізований період після кризи суттєво знижується. Аналогічна закономірність склалася і за доходами від продажу сільськогосподарської продукції (табл. 3.4). Необхідно відзначити, що за більшістю країн світу частка доходів тільки від самозайнятості у загальних доходах вище, ніж в Україні, де вони об'єднані у одну групу. У середньому за останні 9 років частка доходів від підприємницької діяльності та самозайнятості склала 4,9 %, у той же час у європейських розвинутих країнах тільки від само зайнятості цей показник коливається у межах від 4 % (Швеція) до 42 % (Італія) та 29 % (Німеччина) [81].

Треба відзначити, що в структурі основних фінансових ресурсів, що можуть забезпечити реалізацію механізму гнучкого розвитку в секторі «домашні господарства» в цьому дослідженні не розглядаються окремо два основних доходу, – оплата праці та пенсії, стипендії та пільги, надані готівкою, що за станом на 2010–2014 рр. складала 74–78 % від загального об'єму сукупних ресурсів. Безперечно, значна частина цих ресурсів пов'язана із можливостями формування людського капіталу. В той же час, в сучасних умовах соціально-економічного розвитку національного господарства ці два види доходів функціонально пов'язані, в першу чергу, із компенсаційним механізмом мінімальних витрат на відтворення робочої сили, робітників та механізмом соціального захисту або соціальної допомоги окремим верствам населення.

*Таблиця 3.4*

**Зміна структури сукупних ресурсів домогосподарств в залежності від основного джерела доходу домогосподарств (в середньому за місяць у розрахунку на одно домогосподарство, %) [76]**

Роки	Сукупні ресурси в середньому на 1 домог-во, грн.	В тому числі, %			
		оплата праці	доходи від підпр-ї діяльності та самозайнятості	доходи від продажу сільськогосп-ї продукції	доходи від власності
2005	1321,4	46,0	4,9	4,6	2,9
2006	1611,7	48,4	4,6	3,8	2,8
2007	2012,1	50,6	5,2	3,6	3,2
2008	2892,8	49,4	5,3	3,3	9,4
2009	3015,3	47,9	5,1	2,9	4,3
2010	3469,1	47,9	6,2	3,4	6,2
2011	3841,7	49,3	4,6	3,2	5,3
2012	4134,2	50,9	4,1	2,9	5,7
2013	4454,2	50,8	4,0	2,8	5,7
в середньому за 2005–2013 рр.	–	49,0	4,9	3,4	3,8

У загальному вигляді ці два доходи можна розглядати в структурі наявних доходів (в цілому та в розрахунку на одну особу), що містять первинні доходи та сальдо поточних перерозподільних трансфертів. Вони характеризують величину, якою володіють домогосподарства для фінансування споживання та заощаджень. На етапі використання наявні доходи включають витрати на придбання товарів та послуг, сплачені доходи від власності, накопичення нефінансових активів. Приріст нефінансових активів – це основна частина валового накопичення, що додатково містить також придбання основних фондів, нематеріальних активів, витрати на покращення невироблених матеріальних активів, витрати на невироблені активи та нематеріальні активи. В цілому валове нагромадження представляє собою фізичний капітал домогосподарств.

Визначення ролі всіх видів фінансових ресурсів домогосподарств, як на етапі формування, так і на етапі використання доходів та ресурсів у забезпеченні економічного зростання із врахуванням можливості реалізації основних умов гнучкого розвитку, базується на оцінці та аналізі їх впливу на основі економетричних моделей, що реалізують алгоритм кореляційно-регресійного аналізу. В якості показника економічного зростання обрано показник ВВП у фактичних цінах за 2005–2013 рр., а основними факторними ознаками – показники основних видів фінансових ресурсів домогосподарств.

Такий аналіз дозволяє:

- по-перше, визначити ступінь впливу окремих складових фінансових ресурсів домогосподарств та їх витрат на показник ВВП;
- по-друге, визначити наявність та значення точок екстремуму у динаміці фінансових ресурсів і витрат домогосподарств, перевищення яких контрпродуктивно впливає на розмір ВВП;
- по-третє, визначити фінансову гнучкість домогосподарств із позиції запасу збільшення окремих видів фінансових ресурсів і витрат домогосподарств на ВВП до точки екстремуму.

На першому етапі проведено оцінку кожного виду фінансового ресурсу на зміну ВВП окремо, тобто були розроблені парні регресійні залежності (табл. 3.5). Всі моделі відповідають критеріям статистичної залежності ( $F_p > F_a$ ) та статистичної точності ( $E_{отн} \leq 15\%$ ), що підтверджує об'єктивність моделей та їх відповідність характеру реальних залежностей.

Таблиця 3.5

**Регресійні моделі залежності ВВП від фінансових ресурсів домогосподарств та запас гнучкості як фактор економічного зростання в Україні**

Доходи та витрати	Регресійна модель, показники адекватності моделі	Теоретична лінія регресії	Точка екстремуму	Фактичне значення	Запас гнучкості
X <sub>1</sub> 1. Чистий прибуток та змішаний дохід, млрд. грн.	$\bar{y}_{x1} = -1,949 + 8,423x_1 - 0,01x_1^2$ $R^2_{\bar{y}_{x1}} = 0,999; \varepsilon_{отн} = 1,3; F_p = 299$	Параболічна	$x_{1екстр} = 421,15$ млрд. грн.	257,43	163,72 (63,6%)
X <sub>2</sub> 2. Дохід від власності, млрд. грн.	$\bar{y}_{x2} = 316,007 + 19,788x_2 - 0,0083x_2^2$ $R^2_{\bar{y}_{x2}} = 0,934; \varepsilon_{отн} = 7,9%; F_p = 42,5$	Параболічна	$x_{2екстр} = 119,2$ млрд. грн.	92,01	27,21 (30%)
X <sub>3</sub> 3. Чистий скоригований наявний дохід, млрд. грн.	$\bar{y}_{x3} = 40,467 + 1,232x_3 - 0,00011x_3^2$ $R^2_{\bar{y}_{x3}} = 0,98; \varepsilon_{отн} = 3,8%; F_p = 114,4$	Параболічна	$x_{3екстр} = 4738,5$ млрд. грн.	1215,5	3523 (289%)
X <sub>4</sub> 4. Валові нагороджені, млрд. грн.	$\bar{y}_{x4} = -155,76 + 19,786x_4 - 0,066x_4^2$ $R^2_{\bar{y}_{x4}} = 0,824; \varepsilon_{отн} = 14,5%; F_p = 32,8$	Параболічна	$x_{4екстр} = 144,9$ млрд. грн.	156,7	-11,8 (-7,5%)
X <sub>5</sub> 5. Інші поточні трансферти, млрд. грн.	$\bar{y}_{x5} = 45,708 + 34,507x_5 - 0,168x_5^2$ $R^2_{\bar{y}_{x5}} = 0,899; \varepsilon_{отн} = 10,8%; F_p = 26,76$	Параболічна	$x_{5екстр} = 102,7$ млрд. грн.	58,4	44,3 (75%)
X <sub>6</sub> 6. Індивідуальні споживчі витрати, млрд. грн.	$\bar{y}_{x6} = -34,045 + 1,659x_6 - 0,00038x_6^2$ $R^2_{\bar{y}_{x6}} = 0,997; \varepsilon_{отн} = 1,4%; F_p = 1136$	Параболічна	$x_{6екстр} = 2183,7$ млрд. грн.	1304,0	879,7 (67,4%)
X <sub>7</sub> 7. Доходи від власності (сплачений), млрд. грн.	$\bar{y}_{x7} = 23,991 + 96,232x_7 - 1,951x_7^2$ $R^2_{\bar{y}_{x7}} = 0,64; \varepsilon_{отн} = 20,6%; F_p = 5,33$	Параболічна	$x_{7екстр} = 24,68$ млрд. грн.	26,59	,91 (-7,1%)
X <sub>8</sub> 8. Приріст фінансових активів, млрд. грн.	$\bar{y}_{x8} = 448,0 + 7,747x_8 - 0,010x_8^2$ $R^2_{\bar{y}_{x8}} = 0,64; \varepsilon_{отн} = 20,6%; F_p = 5,33$	Параболічна	$x_{8екстр} = 382,35$ млрд. грн.	110,9	271,45 (244%)
X <sub>9</sub> 9. Накопичення нефінансових активів, млрд. грн.	$\bar{y}_{x9} = 1158,6 - 49,3x_9 + 1,56x_9^2$ $R^2_{\bar{y}_{x9}} = 0,256; \varepsilon_{отн} = 32,6%; F_p = 1,034$	Гіпербола увігнута	$x_{9екстр} = 15,8$ млрд. грн.	5,38	10,42 (193%)
X <sub>10</sub> 10. Наявний дохід в розрахунку на одну особу за місяць	$\bar{y}_{x10} = 2,72 + 77,1x_{10} - 0,843x_{10}^2$ $R^2_{\bar{y}_{x10}} = 0,992; \varepsilon_{отн} = 2,6%; F_p = 383,6$	Гіпербола опукла	$x_{10екстр} = 45,73$ тис. грн.	26,72	19,01 (71%)
X <sub>11</sub> 11. Наявний дохід всього, млрд. грн.	$\bar{y}_{x11} = -9,137 + 1,683x_{11} - 0,000392x_{11}^2$ $R^2_{\bar{y}_{x11}} = 0,993; \varepsilon_{отн} = 2,5%; F_p = 420,2$	Параболічна	$x_{11екстр} = 2148,3$ млрд. грн.	1215,45	932,85 (76,7%)



Отримані залежності майже за всіма видами доходів і ресурсів (як на етапі їх формування, так і на етапі застосування), відповідають параболічним регресійним моделям, що свідчить про зміну напрямку зв'язку за умови досягнення відповідним фактором (фінансовим ресурсом) точки екстремуму. Наприклад, залежність ВВП від чистого прибутку та замішеного доходу ( $x_1$ ) апроксимується наступним рівнянням зв'язку:

$$\begin{aligned} \overline{y_{x_1}} &= -1,949 + 8,423x_1 - 0,01x_1^2, & (3.1) \\ R_{y_{x_1}}^2 &= 0,999; & \varepsilon_{\text{отн}} = 1,3; & F_p = 299; \\ F_2 &= \left\{ \begin{array}{l} \alpha = 0,05 \\ v_1 = 2 \\ v_2 = 5 \end{array} \right\} = 5,79; & F_p = F_\alpha. \end{aligned}$$

Співвідношення параметрів моделі (3.1) показує, що в межах фактичної зміни об'ємів чистого прибутку та змішаного доходу, які склалися в країні за 2005–2013 рр., тобто від 58,401 до 243,668 млрд. грн., виявлено пряму залежність. Зростання одного виду ресурсу виступає фактором зростання ВВП, в то же час, за умови збільшення його до 421,15 млрд. грн. (точка екстремуму, тобто  $x_{1\text{екстр}} = 421,15$ ), напрямок зв'язку може змінитися на протилежний. Виходячи із результатів розрахунків така залежність склалася майже за всіма видами фінансових ресурсів домогосподарств.

Слід також зазначити, що майже усі види фінансових ресурсів і витрат мають точки екстремумів, вищі за значення, досягнуті фактично, що свідчить про певний потенціал продуктивного їх збільшення та відповідно позитивного впливу на зростання ВВП. Найбільшим такої запас є для наявного доходу, чистого прибутку, індивідуальних споживчих витрат, приросту фінансових активів.

Звертає на себе увагу точки екстремуму, що склалися за двома видами ресурсів – за валовим накопиченням ( $x_4$ ) та доходами від власності сплаченими ( $x_7$ ). Зокрема,  $x_{4\text{екстр}} = 144,9$  млрд. грн., що менше фактичного рівня 2013 р. ( $x_{4,2013} = 146,658$  млрд. грн., а показник  $x_{7\text{екстр}} = 24,68$  млрд. грн. нижче фактичного рівня за 2008–2011 рр. На нашу думку, це може бути пов'язано із неефективним застосуванням даного ресурсу у забезпеченні економічного зростання, зокрема низький рівень віддачі від окремих ресурсів разом із зростанням витрат на їх придбання.

Достатньо низька залежність склалася також і між ВВП та накопиченням нефінансових активів ( $x_9$ ). Із врахуванням неоднозначної тенденції, що характеризує їх зміну, коли у кризові роки був також відтік цього ресурсу, щільність зв'язку була на рівні 0,256 ( $R_{y_{x_9}}^2 = 0,256$ ), а точка екстремуму ( $x_{4\text{екстр}} = 15,8$  млрд. грн.) показує, що тільки у випадку якщо приріст ресурсів буде більше 15,8 млрд. грн., його можна розглядати як фактор економічного зростання.

Таким чином, за основними видами фінансових ресурсів в межах їх фактичної зміни за аналізований період склалася пряма залежність, однак еластичність із зростанням об'ємів фінансових ресурсів суттєво знижується, а за умови досягнення точок екстремуму напрям зв'язку змінюється на протилежний.

Ізольований вплив фінансових ресурсів на забезпечення економічного зростання є умовною, тому що тільки їх поєднання та загальний вплив визначає можливі параметри економічного зростання.

На етап формування доходів залежність ВВП від конкретних видів доходів, що визначають можливість гнучкого розвитку, відповідає наступним регресійним залежностям:

- натурально-матеріальна регресія:

$$\overline{y_{x_1}} = 156,297 + 6,073x_1 - 1,352x_2 ; \quad (3.2)$$

$$R_{y_{x_1}}^2 = 0,991; \quad \varepsilon_{\text{отн}} = 3,4 \% ; \quad F_p = 340.$$

- стандартизована регресія:

$$t\overline{y_{x_1}} = 1,103tx_1 - 0,111tx_2 . \quad (3.3)$$

Співвідношення параметрів стандартизованої моделі (3) показує, що основним фінансовим ресурсом економічного зростання зараз виступає прибуток та змішаний дохід. У той же час, дохід від власності, який займає в середньому за 2005–2013 рр. не більше 3,8 % від загального розміру сукупних ресурсів домогосподарств, не тільки не є фактором економічного зростання, а й за умови спільного впливу навіть виступає «дестимулятором».

Спільний вплив фінансових ресурсів на зміну ВВП на етапі їх застосування відповідає наступним множинним рівнянням регресії:

- натурально-матеріальна регресія:

$$\begin{aligned} \overline{y_{xi}} &= 364,136 + 11,72x_7 + 4,786x_8 - 3,172x_9 ; & (3.4) \\ R^2_{y_{xi}} &= 0,728; & \varepsilon_{\text{отн}} = 15 \% ; & F_p = 4,46. \end{aligned}$$

- стандартизована регресія:

$$t\overline{y_{xi}} = 0,357tx_7 + 0,656tx_8 - 0,087tx_9 . \quad (3.5)$$

Основним фактором економічного зростання є приріст фінансових активів ( $x_8$ ), його вплив на зміну ВВП у 1,84 рази ( $0,656 : 0,357 = 1,84$ ) сильніше, ніж зміна сплачених доходів від власності ( $x_7$ ). Аналогічним чином діє цей взаємозв'язок і у зворотному напрямку. Найбільше серед проаналізованих фінансових ресурсів буде реагувати зменшення ВВП на падіння фінансових вкладень – 1 % такого падіння буде призводити до 0,65 % падіння ВВП. Необхідно відзначити, що у сукупному впливі усіх трьох факторів разом накопичення нефінансових активів виступає дестимулятором, що тільки підтверджує ті висновки і закономірності зв'язку, що склалися і за умови парної регресії.

Необхідно відзначити і вплив на особливості вартісного вираження факторів під час розрахунку моделей, – усі показники були обрані у поточних цінах, тобто супутнім «прихованим» чинником взаємозв'язку виступає й чинник зростання цін за 2005–2013 рр. Виключення фактору інфляції за всіма показниками достатньо проблематично, тому що зміна цін за кожним видом фінансового ресурсу для переводу їх у порівняний вигляд на основі існуючої інформаційної бази практично неможливе. Наприклад, якщо для ВВП можливо використання для дефлятора, а для наявного доходу – індексу споживчих цін, то для валових накопичень, зміни фінансових та нефінансових активів необхідними є додаткові розрахунки.

Таким чином, наявність прямих зв'язків із зміною їх еластичності, а за умови досягнення екстремуму, можливої зміни навіть на пряму зв'язку, свідчить про те, що за умови збереження наявних закономірностей та прискоренні темпів зростання цін, досягнення екстремуму за основними фінансовими ресурсами, можливе у найближчій перспективі. За рахунок тільки інфляційної компоненти, яка склалася у 2015 р. фінансові ресурси домогосподарств як фактор економічного зростання будуть майже вичерпані, що потребує розробки механізму гнучкого управління.

Основні напрями гнучкого управління фінансовими ресурсами домогосподарств повинні включати:

- зміну структури сукупних фінансових ресурсів домогосподарств із збільшенням частки валового накопичення як основного фактору формування фізичного та людського капіталу;

- у структурі доходів необхідним є підвищення частки підприємницького доходу та доходу від власності як основних регуляторів можливості гнучкого управління.

У контексті формування людського капіталу загальними умовами забезпечення реалізації критеріїв гнучкості передбачається:

- збільшення витрат на відтворення та розвиток людського капіталу;

- підвищення доходності і, відповідно, капіталізації житла через механізми іпотеки, відповідне використання фінансових інструментів для стимулювання розвитку ринку житла у цілому;

- розширення можливостей для використання кредитування громадянами своєї освіти;

- підвищення стійкості банківської системи та валютного ринку для відновлення довіри населення та, відповідне підвищення вкладень у фінансові активи;

- розвиток фінансового ринку із збільшенням різновидів фінансових активів та напрямків вкладання грошей із чітким уявленням про ступінь ризику та відповідну норму доходності таких інструментів та фінансових інститутів, що досягається завдяки регуляторного позиціонування останніх на ринку фінансових послуг.

На економічний розвиток впливають не тільки доходи та витрати домогосподарств, а й ступінь їх нерівності в соціумі. Внаслідок загрозливого зростання у світі розподілу доходів та поглиблення диспропорції між найбагатшими та найбіднішими, серед провідних науковців певну увагу привернули саме ці питання, включаючи вплив цього явища на економічне зростання та стійкість. Досить загрозливу закономірну тенденцію визначили спеціалісти МВФ – зростання частки доходів 20 % найбідніших домогосподарств призводить до економічного зростання величиною 0,38 % річних, і навпаки збільшення частки доходів 20 % домогосподарств, які є найбагатшими, зменшує економічне зростання на 0,08 % у найближчі 5 років [205]. Отже, для економічного зростання найважливішим є доходи саме найбіднішого населення та середнього класу. Аналогічні результати було отримано і для країн учасниць ОЕСР [387].

Існує декілька основних каналів впливу нерівності на економічний розвиток. Як свідчать дослідження, нерівність за доходами є одним з факторів фінансових криз – існування довготривалої диспропорції між найбіднішими та найбагатшими призводить до інтенсифікації підвищення левериджу, кредитної експансії, зменшення фінансових обмежень в період економічного підйому і відповідно зростанню неякісних кредитів [377]. Є і небезпідставні припущення, що саме цей фактор призвів до посилення фінансової дерегуляції у розвинутих країнах із відповідним збільшення турбулентності на ринку [139]. Фінансова нерівність також призводить до збільшення від'ємного сальдо зовнішнього балансу [328]. В країнах, що розвиваються, дивергенція у доходах призводить до гострих соціальних конфліктів. Є і деструктивний вплив політичного компоненту у взаємозв'язку нерівності доходів домогосподарств із економічним розвитком. Так, за свідченням Алейшиної і Родріка в країнах із нерівністю доходів, політична власть може буди розподілена в більшій мірі егалітарно, ніж економічна влада. Застосування такої політичної влади для перерозподілу доходів із використанням податків може призвести до зниження мотиву інвестування і, отже, зниження економічного зростання [145].

Треба зазначити, що для країн, що розвиваються, найактуальнішою проблемою є втримання економічного зростання. За оцінкою вчених, зниження у два рази гепу у нерівності доходів домогосподарств, збільшить у 2 рази тривалість економічного підйому [308].

Отже, для розробки механізму гнучкого управління фінансовими ресурсами домогосподарств необхідним є аналіз особливостей розподілу витрат населення в залежності від їх середньодушових доходів, диференційовано за децільними групами (табл. 3.6).

Як видно з наведеної структури існує суттєва відмінність в розподілі витрат в залежності від рівня середньодушових доходів населення. При цьому така закономірність зберігається протягом всього дослідженого періоду. Якщо в першій децільній групі (населення із найнижчими доходами – до 480 грн. на особу в місяць) частка витрат на накопичення (покупка акцій, вклади в банках), на будівництво житла та капремонт складає тільки 1,6 %, то в останній децільній групі більше 8 %. Головні витрати

домогосподарств із самими низькими доходами пов'язані із задоволенням основних фізіологічних споживчих потреб, в той час як домашні господарства із найвищими доходами мають можливість забезпечувати розвиток людського капіталу. Отже, диференціація населення за доходами, наявність тіньового сектора у розподілі доходів, застосування соціальної політики, що стимулює концентрації доходів багатих, відсутність дієвих механізмів перерозподілу, що сприяють подоланню бідності навіть в період економічного зростання.

Таблиця 3.6

**Структура сукупних витрат за децильними групами  
(за 9 місяців 2014 р.) [76]**

	Всі домогосподарства	в т.ч. за грошовими доходами		
		1-ша децильна група	10-та децильна група	нижче прожиткового мінімуму
Всього сукупних витрат на місяць, грн., в т.ч. нараховане витрат, %	3931	2677,2	6154,6	2647,7
- продовольчі товари	55,3	65,5	44,4	65,9
- непродовольчі товари	20,8	19,3	21,6	19,1
- послуги				
- покупка акцій, сертифікатів, вклади у банки	15,3	11,7	19,6	11,6
- будівництво, капремонт житла, нерухомості та ін.	3,6	1,1	6,3	-
- неспоживчі сукупні витрати	1,9	3,0	0,6	3,4
Разом	100	100	100	100

Особливо показовою є суб'єктивна оцінка рівня доходів, яку дають респонденти під час дослідження домогосподарств (табл. 3.7). За самооцінкою домогосподарств за останні три роки знизилася частка домогосподарств, члени яких були спроможні задовольняти основні потреби та робити заощадження.

Таблиця 3.7

**Розподіл домогосподарств за оцінкою рівня свого доходу, % [76]**

	2010			2012		
	всі домогосподарства	в т.ч.		всі домогосподарства	в т.ч.	
		міське	сільське		міське	сільське
Було достатньо та робили заощадження	11,6	10,06	13,6	10,5	10,8	9,9
Було достатньо, але заощадження не робили	47,8	48,9	45,1	49,0	49,7	47,9
Постійно відмовляли себе у самому необхідному	37,5	38,2	37,4	37,6	36,8	29,6
не забезпечували навіть достатнього харчування	3,1	2,3	3,9	2,9	2,7	3,2

Дослідження домогосподарств у 2013 р. вказує також на існування суттєвої різниці середньодушових доходів за якими особа не вважає себе бідною (табл. 3.8).

Таблиця 3.8

**Розподіл домогосподарств за фактичними і суб'єктивними оцінками середньодушового доходу [76]**

Фактичний розподіл у 2014 р.		Самооцінка домогосподарств достатнього розміру свого доходу			
Середньодушові еквівалентні доходи, грн. на місяць	Частка, %	щоб не вважати себе бідним, грн.	Частка, %	Дохід, який відповідає рівню середнього класу, грн.	Частка, %
до 480	0,1	до 1900	4,8	до 5000	18,8
480,1 – 840	1,6	1900,1 - 2300	10,9	5000 – 6000	8,8
840,1 – 1200	8,9	2300,1 – 2700	8,5	6000 – 7000	6,1
1200,1 – 1560	19,9	2700,1 – 3100	19,9	7000 – 8000	12,8
1560,1 – 1920	22,6	3100,1 – 3500	4,2	8000 – 9000	3,6
1920,1 – 2280	15,9	3500,1 – 3900	0,5	9000 – 10000	18,9
2280,1 – 2640	12,1	3900,1 – 4300	12,3	11000 – 12000	4,5
2640,1 – 3000	6,6	4300,1 – 4700	1,2	12000 – 13000	0,8
3000,1 – 3360	4,8	4700,1 – 5100	19,1	Більше 13000	25,1
3360,1 – 3720	2,5	більше 5100	18,6		
Більше 3720	5,0		100		

Реальний розподіл населення за розміром середньодушових доходів суттєво відрізняється від бажаного. Навіть по першій децильній групі населення що не вважати себе бідним, доходи у розрахунку на одну особу повинні бути у 4 рази вище тих, що склалися фактично зараз. Середній розмір доходу для всього населення в 1,9 рази більше того, що фактично склався за станом на 2013–2014 рр.

Розподіл населення за доходами дозволяє розрахувати прогнозні значення доходів за умови збереження розподілу, який склався. Для цього введемо дві гіпотези:

1) в період гострої економічної та політичної кризи розподіл домогосподарств за доходами буде відповідати теоретичним частотам, за змінними по характеристиках логнормального розподілу;

2) основні напрями соціальної політики на ближчу перспективу не передбачають суттєвого зростання доходів.

Реальний розподіл населення України за еквівалентними грошовими доходами відповідає теоретичному закону

логнормального розподілу (табл. 3.9), що дозволяє визначити теоретичні частоти розподілу домогосподарств за середньодушовими доходами (гр. 3 та 5, табл. 3.9). Розподіл частот логнормального розподілу вказує на те, що у найближчій перспективі ніяких суттєвих змін у диференціації населення не буде. Можлива навіть ситуація незначного погіршення розподілу населення. Наприклад, якщо у фактичному розподілі на дві групи із самими низькими доходами приходиться 1,7 % домогосподарств, то теоретична частота цих груп складає 2,6 %, тобто вище на 0,9 в.п. Таким чином, якщо в найближчий час не буде суттєвого зростання доходів, в т.ч. зростання оплати праці, соціальних трансфертів, то буде суттєве (до 40 %) зниження загальної величини еквівалентних доходів у порівнянні з 2013–2014 рр. Треба зазначити, що частина величини падіння об'ємів доходів пов'язана із зниженням загальної кількості домогосподарств. За станом на 01.01.2015 р. кількість домогосподарств склала 14455,5 тис. (без врахування інституційного населення – військових строкової служби, осіб, що знаходяться у місцях позбавлення волі, осіб, які проживають у домах-інтернатах для осіб похилого віку, а також без верств населення на тимчасово окупованих територіях АР Крим та частини зони проведення АТО). Під час стрімкого зростання споживчих цін та рівня інфляції, зниженні реальної заробітної плати у травні 2015 р. по відношенню до травня 2014 р. на 29,6 %, складається суттєве падіння споживчого попиту та, як наслідок, уповільнення економічного зростання та розвитку.

Таблиця 3.9

**Теоретичний розподіл домогосподарств за доходами у 2014 р.**

Середньодушові еквівалентні доходи у розрахунку	Частка домог-в, %	fтеорет	$\frac{(f - f_{\text{теор}})^2}{f_{\text{теор}}}$	fтеор домог-в, тис.	$\chi_{\text{диср}}^*$ f теор дом-в, тис.грн.
1	2	3	4	5	6
до 480	0,1	0,2	0,05	28,9	8670
480,1 – 840	1,6	2,4	0,27	346,9	228954
840,1 - 1200	8,9	13,2	1,4	1908,1	1946262
1200,1 – 1560	19,9	16,6	0,65	2399,6	3311448
1560,1 – 1920	22,6	19,6	0,46	2833,3	4930812
1920,1 – 2280	15,9	21,1	0,12	3050,1	6405210
2280,1 - 2640	12,1	6,6	4,58	954,1	2347086
2640,1 – 3000	6,6	4,9	0,59	708,3	1997406
3000,1 – 3360	4,8	7,7	2,51	1113,1	3539658
3360,1 - 3720	2,5	3,1	0,11	448,1	1586274
Більше 3720	5	4,6	0,03	665,0	2593500
<i>Разом</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>10,8</i>	<i>14455,5</i>	<i>28895280</i>



Проблема нерівності та розшарування населення за рівнем доходів, низький рівень доходів, не дивлячись на економічне зростання та збільшення середньодушових доходів у 2012–2013 рр. актуально та посилилось у 2014–2015 рр., що визначає необхідність розробки та реалізації механізмів гнучкого управління фінансовими ресурсами домогосподарств. Це пов'язано в першу чергу із тим, що зниження схильності домогосподарств до споживання та накопичення супроводжується нестабільністю економічного розвитку, порушенню основних макроекономічних пропорцій в структурі ВВП, а саме, між споживчим попитом та пропозицією, економічним збиткам, пов'язаним із звуженням нарощення людського та трудового потенціалу, фізичного капіталу. Більш того, самооцінка рівня своїх доходів вказує на те, що більшість населення ідентифікує себе як бідне. Це свідчить про гальмування процесів формування середнього класу. Доходів домашніх господарств недостатньо, щоб реалізувати їх ціннісні пріоритети на сучасному рівні. Сьогодні економічне зростання на 64 % залежить від людського і соціального потенціалу, на 20 % від природних ресурсів, та від капіталу – на 16 %. Отже, сьогодні бідність населення, низький рівень доходу виступає як загроза можливості формування гнучкості управління фінансовими ресурсами сектору домогосподарств.

Відповідно до проведеного дослідження можна зробити наступні висновки:

– відповідно до закономірностей, що склалися між фінансами домогосподарств та економічним розвитком в Україні, ефективності їх застосування на ринку капіталу та ринку споживання, доведено, що майже усі види фінансових ресурсів і витрат мають точки екстремумів, і відповідно мають межу позитивного впливу їх зростання на ВВП;

– є певний потенціал продуктивного збільшення фінансових ресурсів домогосподарств та відповідно їх позитивного впливу на зростання ВВП. Найбільшим такої запас є для наявного доходу, чистого прибутку, індивідуальних споживчих витрат, фінансових активів.

– наявність прямих зв'язків із зміною їх еластичності, а за умови досягнення екстремуму, можливої зміни навіть на пряму зв'язку, свідчить про те, що за умови збереження наявних закономірностей та прискорення темпів зростання цін, досягнення екстремуму за основними фінансовими ресурсами, можливе у найближчій перспективі. За рахунок тільки інфляційної компо-

ненти, яка склалася у 2015 р. фінансові ресурси домогосподарств як фактор економічного зростання будуть майже вичерпані, що потребує розробки механізму гнучкого управління.

– відповідно до отриманого прогнозу у найближчій перспективі ніяких суттєвих змін у диференціації населення не буде. Можлива навіть ситуація незначного погіршення розподілу населення. Таким чином, якщо в найближчий час не буде суттєвого зростання доходів, в т.ч. зростання оплати праці, соціальних трансфертів, то буде суттєве (до 40 %) зниження загальної величини еквівалентних доходів у порівнянні з 2013–2014 рр.

### **3.3 Динаміка рівня фінансової гнучкості домогосподарств в Україні**

Фінансові відносини домогосподарства набувають великого значення в соціально-економічному розвитку суспільства. Дослідження фінансів домогосподарств, їх фінансових відносин та інтересів мають бути пріоритетними, оскільки зростання добробуту кожної окремої людини укріплює всю систему держави та зменшує негативні прояви, які притаманні кожній сфері, де взаємодіють різні економічні суб'єкти. Фінансова безпека домогосподарств і, відповідно, їх маневрений потенціал в умовах циклічного розвитку економіки із зростанням тривалості та глибини кризових і рецесійних процесів, є ключовими характеристиками стійкості всієї фінансової системи, основою її розвитку.

В Україні налічувалося на кінець 2013 р. близько 16,9 млн. домогосподарств. Їх частка у первинному розподілі ВВП складає 50 %, 71,4 % ВВП – це кінцеві споживчі витрати домогосподарств. Домогосподарства основними постачальниками внутрішніх фінансових ресурсів в країні.

Дослідження сучасних тенденцій функціонування домогосподарств посідають чільне місце в колі інтересів С. Белозьорова, О. Боуера, Н. Героніної, В. Глухова, Дж. Касадо, Т. Кізима, І. Санько, В. Суркіна, С. Юрія та ін.

Актуальність питання фінансової неспроможності або безпеки (*financial fragility*) домогосподарств внаслідок фінансової кризи визначили певний інтерес вчених до оцінки фінансової спроможності домашніх господарств в разі фінансових шокових

впливів. До таких досліджень слід віднести праці Лусарді А. [337], Туффано П., Ворсінгтона Е. [431], Ампудіа М. та ін. [150], Албасета Н. і Ліндера П. [144], Херральда Р. і Кауко К. [299], Персона М. [370], Зачковські С. і Заковські Д. [428] та ін.

Таким чином, оцінка фінансової гнучкості домашніх господарств на основі визначення трьох компонентів маневреного потенціалу – доходів, витрат, активів і зобов'язань населення є актуальним завданням.

Під час оцінювання гнучкості фінансового забезпечення домашніх господарств необхідно керуватися наступними положеннями:

1) спроможність домашніх господарств до ефективної фінансової адаптації залежить від можливостей розширення їх доходної бази, її вихідної стабільності, можливостей безболісного зменшення окремих видів витрат, без порушення при цьому можливостей задоволення мінімальних потреб, спроможності застосування грошових та інших видів фінансових резервів і накопичень, наявності запасу боргового навантаження. Відповідно, визначимо агреговані структурні елементи оцінки гнучкості як гнучкість фінансів домогосподарств відповідно до їх доходів, витрат, активів і зобов'язань;

2) гнучкість фінансів домогосподарств буде тим вище, чим:

– вище рівень задоволення мінімальних прожиткових потреб населення, нижче рівень бідності та менше рівень розшарування та соціальної нерівності в суспільстві,

– вище рівень загальної соціалізації ВВП відповідно до співвідношення заробітної плати та розміру останнього;

– вище частка підприємницького доходу та доходу від самозайнятості, доходів від власності;

– нижче частка споживчих витрат домашніх господарств в структурі їх загальних витрат, в тому числі частка витрат на житло, газ, воду та електроенергію;

– вище частка вкладень у фінансові і не фінансові активи у витратах домашніх господарств;

– вище загальний рівень заощаджень населення;

– менше рівень боргового навантаження на домашні господарства;

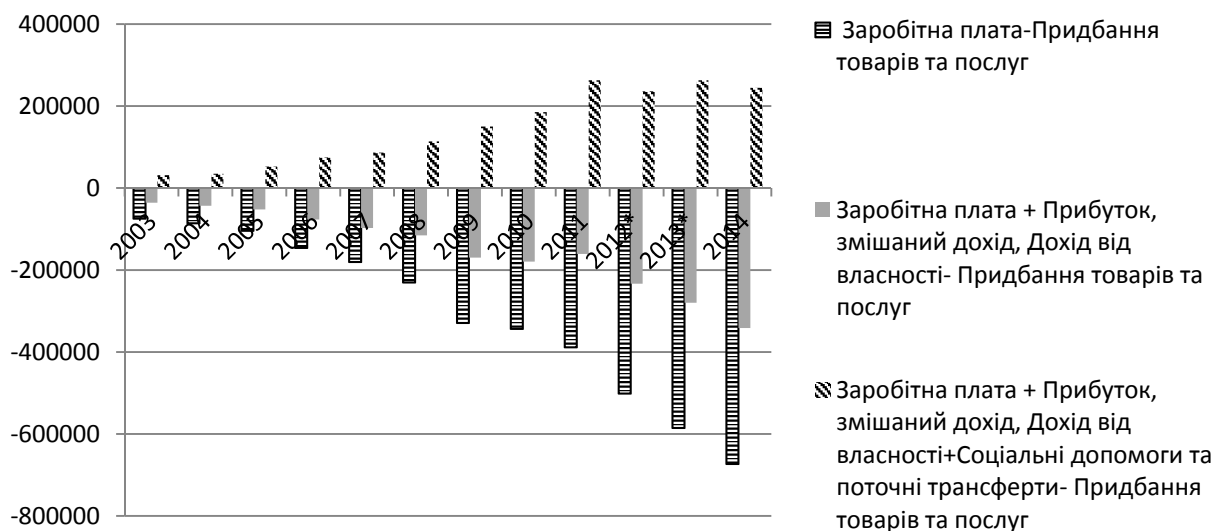
– краще стан грошових резервів.

3) оцінку гнучкості доцільно провести на основі оцінки факторів її формування, та результатів її реалізації. Об'єктом оцінки в цієї статті є саме перший підхід.

Аналіз вихідних показників гнучкості фінансів домогосподарств за їх доходами свідчить про їх загальне покращення у період після фінансово-економічної кризи 2011–2014 рр. – 7 з 9-ти показників набули в цей час своїх найкращих значень за останні три роки. Так, суттєве покращення відбулося у задоволенні мінімальних прожиткових потреб населення – рівень бідності з 65 % у 2003 р. опустився до 8–9 % населення, перевищення доходів домогосподарства над прожитковим мінімумом також досягло майже двократного розміру та зросло майже у 3 рази, зменшилася і диференціація населення за доходами – співвідношення доходів найбагатших та найбідніших скоротилося з 7 до 5-ти разів. Між тим, є і негативні тенденції – в 2014 р. на 4 в.п. впали середні доходи домогосподарства до прожиткового мінімуму, на 1 в.п. підвищився рівень бідності, зменшилися середні доходи домогосподарств до їх середніх витрат, скоротився рівень соціалізації ВВП разом із паралельним негативним підвищенням частки заробітної плати у ресурсах домогосподарств. Низькою залишається і частка доходів від підприємницької діяльності та самозайнятості у доходах домогосподарств.

Про особливу роль у механізмі досягнення гнучкості та, відповідно, динаміку різних доходів свідчать і агреговані показники фінансових ресурсів сектора домогосподарств. В динаміці доходів закономірно більш стабільною є заробітна плата та соціальні допомоги як більш інерційні джерела (їх коефіцієнт варіації склав відповідно 0,51 та 0,52). Разом із тим, вони зазнали більшого зниження під час світової фінансової кризи – у 2009 р. зниження доходів у вигляді заробітної плати склало 31 в.п. у порівнянні із 2008 р., у 2014 р. їх абсолютна величина навіть знизилася на 3 %, посилившись впливом аналогічного падіння соціальних виплат. У порівнянні із цим доходи від власності, прибуток та змішаний дохід в 2014 р. зросли на 6 %, а їх коефіцієнт варіації склав 72 %. Виконуючи роль своєрідного резерву, що підтверджується динамікою, в Україні доходи від власності, підприємницький дохід та дохід від самозайнятості все ж не можуть сформувати повноцінний буфер – їх частка залишається досить незначною – на заробітну плату та соціальні виплати приходиться майже 80 % всіх

джерел. Підтвердження цьому виступають показники покриття витрат на придбання товарів та послуг різними видами доходів (рис. 3.9).



**Рис. 3.9 Покриття потреби у придбанні товарів та послуг за рахунок різних видів доходів (розраховано за даними [76])**

Так, дефіцит покриття придбання товарів та послуг в 2014 р. склав більше 673 млрд. грн., із врахування прибутку, змішаного доходу та доходу від власності – 341 млрд. грн. Цей дефіцит покривається тільки за рахунок соціальних допомог та поточних трансфертів. Отже, для повного покриття вказані джерела доходів повинні збільшитися майже у два рази. Слід також додати той факт, що збільшення дефіциту за умови врахування доходів від власності, прибутку та змішаного доходу, відбувалося більшими темпами у порівнянні із дефіцитом, із покриттям тільки за рахунок заробітної плати. Отже, зростання вказаних додаткових доходів відбувалося меншими темпами за збільшенням потреби.

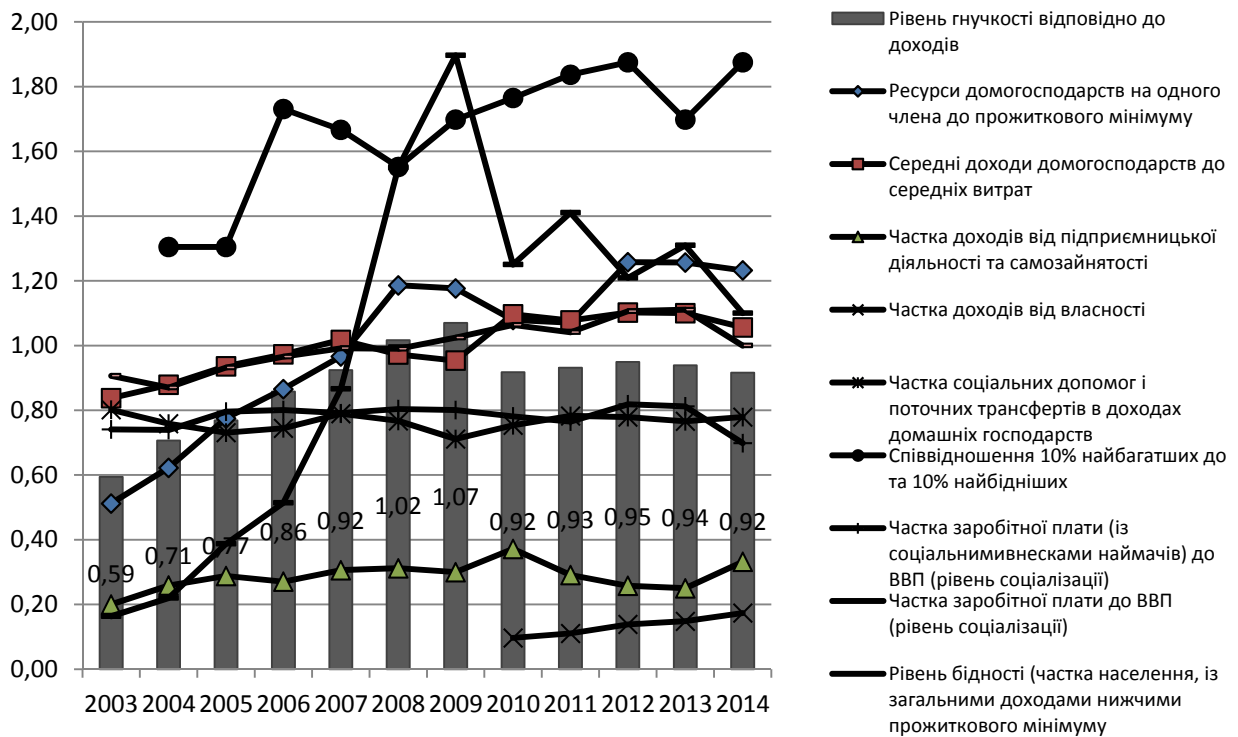
Для визначення *інтегрованого показника гнучкості фінансів домогосподарств* відповідно до їх доходів, здійснимо нормування вказаних вихідних показників відповідно до їх середніх значень по країнах ОЕСР [81, 286]. Вибір саме середнього значення, а не використання максимальних та мінімальних величин для нормування, засновується на високій варіативності значень по країнах вибірки (табл. 3.10).

Таблиця 3.10

**Максимальні, мінімальні та середні значення показників  
гнучкості фінансів домогосподарств відповідно до їх доходів  
країн ОЕСР**

	Мінімум	Максимум	Середнє
Рівень бідності (частка населення, із загальними доходами нижчими прожиткового мінімуму)	Чехія – 0,058, Данія – 0,057	Австралія – 0,14, Іспанія – 0,144, Чилі – 0,188, Естонія – 0,128	0,11
Співвідношення доходів 10 % найбагатших до 10 % найбідніших	Норвегія, Швеція	Мексика – 27, Туреччина, США, Ізраїль - 14	9
Частка доходів від підприємницької діяльності та само зайнятості у доходах домогосподарств	Естонія – 0,02, Швеція – 0,04, США – 0,06, Норвегія – 0,08	Чилі – 0,54, Туреччина – 0,44, Корея – 0,35, Чехія – 0,24	0,17
Частка доходів від власності	Швеція – 0, Словенія, Естонія – 0,01, Польща – 0,02	Фінляндія – 0,11, Німеччина, Данія, Люксембург – 0,05,	0,05
Частка заробітної плати до ВВП	Туреччина – 0,49, Болгарія – 0,52	Великобританія – 0,71, Данія – 0,70, Нідерланди, Німеччина – 0,69	0,617
Частка заробітної плати в доходах домогосподарств	Угорщина, Данія – 0,6, Австрія – 0,61, Франція – 0,63, Фінляндія – 0,63	Естонія – 0,795, Люксембург, Польща - 0,73, Німеччина – 0,69	0,66
Частка соціальних допомог в доходах домашніх господарств	Корея – 0,06, Нідерланди, Австралія – 0,13, Чилі, Швейцарія – 0,16	Угорщина – 0,78, Греція – 0,45, Італія – 0,52, Франція – 0,44, Австрія – 0,42	0,29

Порівняння та нормування показників, що характеризують гнучкість домогосподарств за їх доходами у 2003–2014 рр., із аналогічними по країнах ОЕСР свідчить про той факт, що тільки декілька з показників виявилися кращими за середню тенденцію країн вибірки. Серед них – показники рівня задоволення мінімальних прожиткових потреб населення (рис. 3.10). Незважаючи на стрімке підвищення рівня бідності в Україні останнім часом, на кінець 2014 р. його значення (10 %) було нижчим за середній по країнах ОЕСР (11 %) (Додаток Г).



**Рис. 3.10 Нормовані показники фінансової гнучкості відповідно до доходів домогосподарств**

Більш позитивним відхиленням має показник диференціації доходів населення (їх співвідношення за найбагатшими та найбіднішими). Разом із тим, враховуючи високий рівень тінізації економіки України, цей показник не є достатньо репрезентативним. Про виконання необхідної умови наявності гнучкості - задоволення мінімальних потреб, свідчать і значення показників відношення доходів домогосподарства до прожиткового мінімуму та співвідношення доходів на витрат домогосподарств.

Важливою умовою гнучкості доходної бази домогосподарств є її відповідна структура. Так, середнє значення показника підприємницького доходу домогосподарств та доходу від самозайнятості у країнах ОЕСР майже у три рази вище ніж в Україні та складає 17 %. Нижчими за українські мають такі доходи тільки домогосподарства Швеції і Естонії. Обидві ці країни мають дуже високу частку заробітної плати у доходах та значні соціальні трансферти. У 1,5 рази вищими за середній у країнах ОЕСР є і показник соціальних допомог, які виконують роль компенсаційного механізму для доходів домогосподарств, але має високі фінансові обмеження під час застосування. Отже, збільшення їх частки є негативним фактором для фінансової гнучкості домогосподарств у середньостроковій і довгостроковій перспективі. Найвищими серед

країн ОЕСР вони є у Греції, Угорщині, Італії – країнах із наявними проблемами в сфері державних фінансів.

Дещо іншу інтерпретацію від характеристики зміни показника частки оплати найманої праці у доходах домогосподарств має показник їх частки у ВВП. Зважаючи на тенденцію поступового зниження останнього у світі серед науковців зараз йде жвава дискусія про можливі негативні наслідки цього явища. Так, за останні 20 років частка таких доходів у країнах ОЕСР знизилася у національному доході з 66,1 % до 61,7 %. Оплата праці вважається, з одного боку, найбільш стабільним показником структури національного доходу, з іншого, є основним джерелом споживчого попиту. Отже, його зменшення є ознакою загрози стійкості економічного зростання та розвитку. Відповідно до результатів досліджень спеціалістів Міжнародної організації труда, 1 % зниження у частці оплати праці у національному доході впливає на суттєве негативне зниження споживання населення: за виключенням Аргентини, Австралії та Південної Африки, всі країни в цілому зазнають 0,3 % падіння споживчих витрат відповідно до 1 % зниження частки доходів від оплати праці у ВВП. У країнах із значною кількістю населення і, відповідно значним внутрішнім ринком (країни Єврозони, Китай, Мексика, Туреччина, США), таке падіння призводить до навіть більшого зниження споживання – 0,4 – 0,5 % [152]. Зважаючи на те, що в Україні значення показника соціалізації ВВП на чверть менше за середнє по країнах ОЕСР, а також маючи на увазі його тенденцію до зниження, високу чисельність населення та падіння попиту на імпорт в результаті валютної кризи, можна впевнено прогнозувати подальше звуження внутрішнього споживання із наступними негативними наслідками для економічного розвитку.

Враховуючи сукупність характеристик гнучкості фінансів домогосподарств за їх доходами, на основі їх середньозваженого значення розраховано інтегральний показник гнучкості, який вказує на вичерпування потенціалу адаптації домогосподарств із позиції використання ними доходної бази, що вказує на необхідність її реструктуризації за допомогою більш ефективного застосування оподаткування та механізмів детінізації економіки.

Гнучкість фінансів домашніх господарств також визначається раціональною структурою їх витрат. В якості резервів раціоналізації таких витрат в разі необхідності є зниження, в першу



чергу, вкладень у фінансові і не фінансові активи (скорочення накопичень) – неспоживчих витрат, а також окремих статей споживання, які не є предметами першої необхідності.

Треба зазначити, що номінальна величина споживчих витрат домашніх господарств в Україні в останні три роки повільно знижувалася – індекс зростання у 2014 р. вже дорівнював нулю, у 2015 р. прогнозується його від'ємне значення. Така тенденція відображає процес повільного пристосування домашніх господарств до посилення інфляційних процесів, зниження темпів зростання реальних доходів – в 2014 р. він впав до 6 % річних.

Показник частки споживчих витрат у ВВП є важливим драйвером і, отже, індикатором економічного розвитку. У посткризовому періоді частка споживчих витрат у ВВП суттєво зросла – з 63 % у 2008 р. до 71 % у 2014 р. Середнє значення цього показника по країнах у 2012 р. склало 61,8 % із найбільшими у Швейцарії, Греції, Великобританії, Туреччині та США (табл. 3.11). Разом із тим, таке зростання може відбуватися, як за рахунок збільшення споживчого попиту, так і на основі зменшення ВВП. Отже цей показник вказує на загальну тенденцію зміни значимості цих витрат для економіки – його високі значення можуть свідчити не тільки про неефективність використання споживчих витрат як драйвера розвитку, але й його вичерпування.

Більш красномовно про адаптаційні можливості домашніх господарств свідчить показник частки споживчих витрат до загальної їх величини. В Україні ці витрати за останні 10 років практично не знижувалися менше 90 %, спостерігається і їх негативна тенденція збільшення у 2014 р., що визначає обмежені можливості маневру за рахунок корегування накопичень.

Іншим показником структури витрат домогосподарств, що вказує на наявність резервів корегування споживчих витрат, є частка витрат на харчування. В Україні ці витрати до фінансової кризи 2009 р. перевищували 50 % споживання, в 2014 р. вони склали 48 %, підвищившись на 1 в.п. у порівнянні із попереднім періодом. Таке значення майже в 5 разів перевищує середній рівень показника по країнах ОЕСР, та більше ніж у 2 рази – максимальні.

В цьому аспекті заслуговує на увагу динаміка зміни різних витрат у країнах ЄС внаслідок фінансової кризи 2008 р. Найбільш стабільними або найменше корегування зазнали витрати на харчування (-1 %), витрати на освіту (+0,1 %), оренда житла (+2 %).

Найбільше зниження або економію зазнали такі споживчі витрати, як предмети довготривалого вживання (-5,2 %), витрати на одяг (-4,9 %), на відвідування ресторанів та готелів (-4,8 %), електрику та газ (-1,8 %) [338].

Показовою також є частка витрат на житло, воду, газ, електроенергію. В Україні вона з 4 % у 2003 р. зросла до 11 % у 2014 р. Саме ці витрати були в країнах ОЕСР суттєво більшими – їх середнє значення – 17,3 %, максимальнє мають такі країни як Чехія, Великобританія, Фінляндія та Італія. Разом із тим, імпорт газу за світовим цінами та низькі порівняні доходи домашніх господарств в Україні, закладають основу перспективи негативного подальшого збільшення цих витрат і, отже, зменшення гнучкості фінансів домогосподарств за рахунок загальної економії витрат.

*Таблиця 3.11*

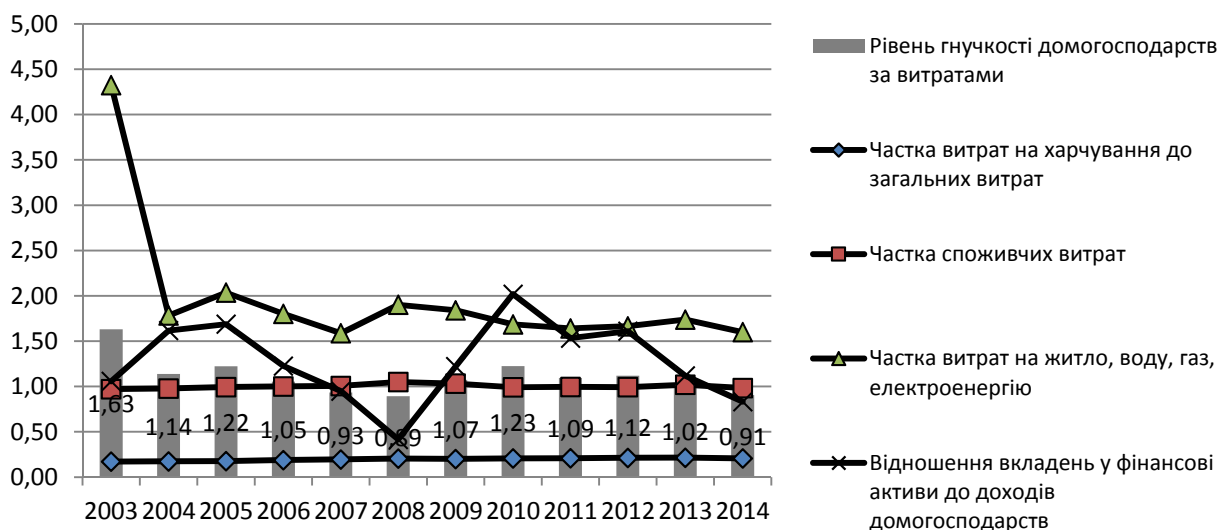
**Максимальні, мінімальні та середні значення показників гнучкості фінансів домогосподарств відповідно до їх витрат країн ОЕСР, ЄС**

<b>Показник</b>	<b>Мінімум</b>	<b>Максимум</b>	<b>Середнє</b>
Частка витрат на харчування до загальних витрат	Великобританія – 0,09, Австрія – 0,1, Данія – 0,11	Польща – 0,19, Португалія – 0,16	0,13
Частка витрат на житло, воду, газ, електроенергію	Чехія – 0,214, Великобританія – 0,208, Фінляндія – 0,197, Італія – 0,191	Норвегія – 0,138, Португалія – 0,142, Бельгія – 0,168	0,173
Частка споживчих витрат у ВВП	Норвегія – 0,41, Нідерланди – 0,45, Чехія – 0,48, Данія – 0,49	Швейцарія – 0,77, Греція – 0,72, Великобританія, Чилі – 0,64, Туреччина – 0,69, США – 0,68	0,618
Відношення вкладень у фінансові активи до доходів домогосподарств	Фінляндія – (-0,059), Естонія – (-0,041), Норвегія – (-1,1), Греція - 0	Корея – 0,122, Португалія – 0,097, Германія – 0,082	4,64

Вкладання коштів домогосподарствами у фінансові активи є не тільки способом формування резервів гнучкої адаптації у майбутньому, але й фактором отримання додаткових доходів. До фінансової кризи 2009 р. частка таких витрат в бюджеті домогосподарств досягала 9-10 %, після якої вони не перевищували 3 %, а в 2014 р. склали 2 %. Це більше, ніж в 2 рази менше за значення показника у країнах ОЕСР, та в 6 разів за максимальні

показники, які мають Корея (12,2 %), Німеччина (8,2 %) та ін. Нижчі показники мають тільки Норвегія і Естонія.

Розрахований аналогічний макроекономічний показник вкладень домогосподарств у фінансові активи до доходів (який може приймати від'ємні значення в разі перевищення вилучення коштів з фінансових активів) має трохи більші значення - його величина в 2014 р. склало 5 %. Треба відзначити, що навіть в період світової фінансової кризи в 2008-2009 рр. вкладення домашніх господарств в Україні не прийняли від'ємних значень. В той же час, протягом тривалого періоду відтік капіталу з фінансових активів спостерігався у Великобританії, Естонії, Фінляндії, Ірландії, Канаді. Одним з факторів такої тенденції є реалізація процесу делевериджу із зниженням боргового навантаження у всіх секторах економіки та відповідним зниженням притоку позикового капіталу.



**Рис. 3.12 Нормовані показники фінансової гнучкості відповідно до витрат домогосподарств**

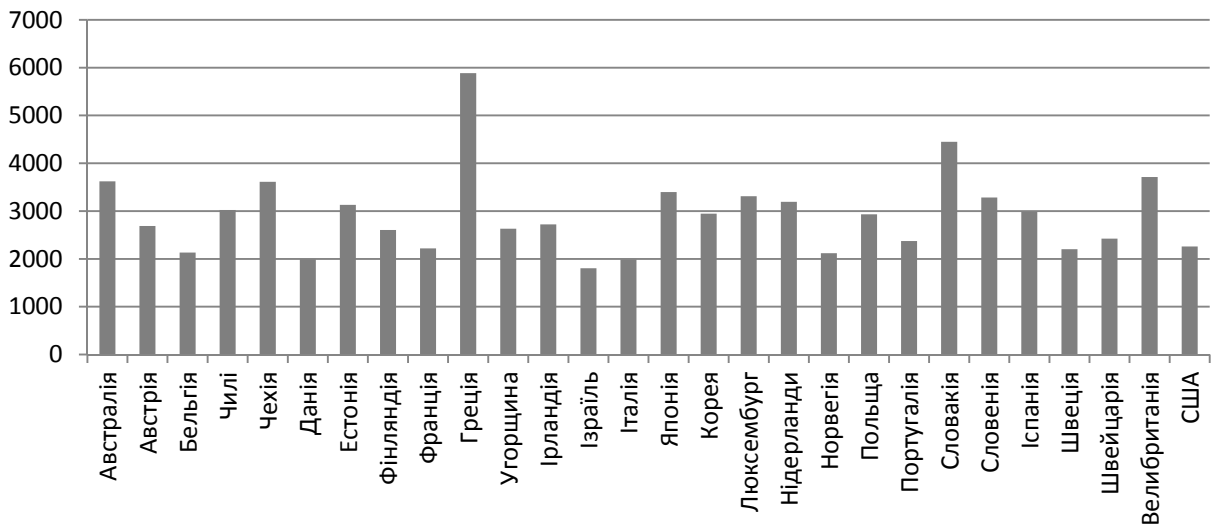
Розрахований рівень гнучкості фінансові в домогосподарств на основі їх витрат свідчить про його стійку тенденцію зниження з 2010 р. В 2014 р. його значення впало менше одиниці.

Гнучкість фінансів домогосподарств значною мірою визначаються не тільки величиною та структурою притоку та відтоку грошових ресурсів, а й накопичених резервів та зобов'язань – балансу активів і боргів. Формування фінансових заощаджень внаслідок соціальної спрямованості фінансових відносин є однією із найважливіших їх функцій. Вразі впливу фінансових шоків заощадження виконують роль ліквідного резерву для задоволення додаткових потреб домогосподарств. Теоретичною основою цього

явища складає мотив застереження, який за свідченням вчених складно виокремити та оцінити [338]. Разом із тим, окремими вченими виявлено незначну частку заощаджень, сформованих саме відповідно до цього мотиву – до 10 % вартості [191]. Більш пізні дослідження свідчать про більшу частку таких заощаджень – до 50 % від їх загальної вартості [201]. З нашої точки зору, майже абсолютна ліквідність таких резервів дозволяє застосовувати їх в будь яких напрямках, що дозволяє долучити до оцінки гнучкості весь об'єм фінансових активів

Відсутність складання балансу фінансових і не фінансових активів за секторами економіки в Україні унеможлиблює повну оцінку накопиченого капіталу домашніми господарствами. Разом із тим, така оцінка можлива в частині грошових заощаджень на рівні банківської системи, які традиційно займають переважну частку заощаджень населення в країні, на відміну від країн із розвинутим фінансовим ринком. Так, найбільша частка депозитів у загальних фінансових резервах населення в країнах учасниць ОЕСР складає не більше 65 %, що характерно для таких країн як Словаччина (64,8 %), Чехія (55,7 %), Австрія (45,7 %). Найменшою вона є у Чилі – 13,1 %, США – 13,7 %, Швеції – 16,6 %, Ізраїлі – 22,1 %. Це вказує на їх більшу диверсифікацію, як за інструментами вкладень, так і інститутів зберігання та накопичення резервів. Так, із адекватною банкам альтернативою у накопиченні коштів у вигляді пенсійних заощаджень є такі країни, як Австралія (52,9 %), Чилі (46,8 %), Данія (23,1 %), Нідерланди (49 %), Швейцарія (34), США (31 %). Найбільші вкладення домогосподарств в акції характерні для Швеції (32 %), США (31 %), Угорщині (30,4 %), Чехії (20 %).

Розрахований ступінь диверсифікації фінансових активів на основі індексу Херфіндаля-Хіршмана відповідно до частки кожного із 5-ти видів (депозитів, облігацій, акцій, вкладень у взаємні і пенсійні фонди, компанії страхування життя) вказує на найбільший її рівень у США (2260), Бельгії (132), Данії (1993), Ізраїлі (1804), Італії (1990), Норвегії (2119) (рис.4). Звертає на себе увагу і країна із мінімальним рівнем диверсифікації фінансових активів – Греція (5885), що відображає концентрацію заощаджень домогосподарств тільки у депозитах, та відповідну високу залежність фінансової безпеки домогосподарств від стійкості банківської системи цієї країни.



**Рис. 3.13 Степінь диверсифікації фінансових активів домогосподарств в країнах ОЕСР (розраховано за даними [286])**

Зростання диверсифікації знижує не тільки загальний ризик заощаджень, але й дає можливість отримання більш високого доходу із різних джерел, знижуючи тим самим навантаження на необхідну норму доходності вкладання коштів в банки. В цьому разі банки виконують свою природну роль – найбільш надійних інститутів вкладання коштів із відповідною невисокою дохідністю.

Про рівень заощаджень свідчить також показник їх відношення до ВВП. В Україні він мав тенденцію до збільшення протягом майже всього досліджуваного періоду із максимумом в 2013 р., коли його значення склало 30 %. В 2014 р. його падіння дорівнювало вже 3 в.п. Треба зазначити, що рівень домогосподарств заощаджень майже у 6 разів менше середнього співвідношення фінансових активів до ВВП у країнах ОЕСР, де воно складає 120 %. Найбільшим воно є для Японії (334 %), Канади (256 %), Ізраїлю (228 %). Близько 100 % об'єму ВВП мають запаси фінансових активів домогосподарства Чехії, Угорщини та Норвегії, Словенії, Мексиці [81]. Отже, нагальною проблемою для України є не тільки збереження досягнутого рівня заощаджень, але й його збільшення за рахунок відновлення довіри до фінансової системи населення та залучення у фінансові активи незадіяних грошових коштів, що знаходяться у населення.

Досить неоднозначний вплив на фінансову гнучкість домогосподарств здійснює здійснення заощаджень в іноземній валюті. Зростання його вартості внаслідок підвищення курсу

валюти та відповідний захист від інфляції, роблять таке заощадження більш привабливим та надійним напрямом заощаджень з точки зору домогосподарств і, відповідно, їх фінансової гнучкості. З іншого боку, такі фінансові активи збільшують ступінь доларизації економіки, підриваючи фінансову безпеку банків і, відповідно, негативним чином впливаючи на фінансову гнучкість домогосподарств. В Україні показник відношення депозитів населення в іноземній валюті мав тенденцію до збільшення – з 0,07 у 2008 р. від збільшився у 2 рази до 0,14. Разом із тим, його зростання в останні два роки в більшій мірі пов'язано не із збільшенням вкладень (скорочення об'ємів нових вкладень в іноземній валюті домогосподарствами склало в 2012 р. – 16 %, в 2013 р. – 66 % [76], а із номінальним збільшенням об'ємів внаслідок росту курсу іноземної валюти.

Обов'язковою компонентною в оцінці фінансової гнучкості домогосподарств є рівень їх боргового навантаження, яке може вимірюватися, як часткою витрат на обслуговування боргу у доходах (загальних витратах) домогосподарств, так і рівнем залишків боргових зобов'язань відносно їх доходів або ВВП.

Проблема боргу домашніх господарств в деяких країнах є дуже гострою та актуальною. Так, середнє боргове навантаження на домогосподарства (відносно їх доходів) в країнах ОЕСР склало в 2011 р. 135 %. Найбільш високим воно було для Данії (331 %), Нідерландів (302 %), Ірландії (234 %), Швейцарії (201 %). При цьому Нідерланди і Греція зазнали найбільшого зростання за період 2006–2011 рр. – 46 та 39 в.п. відповідно. В той же час, ряду країн вдалося результативно провести делеверидж із зниженням боргового навантаження на доходи домогосподарств – на 20 в. п. в США, 16 в.п. в Великобританії та 11 в.п. у Німеччині.

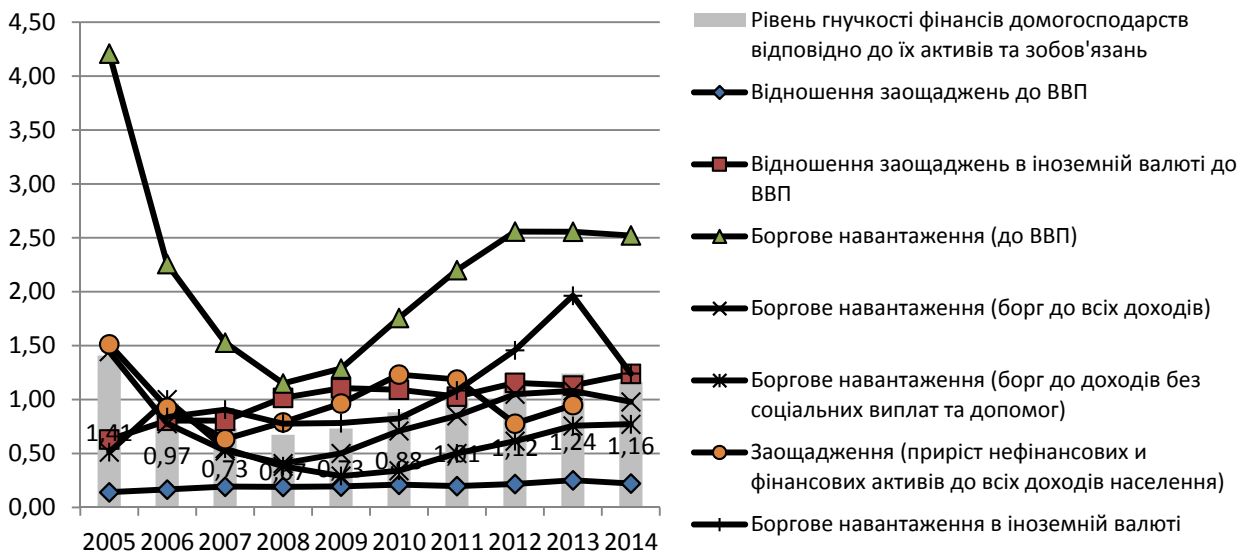
Треба зазначити, що процеси делевериджу у світі проходять дуже повільно. Переважна більшість країн (80 %) не тільки зберегли, а навіть збільшили рівень боргового навантаження на домогосподарства на 7 трлн. дол. США із 2007 р. до 40 трлн. дол. США. Найбільшим було таке підвищення для Греції (20 в.п.), Китаю (18 в.п.), Швеції (18 в.п.), Туреччини (10 в.п.). Середній рівень боргу домогосподарств до ВВП у високо розвинутих країнах склав 80,7 %, для тих, що розвиваються – 34,4 %.

Боргове навантаження для домогосподарств в Україні у порівнянні із рівнем в високорозвинених країнах не є високим.

Його максимум відносно доходів населення прийшовся на 2008 р. (33 %), із подальшим зниженням у посткризовому періоді до 12 % в 2013 р. В 2014 р. внаслідок збільшення курсу валюти ця тенденція змінилася на протилежну із зростанням боргового навантаження на 2 в.п. Дещо вищим є його значення із вирахуванням соціальних виплат та допомог із доходів домогосподарств – в 2014 р. він склав 22 % від таких доходів. Невисоким у порівнянні із середнім по країнах ОЕСР є значення боргу відносно ВВП. На відміну від попереднього показника тенденція зміни боргу до ВВП характеризувалася поступовим підвищенням із максимумом в 2014 р. – 14 %.

Останні дослідження проблеми боргу домогосподарств вказують на існування певного рівня боргового навантаження, перевищення якого підвищує вірогідність падіння платоспроможного попиту та генерує рецесію. За висновками вчених такий поріг для високо розвинутих країн складає для домогосподарств 85 %. Для країн із ринками, що розвиваються, безумовно цей рівень буде на порядок нижчим. Треба зазначити, що загрозливим є не тільки саме значення боргу до ВВП, але й швидка зміна цього показника. Невелика варіація навколо тренду боргового навантаження збільшує на 10 % ймовірність входження економіки в рецесію протягом наступного року. Якщо ж варіація перевищує 10 % відхилення від тренду збільшує вірогідність рецесії на 40 %. Не дивлячись на те, що таке швидке підвищення є рідким, воно спостерігалось у таких країнах, як Естонія, Іспанія, Великобританія, США.

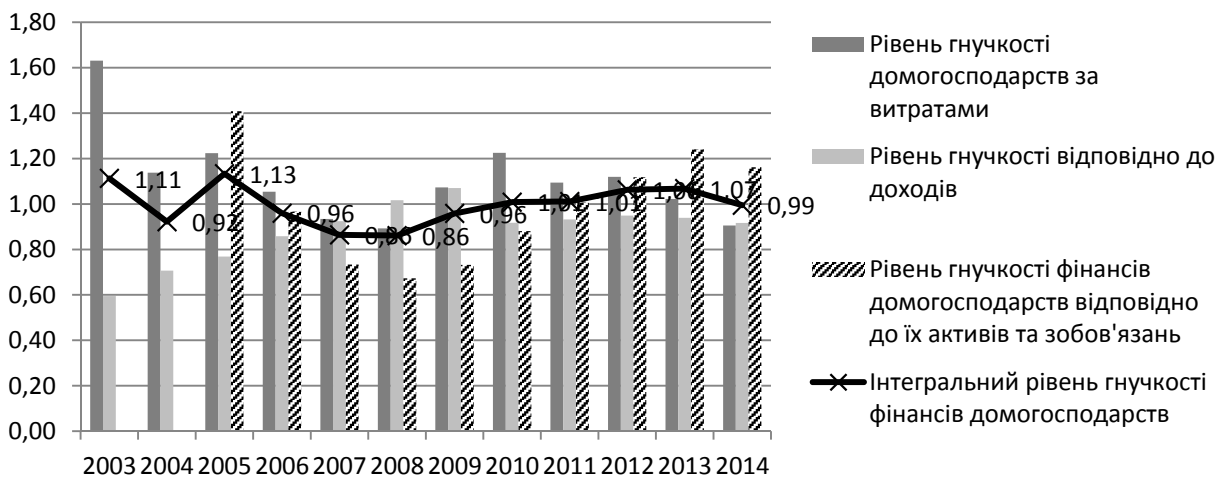
Розрахунок інтегрального показника рівня гнучкості фінансів домогосподарств відповідно до їх активів і зобов'язань на основі нормування вихідних показників дає загальне уявлення про накопичений потенціал можливостей вивільнення фінансових ресурсів або додаткового їх залучення населенням. Мінімальний рівень таких можливостей спостерігався в 2008 р. – він майже в 2 рази був нижчим за аналогічний у країнах ОЕСР. До 2013 р. відзначається повільне збільшення таких можливостей, перш за все за рахунок зменшення боргового навантаження. В 2014 р. цю тенденцію переломлено в бік зменшення потенціалу маневру домогосподарств на 8 в.п.



**Рис. 3.14 Нормовані значення показників гнучкості фінансів домогосподарств в Україні відповідно до їх активів та зобов'язань**

Отже, на відміну від досліджуваної вибірки країн, сектор домогосподарств в Україні із позиції ступеня боргового навантаження на макrorівні не є основним генеруючим фактором рецесійних процесів. Більш обтяженими із позиції боргу є вітчизняні сектори не фінансових корпорацій та державний сектор. Разом із тим незначний рівень гнучкості домогосподарств в частині їх доходів та витрат, одночасно із високою залежністю від фінансової спроможності банківських установ та держави, ставлять фінанси домогосподарств в досить турбулентне становище.

Інтегральний рівень фінансової гнучкості домогосподарств наведено на рис. 3.15.



**Рис. 3.15 Інтегральний рівень фінансової гнучкості домогосподарств**



Аналіз інтегрального рівня фінансової гнучкості домогосподарств свідчить про наступне:

– максимальний рівень гнучкості був сформований в 2005 р., надалі в результаті погіршення якості фінансових активів та збільшення зобов'язань домогосподарств 3 роки поряд фінансова гнучкість знижувалася. В результаті відновлення довіри до банківської системи, регулювання фінансового ринку, з 2010 р. відбулося зростання інтегрального показника фінансової гнучкості;

– загрозовою виявляється негативна тенденція зниження усіх трьох компонентів фінансової гнучкості домогосподарств в 2014 р. як це відбулося в 2006. Показник гнучкості за рік впав на 8 в.п. в більшій мірі за рахунок падіння якості та погіршення структури доходів та витрат населення. За обома компонентами рівень гнучкості фактично знизився до їх значення у 2007 р.

### **3.4 Особливості оцінювання фінансової гнучкості суб'єктів господарювання**

Формування фінансової гнучкості на рівні суб'єктів господарювання спрямовано на підтримку доступу або потенціалу фінансування, є відповідною реакцією на прояв фінансових обмежень внаслідок недосконалості фінансового ринку. Її головною цінністю є нарощування ринкової вартості бізнесу завдяки досягненню фінансової спроможності оперативного реагування на непередбачені позитивні і негативні шоків впливи зміни грошових потоків або інвестиційних можливостей. В умовах поглиблення глобалізаційних процесів зростає частота фінансових криз, збільшується тривалість рецесій, негативна асиметричність та глибина ділового циклу. Ці явища роблять питання управління фінансовою гнучкістю найактуальнішими, як для економік із розвинутим ринком, так і таких, що розвиваються. В свою чергу, дослідження методології оцінки спроможності суб'єктів господарювання до відновлення, реструктуризації та розширення свого фінансового потенціалу є невід'ємним елементом розвитку управління корпоративними фінансами.

Питання оцінювання фінансової гнучкості на мікрорівні є актуальним предметом досліджень зарубіжних та вітчизняних вчених протягом останнього десятиріччя. Найбільш поширеним

при цьому підходом є її оцінка за допомогою фінансових коефіцієнтів, які на основі регресійного аналізу ступеня їх впливу на доступ суб'єктів господарювання до фінансових ресурсів інтегруються у єдиний показник. До таких розробок слід віднести дослідження Даніеля Н. [393], Клеверлі У. [210], Дрейера Б. і Гронхага К. [233], Бланка І. [5], Комаринець С. [41]. В аспекті цього підходу доречно навести і дослідження в сфері оцінки фінансових обмежень, що є вихідною умовою, що перешкоджає досягненню гнучкості. Найбільш поширеними є індекси фінансових обмежень Каплана-Зінгалеса та Вайтеда-Ву [426, 356]. Більш розширеним підходом можна вважати такий, що враховує комплекс зовнішніх факторів, динаміку економічного циклу [48]. Окремим напрямом оцінки фінансової гнучкості можна вважати вартісний підхід, що використовує методологію оцінки реальних опціонів.

Разом із тим, безпосередня оцінка фінансової гнучкості є досить складним завданням та до сьогоднішнього дня немає досконалої методики. В наявних підходах не вирішено питання оцінки гнучкості із позиції її основних складових – оперативності, мобільності, маневреності суб'єкта в процесі адаптації свого фінансового потенціалу до зміни умов господарювання, пристосування до реальних ділового і фінансового макроекономічних циклів.

Отже, актуальною є розробка інтегрального підходу до оцінки фінансової гнучкості на мікрорівні, заснованого на врахуванні, з одного боку, стійких інституційних чинників суб'єктів господарювання, що впливають на їх фінансові адаптаційні можливості, з іншого боку, вимірювані однорідних характеристик гнучкості впродовж циклу обороту фінансових ресурсів в умовах циклічного економічного розвитку країни.

Оцінювання гнучкості на рівні окремих суб'єктів господарювання засновується на наступних положеннях:

– фінансова гнучкість суб'єктів господарювання визначається трьома її видами відповідно у розподілі фінансових ресурсів, їх акумуляції та розміщенні. *Гнучкість у розподілі і перерозподілі фінансових ресурсів* ґрунтується на можливості реінвестування суб'єктом господарювання додаткових власних фінансових ресурсів за рахунок зміни структури їх розподілу (зростання фондів накопичення). До основних її інструментів прийнято відносити скорочення дивідендних чи інших виплат власникам, скорочення викупу акцій. *Гнучкість в акумулюванні фінансових ресурсів* –

заснована на здатності залучати додаткові власні і позикові фінансові ресурси, змінювати їх структуру в режимі економії часу і вартості фінансування (її основні інструменти – резерв боргової спроможності і відкриття кредитних ліній). У свою чергу, *гнучкість у розміщенні фінансових ресурсів* заснована на потенціалі зміни структури активів і напрямів вкладання коштів;

– оскільки фінансова гнучкість на мікрорівні розглядається із позиції здатності суб'єктів господарювання своєчасно розширювати, звужувати або відновлювати свій *фінансовий потенціал* відповідно до мінливих умов функціонування, є відповідна закономірність придатності тих чи інших інструментів для застосування в цих процесах. Так, підготовка умов до покриття шоків ліквідності, в першу чергу, реалізується на основі інструментів формування гнучкості до розміщення фінансових ресурсів. Підготовка умов до реструктуризації фінансового потенціалу – на основі гнучкості в акумулюванні фінансових ресурсів, а також інструментів гнучкості до розподілу фінансових ресурсів, за рахунок чого проводиться зміна структури капіталу. На етапі розширення фінансового потенціалу, в першу чергу, застосовуються інструменти гнучкості до акумулювання фінансових ресурсів;

– в якості основи вимірювання рівня фінансової гнучкості лежить трикомпонентна характеристика  $(V, G_i, A_i)$ , що визначається рівнем фінансових обмежень суб'єктів господарювання ( $V$ ), агрегує рівень гнучкості за її властивостями відповідно до кожного її виду ( $G_i$ ), та враховує індикатор значимості або актуалізації застосування того чи іншого виду гнучкості на певній стадії ділового циклу ( $A_i$ ) (рис.1);

– найважливішою вихідною компонентною гнучкості суб'єкта господарювання є рівень його фінансових обмежень, що враховує на противагу від існуючих підходів, разом із показниками внутрішнього стану (фінансової архітектури) –  $VA$ , зовнішні характеристики доступу до фінансових ресурсів – неефективність (фрікційність) фінансового ринку –  $VF$ , фінансовий розвиток країні –  $VR$ , поточні умови доступу до фінансових ресурсів –  $VD$ ;

– гнучкість фінансів суб'єкта господарювання необхідним чином буде включати в себе такі властивості, як оперативність (швидкість реакції), маневреність (різноманітність можливих варіантів реакції), економічність (вартість реакції),

альтернативність, компенсаторність (здатність компенсації можливих відхилень), що потребують відповідних показників їх вимірювання. При цьому, оперативність досягнення стану фінансової гнучкості залежить: для гнучкості із розміщення фінансових ресурсів – від тривалості фінансового циклу суб'єкта господарювання, для гнучкості із акумуляції фінансових ресурсів – від швидкості формування чистого грошового потоку від операційної діяльності та поточної величини заборгованості; для гнучкості розподілу та перерозподілу фінансових ресурсів – від тривалості операційного циклу;

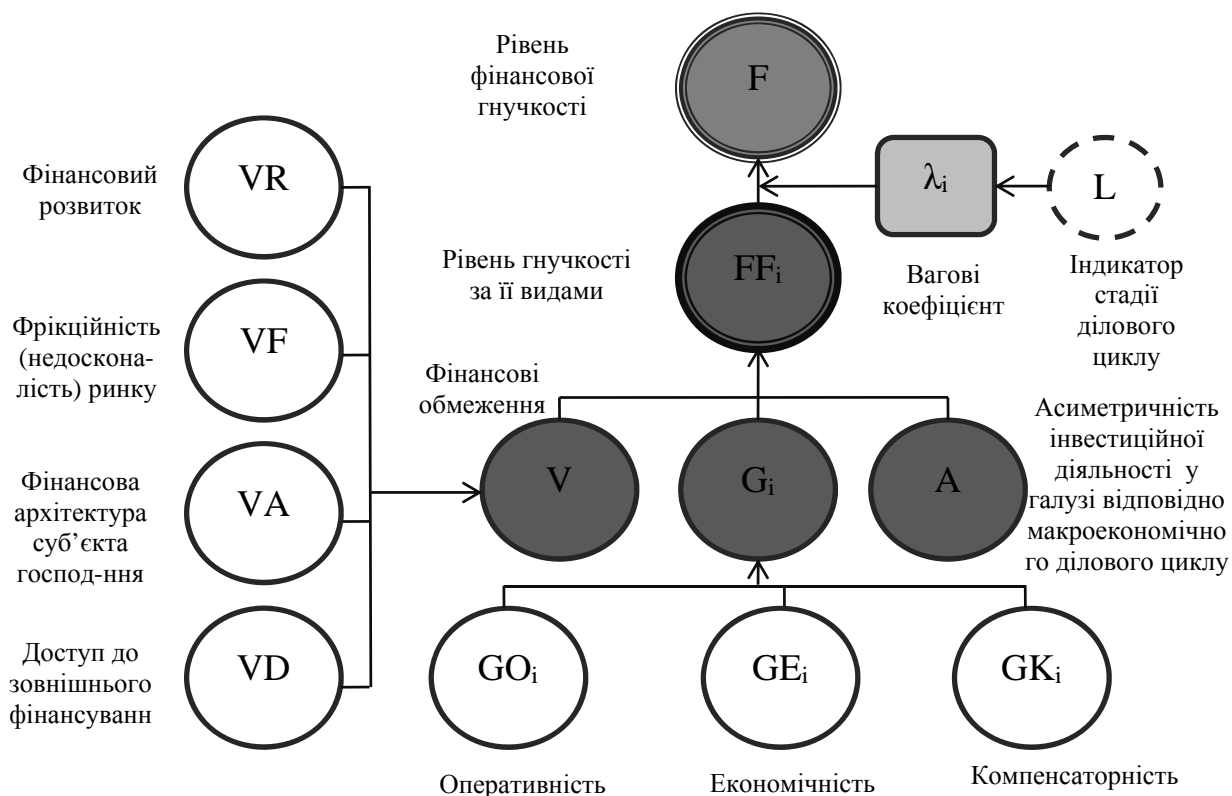
– витрати формування і підтримання фінансової гнучкості суб'єкта господарювання складаються з явних (експліцитних) та неявних (імпліцитних) витрат. При цьому, більшість таких витрат приходить саме на останні, що суттєво ускладнює оцінку гнучкості як об'єкта управління. До неявних витрат входять витрати невикористаних можливостей (упущеної вигоди), трансакційні в частині витрат від посилення агентських конфліктів;

– для приведення показників у єдину розмірність застосовується їх нормування відповідно до їх максимальних та мінімальних значень, що спостерігаються у вибірках, а також їх впливу на фінансову гнучкість – дестимуляції або стимуляції;

– формування і підтримка фінансової гнучкості суб'єктом господарювання залежить не тільки від невизначеності шоків впливів з боку фінансового ринку, а й циклічних процесів в економіці. Врахування закономірностей зміни стадій піднесення та економічних бумів стадіями падіння ділової активності, економічних рецесій та стиснення ліквідності фінансового ринку, визначає необхідність введення в алгоритм оцінки фінансової гнучкості параметру, що виконує роль індикатору ділового циклу та актуалізації того чи іншого виду гнучкості –  $\lambda_1$  (рис.3.16);

– незважаючи на закономірну проциклічність агрегованих обсягів інвестицій на макрорівні в період економічного спаду, дослідники традиційно відзначають спостережувану істотну дисперсію обсягів виробництва між різними суб'єктами господарювання, що говорить про специфічність шоків виробництва та інвестицій щодо кожного з суб'єктів господарювання та галузей. Незважаючи на падіння інвестицій в період рецесії, окремі

суб'єкти господарювання можуть мати досить привабливі інвестиційні можливості. Таким чином, доцільним є врахування в оцінці фінансової гнучкості не тільки стадій макроекономічного ділового циклу, але й ступінь синхронності останнього із діловою активністю суб'єкта господарювання або галузі ( $A$ ).



**Рис. 3.16** Складові оцінки фінансової гнучкості на мікрорівні

Розглянемо послідовно вказані компоненти оцінювання фінансової гнучкості (табл. 3.12).

*Фінансові обмеження*, що ускладнюють доступ до зовнішніх фінансових ресурсів визначають цінність формування гнучкості, реалізація якої забезпечує мобілізацію капіталу в режимі економії вартості і часу. Чим вище рівень фінансових обмежень, тим вище необхідність і, отже, цінність фінансової гнучкості.

В якості індикаторів фінансового розвитку ( $VR$ ) країни обрано такі, що враховуються Світовим економічним форумом під час розрахунку індексу фінансового розвитку в частині оцінки фінансових ринків. Такі показники характеризують рівень капіталізації ринку цінних паперів, об'єми їх випуску відповідно до ВВП.

## Вихідні показники оцінки фінансової гнучкості суб'єктів господарювання

Рівень фінансових обмежень суб'єкта господарювання		
Індикатор фінансового розвитку країни:	Індикатор недосконалості (фракційності) фінансового ринку:	Індикатор фінансової архітектури суб'єкта господарювання:
<p>рівень капіталізації ринку цінних паперів (капіталізація до ВВП)</p> <p>оборотність на ринку цінних паперів (об'єм торгівлі до капіталізації);</p> <p>об'єми операцій ринку облігацій до ВВП;</p> <p>об'єм облігацій, що випущено, до ВВП;</p> <p>об'єм корпоративних єврооблігацій, що випущено, до ВВП;</p> <p>об'єм корпоративних облігацій, що випущено, до ВВП</p>	<p><i>Індикатор рівня умов агентських конфліктів:</i></p> <p>рівень захисту прав кредиторів;</p> <p>рівень захисту прав міноритарних акціонерів;</p> <p>індикатор примусового стягнення заборгованості</p> <p><i>рівень умов інформаційної асиметрії на ринку:</i></p> <p>ефективність механізму поширення інформації на кредитному ринку;</p> <p>частка концентрації випуску акцій на ринку;</p> <p>частка концентрації акціонерної власності;</p> <p>частка концентрації випуску облігацій на ринку;</p> <p>рівень конкуренції на кредитному ринку</p>	<p><i>Індикатор доступу до зовнішнього фінансування</i></p> <p>показник фактичного рівня монетизації економіки; показник зростання грошової маси за агрегатом М2</p> <p>жорсткість умов доступу до кредитів банків (відповідно до опитування підприємств)</p> <p>реальна вартість кредитування економіки; вартість кредитування на умовах овердрафту</p>
	<p><i>Індикатори структури власності:</i></p> <p>індикатор акціонерної форми власності і наявності міноритарних власників;</p> <p>ступінь концентрації власності мажоритаріями;</p> <p>частка власності блокхолдерів;</p> <p>показник розриву між правом власності та правом контролю;</p> <p>частка власності інституційного інвестора</p> <p>частка іноземного капіталу у власному капіталі;</p> <p><i>Індикатори організації бізнесу:</i></p> <p>приналежність до холдингової структури;</p> <p>індикатор ведення транснаціонального бізнесу;</p> <p>приналежність до компанії із пірамідальним контролем;</p> <p>індикатор афільованості із банком</p>	
	<p><i>розмір компанії (логірифт розміру активів суб'єкта господарювання)</i></p> <p><i>Індикатор віку компанії (логірифт кількості місяців з моменту організації компанії)</i></p>	
	<p><i>Індикатори корпоративного управління:</i></p> <p>частка директорів-інсайдерів;</p> <p>частка інсайдерів у власності;</p> <p>наявність Кодексу корпоративного управління;</p> <p>наявність комітетів у Раді директорів</p> <p><i>Індикатори інформаційної прозорості:</i></p> <p>індикатор залучення зовнішнього аудитора;</p> <p>розкриття інформації про членів Ради директорів та членах виконавчих органів;</p> <p>оперативність розкриття інформації у формі квартального звіту; розкриття інформації про діяльність на інтернет-сайті.</p>	

Параметри фінансової гнучкості за її видами:		
Гнучкість у розміщенні фінансових ресурсів:	Гнучкість в акумуляції фінансових ресурсів:	Гнучкість у розподілі фінансових ресурсів:
Компенсаторність (вихідний рівень): Відхилення рівня грошових резервів від оптимального Рівень грошового дефіциту Коефіцієнт абсолютної ліквідності (платоспроможності). Коефіцієнт поточної ліквідності	Компенсаторність (вихідний рівень): Відхилення левриджу від оптимального; коефіцієнт покриття відсотків Коефіцієнт покриття боргу; коефіцієнт покриття банку, що погашаються в поточному періоді відношення темпів зростання даної компанії до темпів середніх зростання за галуззю економіки темп збільшення виручки від реалізації компанії у визначеному періоді часу відносно попереднього здатність до заставного забезпечення зобов'язань перспективи зростання частка короткострокового боргу у загальній величині боргу; частка кредитної лінії у загальній величині боргу	Компенсаторність (вихідний рівень): коефіцієнт ліквідності грошових потоків коефіцієнт резерву реінвестування коефіцієнт грошового покриття короткострокових боргів коефіцієнт грошового покриття боргів коефіцієнт достатності грошового потоку
Оперативність: тривалість фінансового циклу (циклу конвертації грошей)	Оперативність: відношення чистого операційного потоку до величини зобов'язань	Оперативність: коефіцієнт швидкості покриття
Економічність: Упущена вигода у вигляді зниження рентабельності активів: Індикатор агентських витрат: ефективність діяльності менеджерів: індикатор неефективності застосування активів (контролю операційних витрат) менеджерами:	Економічність: Витрати, що несе компанія при знаходженні поза цільової структури капіталу Індикатор витрат агентського конфлікту Індикатор агентських витрат внаслідок можливості заміщення активів	

Фінансові обмеження також є результатом недосконалості фінансового ринку – присутньою на ньому асиметрії інформації, агентських проблем, морального ризику, трансакційних витрат, що ведуть до зростання явних і неявних витрат зовнішнього фінансування компаній (як позикових ресурсів, так і зовнішніх джерел поповнення власного капіталу). Отже, показник недосконалості або фрікційності фінансового ринку ( $VF$ ) буде засновуватися на двох агрегованих індикаторах – рівні умов агентських конфліктів ( $AR$ ) та рівні умов інформаційної асиметрії на ринку ( $IA$ ). При цьому ознаками умов агентських конфліктів в країні є рівень захисту прав кредиторів, рівень захисту прав міноритарних акціонерів та індикатор ефективності примусового стягнення заборгованості. Усі ці вихідні показники розраховуються відповідно до методики *Doing business* [231]. Всі вони є показниками-стимуляторами.

Рівень інформаційної асиметрії на ринку ( $IA$ ) визначається на основі ефективності механізму поширення інформації на кредитному ринку, ступеня концентрації випуску акцій на ринку і концентрації акціонерної власності, концентрації випуску облігацій, рівня конкуренції на кредитному ринку. На відміну від усіх інших, із позиції впливу на фінансову гнучкість суб'єкта господарювання показники концентрації є дестимуляторами.

В умовах слабого фінансового розвитку та неефективності ринків збільшується вплив таких індикативних характеристик діяльності суб'єктів господарювання, як структура власності, корпоративне управління, організаційна форма ведення бізнесу, а також структура фінансування, що визначають ступінь їх доступу до фінансових ресурсів. Ці елементи складають фінансову архітектуру, яка є по суті інституціональною структурою суб'єкта господарювання, у межах якої будуються його фінансові відносини. Отже, існує об'єктивна необхідність враховувати особливості структурних характеристик суб'єктів господарювання в процесі реалізації його фінансової діяльності.

Акціонерна форма власності відкритого типу є ознакою крупного бізнесу, з одного боку, а з іншого більших можливостей залучення капіталу в частині застосування фінансових інструментів та масштабів емісії. Аналогічним чином пливає на збільшення фінансової гнучкості зростання частки блокхолдерів, частки власності інституційного інвестора. Разом із тим, такі інші



характеристики структури власності, як висока концентрація власності мажоритаріями, розрив між правом власності та правом контролю у власників в разі приналежності суб'єкта господарювання до холдингової структури, негативно впливають на фінансові можливості і, отже, є дестимуляторами.

Із факторів організації бізнесу зменшують фінансові обмеження такі – приналежність до холдингової структури, факт ведення транснаціонального бізнесу, афілійованість із банком. Збільшує – приналежність до компанії із пірамідальним контролем.

Розмір компанії має суттєвий вплив на рівень її фінансових обмежень і, відповідно, фінансову гнучкість, про що свідчать проведені емпіричні дослідження. Відомо, що крупні компанії, у тому числі і корпорації, є більш інформаційно-прозорими, мають менший ступінь волатильності активів, є більш диверсифікованими та випускають значні обсяги цінних паперів, що дозволяє скоротити постійні витрати зовнішнього фінансування. До того ж, крупні компанії мають нижчу ймовірність банкрутства та є менш фінансово обмеженими. Для малих компаній характерні відносно більші витрати, пов'язані з зовнішнім фінансуванням через існування інформаційної асиметрії, ризику дефолту та суттєвих тенденцій зростання. Крім того, малі компанії, як правило, мають меншу частку необоротних активів в структурі свого балансу, через що, не маючи необхідного закладного майна, зменшується доступ до позик. Отже, чим меншим є натуральний логарифм від обсягу сукупних активів компанії, тим більш фінансово обмеженою вона є.

Важливим фактором, що впливає на фінансові обмеження, є корпоративне управління. Такий вплив здійснюється через канал агентського конфлікту. Разом із тим, трактування тенденції зміни деяких детермінант корпоративного управління є неоднозначним. Зараз існують результати досліджень американських корпорацій, які свідчать про існування оптимального рівня інсайдерської власності, відхилення від якого знижує фінансову гнучкість. Так, зменшення гнучкості відбувається вже під час перевищення власності CEO 0,08 %, та є трохи вищим для інших видів інсайдерської власності – до 0,43 % [358]. Разом із тим, однозначно позитивно на доступ до фінансування впливає наявність Кодексу корпоративного управління та комітетів у Раді директорів.

Зниження витрат інформаційної асиметрії і, відповідно збільшення доступу до фінансових ресурсів, є також важливим індикаторами в оцінці фінансових обмежень. До них віднесемо: індикатор залучення зовнішнього аудитора; розкриття інформації про членів Ради директорів та членах виконавчих органів; оперативність розкриття інформації у формі квартального звіту та інформації про діяльність на інтернет-сайті.

Серед чотирьох компонентів, що визначають рівень фінансових обмежень, є компонента зовнішнього впливу ( $VD$ ), яка характеризує ступінь доступу до зовнішнього фінансування. Такий доступ є характеристикою монетарних умов (рівня монетизації економіки та швидкості зростання грошової маси), визначається величиною реальної вартості кредитування економіки та вартістю кредитування на умовах овердрафту. Перші два показники є показниками стимуляторами гнучкості, останні два – дестимуляторами. В якості агрегування показників у індикатор доступу до зовнішнього фінансування ( $VD$ ) використаємо середнє арифметичне їх нормованих значень.

Треба відзначити, що загальний рівень фінансових обмежень є характеристикою фінансової гнучкості, що відноситься в цілому до суб'єкта господарювання, на відміну від характеристики ( $G_i$ ), яка агрегує рівень гнучкості за її властивостями (компенсаторності, оперативності, економічності) відповідно до кожного її виду, виокремлених на основі стадій відтворення фінансових ресурсів на мікрорівні.

Оцінювання *рівня гнучкості в розміщенні фінансових ресурсів* або здатності зміни структури активів і напрямів вкладання коштів, здійснимо на прикладі її найбільш ліквідного інструменту – резерву грошових коштів ( $G_1$ ).

*Компенсаторність* як характеристика грошових резервів пов'язана із накопиченою їх величиною (запасом) та визначає здатність компенсації можливої потреби у фінансових ресурсах внаслідок впливу фінансових шоків та виникненням грошового дефіциту, появою інвестиційних перспектив. Для виміру компенсаторності грошових резервів ( $GK_1$ ) використаємо декілька показників: відхилення рівня грошових резервів від оптимального, рівень грошового дефіциту, коефіцієнт абсолютної ліквідності

(платоспроможності) – нормоване значення, коефіцієнт поточної ліквідності:

$$GK_1 = 0,25\Delta C' + 0,25FCF' + 0,25AL' + 0,25CL',$$

де  $\Delta C'$  – відхилення рівня грошових резервів від оптимального (нормоване),

$FCF'$  – рівень грошового дефіциту (нормований),

$AL'$  – коефіцієнт абсолютної ліквідності (платоспроможності) – нормоване значення,

$CL'$  – коефіцієнт поточної ліквідності – нормоване значення.

При цьому, відхилення рівня грошових резервів від оптимального визначається як різниця частки грошових резервів та їх еквівалентів ( $C$ ) у активах суб'єкта господарювання ( $A$ ) та оптимальної величини грошових резервів як середньої у галузі за останні 5 років ( $C_{opt}$ ):

$$\Delta C = \frac{C}{A} - C_{opt}.$$

В свою чергу, рівень грошового дефіциту оцінюється на основі показника вільного грошового потоку і рівня капітальних інвестицій відповідно до активів у галузі [203]:

$$FCF = \frac{OIBD_t - T_t - Int_t}{A_{t-1}} - Ind\_CapEx_t,$$

де  $OIBD_t$  – операційний дохід до нарахування амортизації;

$T_t$  – загальна величина податків відповідно до звіту про фінансові результати;

$Int_t$  – фінансові витрати;

$Ind\_CapEx_t$  – капітальні витрати у періоді  $t$  до активів у періоді  $t-1$  у галузі.

Розглядаючи *оперативність* як характеристику гнучкості інвестування фінансових ресурсів в рамках формування та використання резерву коштів суб'єкта господарювання ( $GO_1$ ), треба зазначити, що її оцінка повинна базуватися на вимірі саме можливості швидкого формування грошових резервів, оскільки їх використання як абсолютно ліквідного запасу умовно не потребує витрат часу.

Теоретичним підґрунтям для цього аргументу є дослідження грошових резервів в умовах недосконалого фінансового ринку. Така недосконалість визначає, як саму потребу у накопиченні ліквідності на рівні суб'єкта господарювання, так і ставить питання

про виникнення витрат на корегування (*adjustment costs*) – збільшення або зменшення величини грошового резерву, і, відповідно, витрат часу на досягнення цільового або оптимального рівня резерву. Треба зазначити, що дослідженню явища транзакційних витрат із корегування грошового резерву приділено значно менше уваги, ніж аналогічним, що виникають внаслідок корегування величини фінансового левериджу. Серед сучасних науковців, які присвятили свої емпіричні дослідження цьому питанню слід зазначити Ачарія В., Альмейда Х., Кампелло М., та ін. [140]. Головними результатами цих досліджень є не тільки отримана швидкість корегувального процесу, але й визначення факторів, що мають суттєвий вплив на цю величину (табл. . Серед таких факторів зазначаються: напрям відхилення фактичного резерву коштів від оптимального (дефіцит або надлишок) – наявність дефіциту передбачає більш швидке досягнення цільового орієнтуру, ступінь фінансових обмежень – більш обмежені компанії у зв'язку із їх невеликим розміром, складним доступом до зовнішнього фінансування, значною волатильністю грошових потоків, невисокою якістю корпоративного управління, відсутністю кредитного рейтингу і т. ін.

Таблиця 3.13

### Вплив факторів на швидкість корегування грошових резервів в дослідженнях

Ачарія В., Альмейда Х., Кампелло М. [140] (2007)	Витрати корегування грошових резервів більше для компаній із дефіцитом коштів, ніж із профіцитом. Компанії із фінансовим профіцитом корегують грошові резерви менш швидко, ніж із грошовим дефіцитом.
Дітмар А., Дучін Р. (2010) [228]	Витрати компаній із фінансовим профіцитом на корегування (зменшення) грошових резервів менше упущеної вигоди від його формування. Отже, компанії із профіцитом корегують його більш швидко, ніж компанії із дефіцитом. Витрати використання грошових резервів завжди менше витрат на його формування.
Венкітершенман В. (2011) [420]	Витрати компаній із фінансовим дефіцитом на корегування (зменшення) грошових резервів менше упущеної вигоди від його формування. Отже, компанії із дефіцитом корегують його більш швидко, ніж компанії із профіцитом. Вигода від формування резервів перевищує витрати у нових, менших компаніях (компаніях із фінансовими обмеженнями). Середня швидкість покриття гепу – 2 роки.
Бйон С. (2008) [190], Фулкландер М., Фланері М., Ханкінс К. та ін. [243] (2012)	Наявність внутрішніх ресурсів та доступ до ринку капіталу (фінансові обмеження) суттєво впливають на швидкість корегування грошових резервів.
Орлова С. [203]	Більші компанії із наявністю кредитного рейтингу мають менші витрати на корегування. Фактори величини відхилення грошових резервів від оптимуму, доступу до внутрішнього та зовнішнього фінансування, величина левериджу впливають на тривалість корегування. Компанії із грошовим дефіцитом корегують їх розмір повільніше ніж компанії із профіцитом. Більш швидке корегування характерно для компаній із більшою абсолютною величиною вільного грошового потоку.

Оскільки фактори фінансових обмежень вже враховано у нашому підході у відповідній компоненті вище, оперативність формування грошових резервів або їх корегування у бік їх доведення до оптимального розміру із точки зору мотиву страхування, будемо оцінювати на основі показника тривалості фінансового циклу або циклу конвертації коштів (ССС):

$$GO_1 = \left( \frac{\overline{Inv}}{COGS/365} + \frac{\overline{AR}}{Sales/365} + \frac{\overline{AP}}{COGS/365} \right) / 365,$$

де  $\overline{Inv}$  – середній рівень залишків запасів сировини, матеріалів та готової продукції;

$COGS$  – собівартість реалізованої продукції або послуг;

$\overline{AR}$  – середня величина дебіторської заборгованості;

$\overline{AP}$  – середня величина кредиторської заборгованості;

$Sales$  – вартість реалізованої продукції або послуг.

Виходячи з того, що швидкість корегування грошових резервів зазвичай вимірюється по відношенню до тривалості звітного періоду (зазвичай – рік), для порівнянності застосуємо його відносну величину на основі поділу на 365.

Як зазначалося вище, формування та підтримання грошових резервів пов'язані із упущеною вигодою та агентськими витратами. Такі витрати визначають *економічність* накопичення коштів суб'єктами господарювання.

Агентські витрати, що виникають в разі існування конфлікту інтересів між менеджерами та власниками внаслідок неспроможності останніми проконтролювати доцільність формування резервів та їх мотиви інвестування, можуть переважати ефекти від додаткової ліквідності суб'єкта господарювання. Внаслідок складності безпосереднього вимірювання агентських витрат застосуємо опосередковану оцінку на основі показників ефективності діяльності менеджерів: доходності активів суб'єкта господарювання ( $ROA$ ) та контролю операційних витрат (частка операційних витрат у доходах –  $RO$ ). Економічність підтримання грошових резервів ( $GE_1$ ) дорівнює середній арифметичній нормованих показників.

Наступним об'єктом оцінки фінансової гнучкості є *гнучкість в акумуляції фінансових ресурсів*. В оцінці фінансової гнучкості суб'єктів господарювання вона є найбільш поширеним об'єктом досліджень та чинником, що визначає її рівень. Рівень гнучкості в акумуляції фінансових ресурсів в частині свої *компенсаторності*

( $GK_2$ ) буде тим вище, чим: нижче відхилення левериджу від оптимального; вище коефіцієнт покриття відсотків; вище коефіцієнт покриття загальних боргових зобов'язань; вище коефіцієнт покриття кредитів банку, що погашаються в поточному періоді; вище здатність до заставного забезпечення зобов'язань; вище перспективи зростання бізнесу; вище частка іноземного капіталу у власному капіталі; вище частка короткострокового боргу у загальній величині боргу; вище частка позик, залучених на основі відкриття кредитних ліній у загальній величині боргу.

Загальний рівень компенсаторності ( $GK_2$ ) визначається на основі середнього арифметичного нормованих значень вказаних показників.

Оцінювання *оперативності* формування запасу боргового навантаження базується на емпіричних дослідженнях швидкості корегування фінансового левериджу в бік його оптимальної величини. Як свідчать останні дослідження, компанії мають цільову структуру капіталу, але дуже повільно наближаються до неї фактично [274,269,303] (Додаток Г). Серед факторів, що визначають наявність витрат такого корегування емпірично доведені наступні: витрати на випуск інструментів залучення власного капіталу [149], транзакційні витрати [191], позиція відносно чистого грошового потоку [391], конкуренція серед банків. Дуже різняться і оцінки швидкості зміни левериджу. Разом із тим, врахування фактору напряду відхилення від левериджу дає більш коректні оцінки – компанії із надмірним борговим навантаженням (більше оптимуму) корегують його більш швидко, маючи для цього більшу мотивацію [243]. Ще одним значимим фактором із позиції мотиву є і наявність фінансового дефіциту. Так, вченими із Манчестерського університету у процесі компаративного аналізу було отримано результати, що свідчать про меншу швидкість корегування боргового навантаження для японських компаній – середній коефіцієнт їх швидкості дорівнює 0,392, для компаній Франції – 0,509. Якщо такі компанії мають надмірний рівень боргу, швидкість пристосування збільшується – для Японії до 0,357, для Франції – до 0,572 [159]. Отже, наявність дефіциту (мотиву) та необхідність досягнення фінансової гнучкості (запасу боргового навантаження) є ключовими у процесі корегування левериджу.

Цікавими є і дослідження швидкості корегування левериджу у країнах БРІК та Східної Європи, що врахували вплив різних макро- і мікроекономічних факторів [197]. В цьому дослідженні для усіх кран вибірки підтверджено суттєвий негативний вплив на леверидж джерел його покриття – операційного прибутку та операційного грошового потоку. Оскільки покриття прибутком величини боргу вже враховано нами в числі показників компенсаторності, в якості індикатора швидкості можливого корегування величини боргового навантаження із позиції досягнення стану фінансової гнучкості ( $GO_2$ ) використаємо саме чистий операційний потік та його співвідношення із величиною кредитних зобов'язань.

*Вартість* формування запасу боргового навантаження ( $GE_i$ ) оцінюється на основі витрат, що несе компанія в разі знаходження поза цільової структури капіталу, а також агентських витрат, що збільшуються в разі зниження частки боргу в активах суб'єкта господарювання при наявності агентського конфлікту між акціонерами та кредиторами. Індикатор витрат агентського конфлікту – добуток коефіцієнта Тобіна та частки довгострокового боргу у загальних зобов'язаннях, агентських витрат, спричинених можливістю заміщення активів – добуток ринкової вартості активів до їх балансової оцінки та співвідношення неконвертованого боргу до сукупних зобов'язань.

Оцінка *гнучкості у розподілі і перерозподілі фінансових ресурсів* ґрунтується на оцінюванні можливостей реінвестування суб'єктом господарювання додаткових власних фінансових ресурсів за рахунок зміни структури їх розподілу. Можливості в розподілі фінансових ресурсів – це спроможність покривати грошовими потоками, що генерує суб'єкт господарювання, різні види потреб. Така спроможність визначається, як величиною генерованого грошового потоку та прибутку, так і структурою таких потоків або структурою розподілу прибутку.

Отже, *компенсаторність* як характеристика розподілу і перерозподілу фінансових ресурсів ( $GK_3$ ) визначається на основі наступних показників: ліквідності грошових потоків (здатність покривати необхідні витрати грошових коштів позитивним грошовим потоком у звітному період); резерву реінвестування – частки виплат власника у загальній величині прибутку; грошового покриття короткострокових боргів; відношення грошового потоку від операційної діяльності до загальної суми боргу; достатності

грошового потоку – відношення суми чистого грошового потоку до суми виплат боргу з довгострокових, короткострокових кредитів і позик, збільшення на суму приросту запасів та дивідендів (процентів), виплачених власникам підприємства (акціонерам) на вкладений капітал.

*Оперативність* можливого формування фінансової гнучкості за рахунок розподілу і перерозподілу фінансових ресурсів ( $GO_3$ ) визначається на основі показника швидкості покриття як співвідношення відтоку грошових коштів до чистого грошового потоку.

Для агрегування показників характеристик фінансової гнучкості суб'єктів господарювання (оперативності, компенсаторності, вартості) за її видами та визначення відповідного її рівня використаємо функцію *синусоїди*. Така функція відбиває циклічний процес зміни певного показника – в нашому випадку рівня фінансової гнучкості. Перевагою застосування такої функції є такі:

– функція відображає цикл управління фінансовою гнучкістю – її формування, підтримання та реалізацію;

– визначає її залежність від декількох параметрів – амплітуди, частоти коливань (періодичності її актуалізації), зсуву відносно параметру часу і, отже, можливості її співставлення із відповідними параметрами ділового циклу.

Для зручності використання функції використаємо її модифіковану форму шляхом зсуву функції вгору відносно осі ординат на одиницю та зсуву відносно осі абсцис на  $\pi/2$  (рис. 3.17). Зазначимо, що повне рівняння функції синусоїди в цьому випадку буде мати вигляд:

$$y = a - b \cos cx + 1,$$

де  $a$  – параметр, що визначає зсув функції відносно осі ординат;

$b$  – параметр, що визначає амплітуду коливання;

$c$  – параметр, що визначає частоту коливання.

Маючи три параметри фінансової гнучкості, визначимо їх за допомогою параметрів синусоїди:

– оперативність формування або реалізації гнучкості ( $GO'_i$ ) – використовується як параметр функції  $c$  – чим більше значення показника оперативності (триваліше період, необхідний для



досягнення гнучкості), тим більше  $c$ , і відповідно, функція буде більш розтягнутою відносно осі  $x$ ;

– компенсаторність реалізації гнучкості ( $GK'_i$ ) – використовується як параметр функції  $b$  – чим більше значення показника компенсаторності (більші резервні можливості), тим менше повинно бути  $b$ , і відповідно, функція буде більш стислою відносно осі  $y$  – менше амплітуда;

– вартість формування або реалізації гнучкості ( $GE'_i$ ) – використовується як параметр функції  $a$  – чим більше значення показника вартості (більше витрати), тим більшим повинно бути  $a$ , і відповідно, функція буде більш зсунута вгору відносно осі  $y$ .

Отже, параметр оперативності та вартості є прямо пропорційними відносно вказаних параметрів синусоїди, параметр компенсаторності – обернено пропорційним. Із вказаних закономірностей взаємозв'язку між параметрами та функцією, можна зробити висновок, що погіршення гнучкості буде збільшувати амплітуду та зсув відносно осі  $y$ , зменшувати частоту коливання.

Для визначення рівня фінансової гнучкості застосуємо рівняння площі простору під синусоїдою:

$$y = \int_0^{2\pi} (a - b \cos cx + 1) dx.$$

Погіршення фінансової гнучкості буде збільшувати площу під графіком.

Для оцінювання рівня гнучкості обмежимо певний простір прямокутником, в якому зробимо оцінку на основі наступного:

$$G_i = \int_0^{2\pi} MB - \int_0^{2\pi} (a - b \cos cx + 1) dx.$$

$M$  – довжина прямокутника – між точками із координатами  $(0;M)$ ;

$B$  – ширина прямокутника – між точками із координатами  $(B;0)$ .

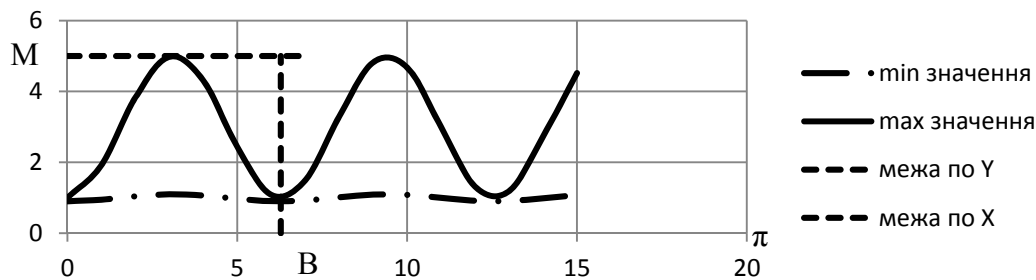
Координати точок  $M$  і  $B$  розрахуємо шляхом встановлення максимальних і мінімальних значень параметрів синусоїди:  $0 \leq a \leq 2$ ;  $0,1 < b \leq 2$ ;  $1 < c \leq 2$ . Підставимо їх у функцію синусоїди: для мінімальних значень параметрів:  $y = -0,1 \cos x + 1$ , для максимумів:  $y = -2 \cos x + 3$ .

Відтак, координати точок дорівнюють:  $M(0;5)$ ;  $B(2\pi;0)$ .

Площа прямокутника в цьому разі складе  $10\pi$ , а формула визначення рівня фінансової гнучкості:

$$G_i = 10\pi - \int_0^{2\pi} (a - b\cos cx + 1) dx.$$

Таким чином, площа під синусоїдою, визначеною на основі мінімальних значень характеристик гнучкості, дорівнює  $2\pi$  або 6,28, на основі максимальних –  $6\pi$  або 18,84. Відповідно, рівень фінансової гнучкості за найкращими показниками буде дорівнювати 25,12 ( $31,4 - 6,28$ ), за найгіршими – 12,56 ( $31,4 - 18,84$ ).



**Рис. 3.17. Графік функції синусоїди та її обмеження прямокутником MB для визначення рівня фінансової гнучкості**

Параметр  $A$  у трикомпонентному показнику фінансової гнучкості  $FF_i$  характеризує сумісність циклу інвестиційної активності в галузі, де працює суб'єкт господарювання, із циклом ділової активності в країні. Співставлення динаміки цих індикаторів дає змогу визначити проциклічність, контрциклічність, або ациклічність інвестиційної діяльності суб'єктів господарювання. Параметр сумісності ділового та інвестиційного циклів оцінюється на основі показника кореляції об'ємів інвестицій в галузі із динамікою ВВП. Оскільки параметр  $A$  має область можливих значень від -1 до 1, та є дестимулятором для гнучкості (зростання кореляції веде до зниження гнучкості), для нормалізації показника скорегуємо його наступним чином:  $(1-A)/2$ . Інтегрована оцінка фінансової гнучкості за певним її видом  $i$  здійснюється наступним чином:

$$FF_i = V + \frac{G_i}{25} + \frac{(1-A)}{2} = V + 0,04G_i - 0,5A + 0,5.$$

Оскільки кожний із показників в інтегрованій оцінці має область можливих значень від 0 до 1, область значень функції  $FF_i$  буде дорівнювати  $[0; 3]$ .

Наступним етапом є агрегування рівнів гнучкості за окремим її видами в один показник за допомогою коефіцієнтів зважування  $\lambda_i$ . Для цього застосуємо принцип актуальності того чи іншого інструменту (виду) фінансової гнучкості на певній стадії ділового

макроекономічного циклу. Для побудови відповідної системи пріоритетів застосуємо ваги Фішберна, що враховує одночасно, і відносини переваги, і відносини байдужості.

Формування прерогатив актуалізації інструментів (видів) фінансової гнучкості на тій чи іншій стадії ділового циклу засновано на наступних припущеннях:

– *стадія кризи* характеризується швидким суттєвим погіршенням основних економічних показників, приходиться на поворотну точку у динаміці фінансових та економічних індикаторів із появою як наслідку суттєвих фінансово-економічних дисбалансів. Для управління фінансовою гнучкістю найбільш актуальними в цих умовах є вплив шоків ліквідності, що можуть бути спровоковані стисненням грошово-кредитного ринку. Відновлення ліквідності на рівні окремого суб'єкта господарювання, перш за все, здійснюється за рахунок накопичених грошових резервів. Джерелом оперативного покриття потреби та відновлення фінансового потенціалу також є внутрішні фінансові ресурси, що отримує суб'єкт із вільного грошового потоку. Отже, гнучкість до розміщення фінансових ресурсів, їх розподілу та перерозподілу отримують на цій стадії більший пріоритет (табл. 3.14);

– *стадія рецесії*, або в гіршому випадку, депресії характеризується тривалим (за критеріями окремих країн – більше 2-х кварталів) падінням основних макроекономічних показників. Падіння попиту на ринках збуту і, відповідно, ділової активності, уповільнюють грошовий обіг суб'єктів господарювання, зв'язуючи грошові ресурси у дебіторській заборгованості та зростаючих запасах оборотних активів в разі слабкої операційної гнучкості. Суттєві постійні витрати відволікають обмежені власні грошові потоки. В той же час, необхідність фінансування початих інвестиційних проектів та реалізація нових, потребують фінансової гнучкості, яка засновується на формуванні потенціалу довгих коштів. Отже, більший пріоритет на цій стадії економічного циклу отримує саме гнучкість до акумулювання фінансових ресурсів, що дає можливість, як реструктуризації фінансового потенціалу, так і його нарощування. Гнучкість до розподілу та розміщенню фінансових ресурсів на основі формування грошових резервів отримують рівнозначний другий пріоритет;

– *стадія економічного пожвавлення*, на відміну від попередньої, дає суб'єктам господарювання широкі можливості та

перспективи інвестиційної діяльності. Необхідність задоволення значних фінансових потреб визначає актуальність можливостей суб'єктів господарювання акумулювати додатковий капітал. Для цієї мети накопичення внутрішніх грошових резервів є не тільки найбільш дорогим джерелом фінансового потенціалу, а у суттєво обмеженим. Таким чином, цей вид гнучкості отримує найнижчий пріоритет в ранзі пріоритетів фінансової забезпеченості;

– на стадії економічного буму, для якого найменш вірогідна поява грошового дефіциту, доцільним є формування умов гнучкого реагування суб'єктів господарювання у подальшому. Виходячи із закономірної більшої тривалості процесу приведення умов у стан фінансової гнучкості із позиції можливостей залучення зовнішніх фінансових ресурсів, віддаємо саме цьому виду найбільшу прерогативу у агрегованій оцінці.

Таблиця 3.14

**Система пріоритетів та вагові значення у ранжування фінансової гнучкості в залежності від стадії ділового циклу**

Стадія кризи	Стадія рецесії (депресії)	Стадія підйому (пожвавлення)	Стадія економічного буму
$FF_1 \approx FF_3 > FF_2$ $\lambda_1 = \lambda_3 = 0,4$ $\lambda_2 = 0,2$	$FF_1 \approx FF_3 < FF_2$ $\lambda_1 = \lambda_3 = 0,25$ $\lambda_2 = 0,5$	$FF_2 > FF_3 > FF_1$ $\lambda_1 = 0,17; \lambda_3 = 0,33$ $\lambda_2 = 0,5$	$FF_2 > FF_1 > FF_3$ $\lambda_3 = 0,17; \lambda_1 = 0,33$ $\lambda_2 = 0,5$

Оскільки  $\sum \lambda_i = 1$ , то область можливих значень інтегрованого індикатора F залишається в межах [0;3]. Інтерпретація результатів оцінки фінансової гнучкості буде наступною: якщо  $0 \leq F < 1$ , рівень фінансової гнучкості вважається низьким; якщо  $1 \leq F < 2$ , рівень фінансової гнучкості вважається середнім; якщо  $2 \leq F < 3$ , рівень фінансової гнучкості вважається високим.

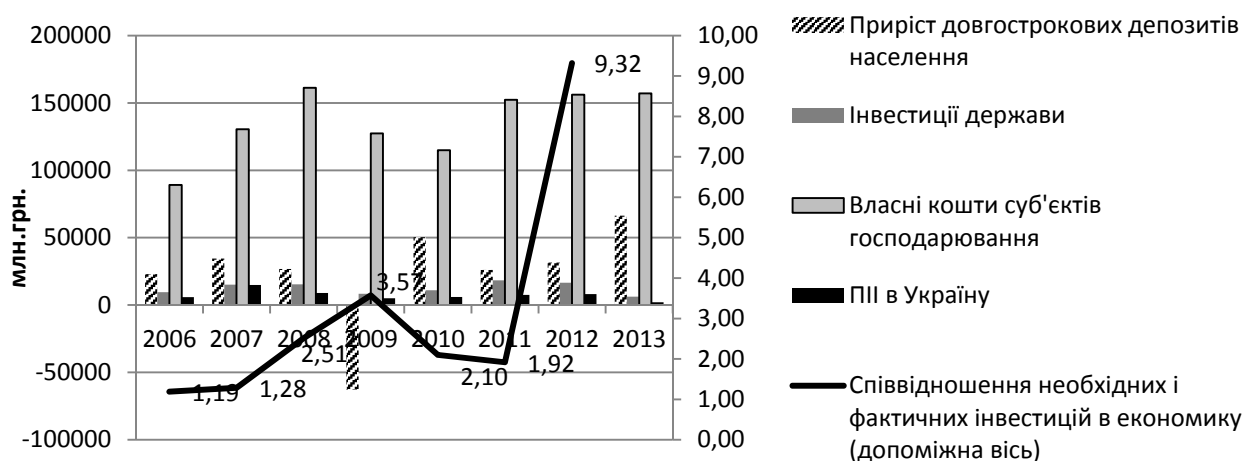
Таким чином, запропонований методичний підхід до оцінювання фінансової гнучкості дозволяє інтегрувати макроекономічні та мікроекономічні характеристики обмежень спроможності суб'єктів господарювання відновлювати, реструктурувати та розширювати їх фінансовий потенціал, що визначаються особливостями їх фінансової архітектури, рівнем фінансового розвитку країни та наявністю інституційних вад, поточними монетарними умовами доступу до фінансових ресурсів. В якості функції агрегування однорідних характеристик різних видів фінансової гнучкості суб'єктів господарювання запропоновано функцію зіставити його із параметрами ділового макроекономічного циклу.

## РОЗДІЛ 4. УДОСКОНАЛЕННЯ МЕТОДИЧНИХ ПІДХОДІВ ДО ОЦІНЮВАННЯ ГНУЧКОСТІ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ ДЛЯ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ АКУМУЛЯЦІЇ І ТРАНСФОРМАЦІЇ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ

### 4.1 Чинники гнучкості фінансової системи в забезпеченні акумуляції і трансформації фінансових ресурсів на фінансовому ринку

Фінансовий ринок охоплює кругообіг фінансових ресурсів та є важливою складовою фінансової системи країни, сполученою ланкою через яку здійснюється рух фінансових ресурсів. Основними функціями фінансового ринку є акумулювання, рух і трансформація фінансових ресурсів в економіці держави. Будучи оптимальним розподільчим механізмом, фінансовий ринок стимулює економічне зростання країни, забезпечує зниження фінансових ризиків і витрат руху капіталу, підвищує ефективність інвестиційних вкладень в умовах невизначеності. Забезпечення фінансовими ресурсами в необхідному обсязі, з адекватними терміновістю і вартістю капіталу, є сьогодні ключовою проблемою, як в економіці України, так і економіці багатьох держав, у тому числі розвинених.

В першу чергу, здатність економіки забезпечити пропозицію довгострокових фінансових ресурсів залежить від її здатності генерувати заощадження, а також залучати та утримувати ПІ. В Україні ресурси, що акумулюються фінансовим сектором і вкладаються за допомогою банківської системи в економіку країни незначні (рис. 4.1).

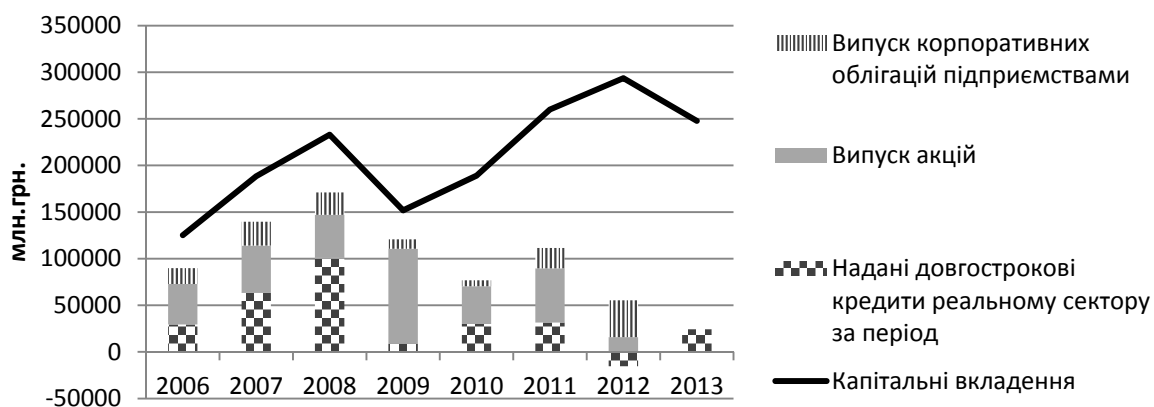


**Рис. 4.1 Основні показники попиту та пропозиції на фінансові ресурси економіки України**

Фінансування капіталоформуючих інвестицій в Україну переважно реалізується на основі власних фінансових ресурсів. Незважаючи на це, необхідно відзначити позитивну тенденцію зростання основного джерела кредитних ресурсів – депозитів населення в посткризовому періоді протягом 2010–2013 рр., що говорить про існування певної довіри до банківської системи України в цей період. Разом з тим, низький реалізований потенціал показали інші джерела пропозиції ресурсів, а прямі іноземні інвестиції були на порядок нижче державних інвестицій.

В свою чергу, здатність економіки генерувати такі довгострокові фінансові ресурси залежить від здатності фінансової системи ефективно і результативно направляти заощадження компаній, домашніх господарств, держави до перспективних об'єктів інвестування на основі використання відкритих і конкурентних ринків.

Як показано на рис. 4.2 фінанси, залучені на внутрішньому ринку капіталу суб'єктами господарювання були на порядок нижче обсягів їх капітальних вкладень: покриваючи 72–74 %, в 2010–2011 рр. знизившись до 41 і 43 % в 2013 р., досягнувши 19 % в 2012 р. При цьому в наявності істотна деформація його ролі в частині банківського кредитування в посткризовому періоді – частка довгострокового кредитування в капвкладеннях знизилася в 2–3 рази, досягнувши рівня 9 % в 2013 р.



**Рис. 4.2 Динаміка забезпечення інвестицій фінансовими ресурсами, що акумулюються на внутрішньому фінансовому ринку (банківського кредитування та фондовому) в Україні**

Досить суттєву роль в залученні капіталу грав і фондовий ринок (якщо не враховувати структуру емісії акцій у розрізі секторів економіки). За винятком 2008 р., його роль у перерозподілі капіталу

домінувала над банківським довгостроковим кредитуванням, та дорівнювала відповідно від 18 % (в 2011 р.) до 48 % (в 2006 р.).

Разом з тим, представлені обсяги участі фінансового ринку не показують повної картини його функціональної ефективності, рівня і динаміки. У свою чергу, саме показники функціональної ефективності фінансового ринку можуть стати основою для подальшого дослідження ступеня гнучкості фінансової системи в забезпеченні руху і трансформації фінансових ресурсів при розгляді її з позиції ступеня адекватності та своєчасності адаптації фінансового ринку до умов циклічного економічного розвитку держави, повноцінності відновлення виконуваних ним функцій з позиції, в першу чергу, фінансового забезпечення реального сектору економіки із збереженням при цьому фінансової стабільності, як у самому фінансовому секторі, так і фінансової стійкості економіки в цілому.

Треба зазначити, що особливості функціонування фінансового ринку в умовах циклічності економічного розвитку, та відповідної потреби у його регулювання останнім часом досліджували ряд іноземних і вітчизняних вчених, таких як Боріо К., Гальчинський А., Зимовець В., Камінські Г., Окампо Дж., Савлук М., Савченко К., Сацик В., Шелудько Н. та ін. Фінансовий ринок в цих дослідженнях найчастіше розглядається як об'єкт регулювання з боку грошово-кредитної політики або фіскальної. При цьому вітчизняні автори визначають особливості формування попиту та пропозиції на фінансові ресурси в Україні, а саме, значний накопичений за роки незалежності незадоволений попит з боку реального сектора економіки, що визначає неефективність використання рестрикційних методів регулювання. Отже, подальшого дослідження потребують, як інструменти, так і фактори формування гнучкості фінансової системи, її спроможності у пристосуванні в частині виконання функції акумуляції та трансформації ресурсів на фінансовому ринку. При цьому, вдосконалення механізму функціонування фінансового ринку, що відбувається в міру зростання фінансового розвитку (ефективності, стабільності, масштабу та доступності), неможливе без формування потенціалу його адаптивності до циклічності економіки. Це визначить «якість» фінансового розвитку та його позитивний вплив на інші сектори економіки.

Вплив на функціонування складових фінансової системи циклічних процесів, що характеризують світову та внутрішню економічну кон'юнктуру вимагають її своєчасної та адекватної

адаптації до таких викликів. Відсутність такої можливості означає функціональну неспроможність фінансової системи забезпечити рух та трансформацію фінансових ресурсів у країні, що відповідно буде перешкоджати економічному зростанню, скоротить економічні можливості і дестабілізує економіку.

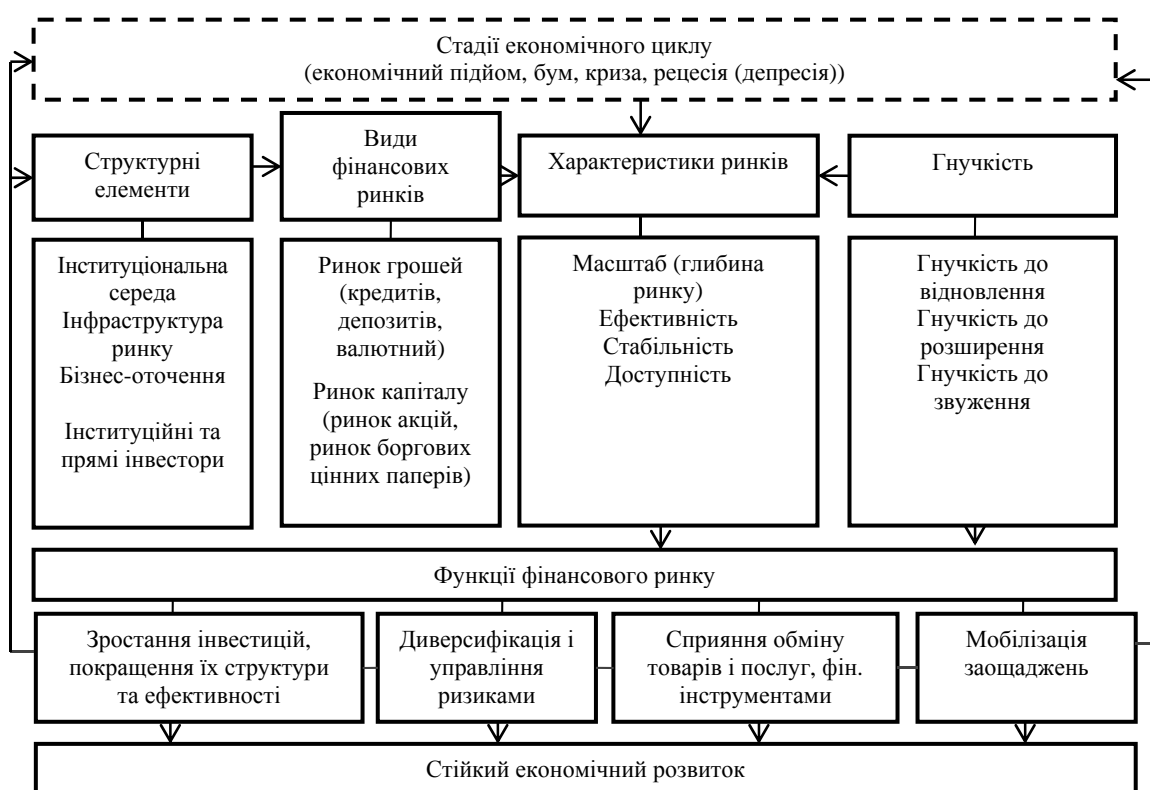
Отже, поряд із такими характеристиками розвитку фінансового сектору економіки, як *масштаб (глибина), ефективність, стабільність та доступність капіталу*, які визначаються Світовим банком [282], доречно додати характеристику *гнучкості* (рис. 4.3).

Як правильно зазначають вчені кожна з вказаних характеристик окремо не може повною мірою забезпечити виконання всіх функцій фінансового ринку. А саме, стабільність не означає ефективності, рівною мірою як і доступності капіталу. І, навпаки, значні масштаби функціонування (глибини) ринку не визначають його стабільності. Так, до країн, що мають високі масштаби кредитного ринку, але низьку стабільність відносяться: Естонія, Ісландія, Греція, Ірландія, Чилі, Кіпр. Україна входить до групи країн із середнім рівнем масштабів кредитного ринку, але має низьку стабільність банків. До тієї ж групи можна включити Казахстан, Литву та Латвію. Таку ситуацію, між тим, можна виправдати самою методологією оцінки Світового банку – показник глибини кредитного ринку визначається показником співвідношення приватних кредитів до ВВП, який одночасно є показником боргового навантаження яке, відповідно, може дестабілізувати становище кредиторів. Для фондового ринку така ситуація характерна для Бразилії, Фінляндії, Ісландії, Кореї, Норвегії. До країн, що мають високу ефективність кредитного ринку та одночасно низьку стабільність кредиторів відносяться Бразилія та Перу, до країн, що мають високу ефективність, але визнають нестабільності фондових ринків – Росія, Угорщина, Швеція, Норвегія [282]. Закономірно припустити, що кожна з цих характеристик коливається у своїх значеннях в залежності від стадії економічного циклу та має різну значимість з боку їх врегулювання. При цьому відповідні закономірності будуть проявлятися в більшій мірі із співпадінням економічного і фінансового циклів (кредитного, коливання цін на акції) – саме така ситуація визначає більшу тривалість та глибину економічних наслідків останніх криз у світі. Треба також додати, що для фінансового циклу характерно самопосилюючий взаємовплив між



сприйняттям вартості та ризиком учасниками фінансового ринку, відношення до ризику та фінансових обмежень, що відповідно призводить до бумів та падінь [182].

На стадії підйому ділової активності, що на більш пізніх етапах підігриваються кредитною експансією, параметри розміру або глибини фінансового ринку набувають максимальних значень. При цьому в період економічного буму, коли за визначенням Мінскі Х. відбувається кредитування «понци» (максимального доступу до капіталу), ці параметри можуть набути своїх екстремальних значень – на кожен гривну ВВП буде приходиться більше боргів із поступовим зменшенням ефективності їх використання. Паралельно за рахунок збільшення цін на акції відбувається зростання розміру ринку акцій (капіталізації). В умовах існування проциклічного регулювання капіталу кредиторів на цій стадії проциклічного характеру набуває і ефективність фінансового ринку. Між тим, деякі параметри макроекономічної стабільності наближаються до граничних із екстремальними значеннями в стадії кризи.



**Рис. 4.3. Зв'язок функцій, характеристик фінансового ринку та стадій економічного циклу**

Ключовою проблемою в період рецесії або депресії є проблема делевериджу і, отже, зниження параметрів доступу до

капіталу. Намагання кредиторів відновити стабільність та ефективність діяльності стримує кредитну ініціативу за рахунок використання різного роду якісних обмежень, що виявляє низьку еластичність попиту відповідно до зміни вартості фінансування. Неспроможність сформувати резерви стабільності на попередніх стадіях економічного циклу, а також неефективність структури спрямування потоків капіталу та темпів їх зростання, визначають тривалість та глибину найгірших етапів ділового циклу, його асиметричність та амплітуду.

Гнучкість, як додаткова характеристика функціонування фінансового ринку, потребує наступних визначень:

1) *гнучкість у забезпеченні руху та трансформації фінансових ресурсів* у країні визначає адекватну та своєчасну *адаптацію фінансового ринку* до умов циклічного економічного розвитку, *повноцінне відновлення функцій*, що виконує фінансовий ринок з позиції фінансового забезпечення, в першу чергу, реального сектора економіки із збереженням при цьому фінансової стабільності, як в самому фінансовому секторі, так і фінансової стійкості економіки у цілому. При цьому посилення гнучкості – це формування умов та резервного потенціалу ефективної та своєчасної адаптації для відновлення або розширення *функціональної спроможності* фінансового ринку (глибини (розміру), ефективності, стабільності та доступності капіталу). В цьому аспекті, характеристики «фінансового розвитку» фактично корелюють із характеристиками «функціональної спроможності». За визначенням Міжнародного валютного фонду із позиції актуальних проблем, які висвітлює остання фінансово-економічна криза, фінансовий розвиток – це покращення якості виконання фінансовою системою своїх п'яти функцій: інформаційної, моніторингової, антиризикової, мобілізаційної, забезпечувальної. Отже, в аспекті фінансового ринку гнучкість доречно розглядати із більш широкої точки зору – не тільки як характеристику фінансового потенціалу, а саме функціональної або фінансової спроможності, що охоплює більший спектр функцій.

Відповідно до Великого економічного словника сутність терміну «*спроможність*» є близькою до можливості виконання функції, тому що визначає – передумови, схильність та вміння виконувати дії [21]. Дуже близьким до цієї точки зору є визначення спроможності фінансової системи Любічем О.О., який розглядає її як здатність забезпечувати виконання найважливіших функцій

держави, реалізовувати національні інтереси країни, підтримувати баланс між зовнішніми та внутрішніми інтересами, зміцнювати геополітичні позиції країни, зберігати внутрішній соціальний спокій і соціально-економічну стабільність [57, с. 32].

Серед авторів є певний консенсус відносно взаємозв'язку між «спроможністю» та «характеристиками», через які вона виражається. Як визначають І.М. Вахович і І.М. Камінська, говорячи про фінансову спроможність «йдеться про комплекс характеристик, отриманих на основі цілісної оцінки фінансового стану на макро- і мікрорівні, тобто визначення фінансового стану об'єкта дослідження, а також можливостей зміни цього стану для забезпечення його розвитку» [9, с. 7]. Як і гнучкість фінансова спроможність визначається авторами як динамічна характеристика, що характеризує поведження системи у динаміці.

Оскільки гнучкість фінансового ринку характеризує спроможність до пристосування його функціональної спроможності, зупинимось більш детально на вказаних вище характеристиках фінансового ринку в яких вона відбивається:

– *глибина фінансового ринку* або його масштаб визначає насиченість фінансовими ресурсами економіки та є вихідною умовою його розвитку;

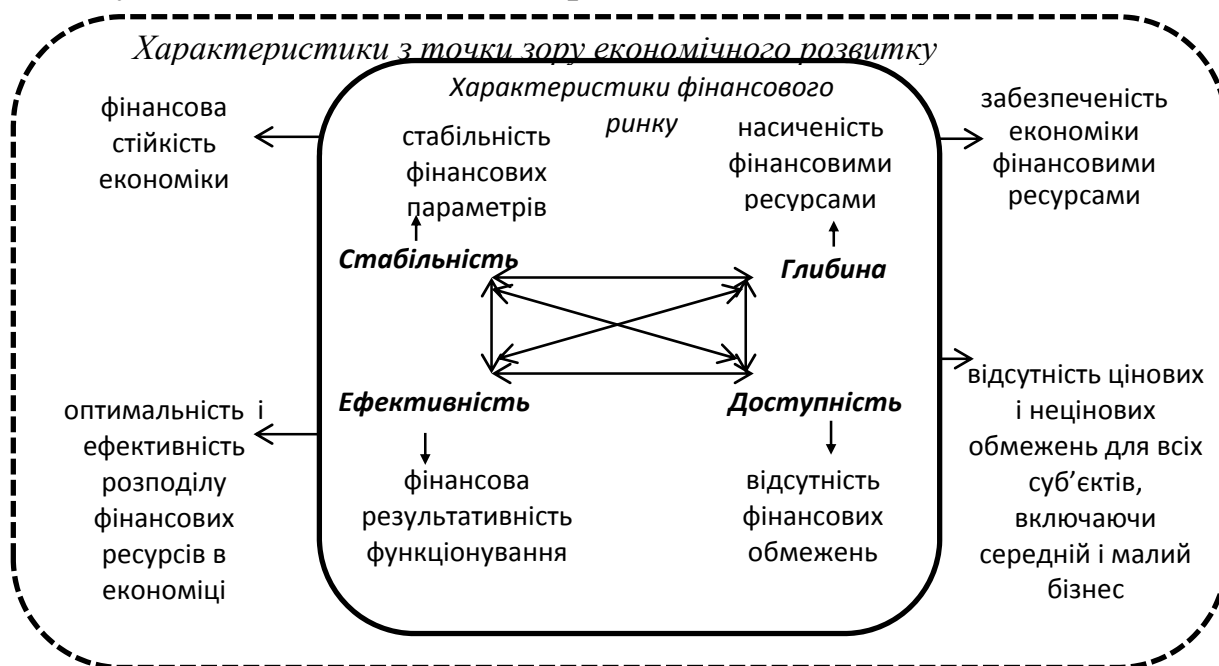
– *ефективність фінансового ринку* – це фінансова результативність функціонування фінансового ринку, а саме, витратність та результативність проведення операцій на фінансовому ринку, забезпечення економіки фінансовими ресурсами;

– *стабільність* – спроможність уникати фінансових криз та системних фінансових ризиків;

– *доступність* – визначає ступінь фінансової залученості суб'єктів, у формування попиту та пропозиції капіталу на фінансовому ринку, з одного боку, з іншого вона відбиває ступінь фінансових обмежень (цінових і нецінових), які зазнають суб'єкти під час задоволення своїх потреб у фінансових ресурсах.

Треба зазначити, що ці характеристики визначено на основі їх ідентифікації з точки зору самого фінансового ринку, але вони мають бути посилені на основі врахування більш тісного їх зв'язку із соціо-економічним розвитком країни (рис. 4.4). В аспекті функціональної спроможності, розмір ринку повинен розглядатися з позиції достатності фінансових ресурсів для економічного розвитку; ефективність фінансового ринку – з позиції ефективної

структури розподілу ресурсів між секторами, галузями економіки, їх ефективності строкової структури; доступність фінансових ресурсів – за рівнем цінових і нецінових обмежень фінансування бізнесу, особливо – малого і середнього;



**Рис. 4.4** Взаємозв'язок характеристик фінансового ринку і розвитку економіки

2) посилення гнучкості фінансового ринку, яка є характеристикою його динамічного розвитку, і в цьому зв'язку фінансового циклу, повинно враховувати *кумулятивність процесів фінансового розвитку* – фінансовий бум не тільки передуює фінансовому стисненню або звуженню, падінню, але є їх причиною. Таким чином, гнучкість (швидкість або, навпаки, обтяженість адаптації) визначається ступенем досягнутої функціональної спроможності фінансового ринку на попередніх стадіях економічного циклу, яке виявляється у створенні тих чи інших фінансово-економічних дисбалансів: на стадії економічного підйому – наявністю неефективної структури інвестицій, надмірному зростанні масштабів спекулятивних операцій у фінансовому секторі на фондовому ринку, накопиченні значного боргового тягаря, зростанні ступеня доларизації економіки; на стадії фінансової кризи – масштабами накопичення у фінансовому секторі «поганих» боргів, ціною досягнення стабільності національної грошової одиниці, ліквідністю банків та інституційних інвесторів, масштабами проникнення кризи у фінансовий сектор; на стадії економічної рецесії – ступенем перегріву фондового ринку і ринку нерухомості.

Без формування відповідних резервів гнучкості, що полегшують адаптацію фінансового ринку, економіка не може подолати порочне коле: накопичення фінансово-економічних дисбалансів (на етапі економічного зростання), їх ескалація (на етапі фінансової кризи), їх поглиблення та пропагація (на етапі економічної рецесії або депресії).

3) формування резерву адаптації у вигляді гнучкості фінансового ринку являє собою *проактивність*, яка є об'єктом свідомого та раціонального управління. З боку органів регулювання важливим є формування відповідних умов функціонування фінансового ринку. Разом із тим, гнучкість фінансової системи у забезпеченні руху та трансформації фінансових ресурсів через фінансовий ринок розглядається нами з боку формування внутрішньої спроможності (резервів), що визначають гнучкість саме механізму функціонування фінансового ринку. Політика регулювання попиту та пропозиції фінансових ресурсів з боку держави знаходиться у сфері монетарної політики, гнучкість реагування фінансового ринку на яку потребує окремого дослідження;

4) відповідно до стадій економічного циклу доцільно визначити такі види гнучкості фінансової системи у забезпеченні руху та трансформації фінансових ресурсів:

– *гнучкість у відновленні функціональної спроможності фінансового ринку* – здатність фінансового ринку відновлювати величину потенціалу до його рівня, що сформувався до дестабілізуючих впливів в умовах виникнення валютної, кредитної чи банківської криз, що супроводжуються «раптовим, найчастіше непередбачуваним колапсом довіри до банківської системи, або тієї чи іншої частини фінансового сектору із суттєвими реальними економічними ефектами» [166]. Незважаючи на можливе широке охоплення різних сегментів фінансовою кризою, за ствердженням авторів найбільш поширеними є кризи кредитного та депозитного ринків, валютного ринку, ринків акцій та облігацій [180]. При цьому до подій, що провокують кризові явища відносяться: стрімке падіння цін на акції, курсів валюти, розміру золотовалютних резервів, неплатоспроможність учасників фінансового ринку, дефолт за суверенними та корпоративними боргами, суттєве підвищення відсоткових ставок, збільшення волатильності дохідності на фінансовому ринку. Треба також зазначити, що за своїм змістом накопичення потенціалу адаптації фінансового ринку до впливу таких шоків у всіх його

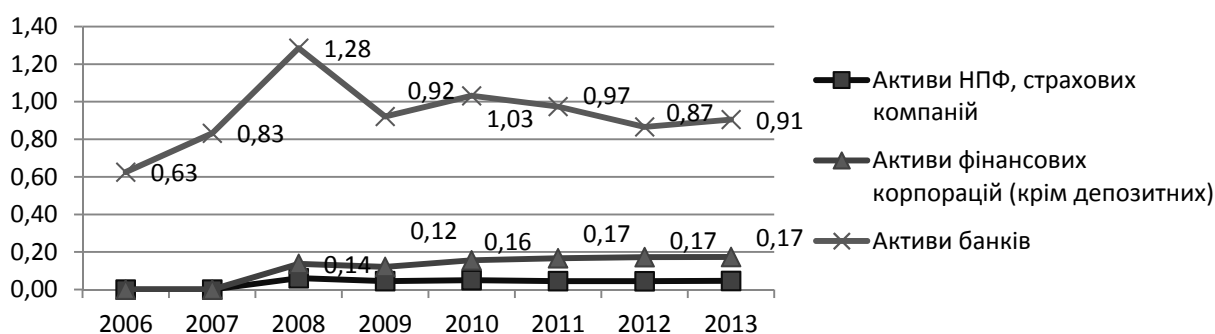
ланках є антикризовим, а політика із його формування близька до антикризової. Завдяки неї фінансова система набуває стійкості, яка за висловом В. Зінченка також забезпечує не тільки виконання нею своїх функцій, але й спроможність відновлювати такий стан після будь-яких відхилень від безпечних параметрів, викликаних дією кризових моментів [28]. За своєю спрямованістю така політика виконує короткотермінові задачі, що зводяться до підтримання ліквідності на фінансовому ринку та його учасників, що в цілому забезпечує фінансову стабільність.

Як вже зазначалося, згідно загальної методології формування гнучкості фінансової системи, до факторів та інструментів її формування відносяться: контрциклічне резервування фінансових активів; резервування можливостей перерозподілу напрямів інвестування фінансових ресурсів; ліквідація існуючих структурно-пропорційних дисбалансів. Сутність цього підходу за визначенням Боріо К. зводиться до формування буферного запасу у добрі часи, та використання його у період реалізації фінансової нестабільності [188]. Разом із важливістю усіх цих заходів, суміщення фінансового і ділового циклів визначають недостатність націленості на підтримання тільки стабільності фінансового ринку, а особливості динаміки фінансового циклу та його впливу на економіку потребують інших видів його гнучкості або адаптації до потреб економічного розвитку;

- *гнучкість у розширенні функціональної спроможності фінансового ринку* – означає здатність розширити, перш за все, довгострокові джерела формування та обсяги трансформації фінансових ресурсів в обмежений термін та із мінімальним негативним ефектом (в т.ч. у вигляді інфляції). При цьому довгострокові інвестиції – це формування стійкої пропозиції та відповідного доступу до довгострокового капіталу, що забезпечує відтворення матеріальних та нематеріальних активів та утворюють суспільні блага, генерують доходи для суспільства, збільшують стандарти життя. Найбільша потреба у такому виді гнучкості є на етапі економічної рецесії. Особливо тривалою та масштабною за кількістю країн, що її зазнали, виявилася остання економічна рецесія, отримавши назву «Великої рецесії». Така економічна ситуація сформувала клімат несприйняття економічного ризику та невизначеності, негативних ділових очікувань. Отже, фінансова політика багатьох країн, в тому числі країн ЄС, поставила за свою

мету відновлення функції фінансового забезпечення реального сектору економіки з боку фінансового ринку та інститутів із врахуванням при цьому їх стабільності.

*Гнучкість у розширенні функціональної спроможності фінансового ринку* складається з таких елементів: гнучкості банків у забезпеченні економіки довгостроковими кредитними ресурсами; гнучкості небанківських інституціональних інвесторів у забезпеченні економіки довгостроковими кредитними ресурсами; спроможністю фондового ринку до перерозподілу довгострокових ресурсів.



**Рис. 4.5 Співвідношення активів банків та недепозитних фінансових корпорацій із ВВП**

Комерційні банки в Україні є найбільш капіталізованим учасником фінансового ринку (рис. 4.5). На кінець 2013 р. розмір активів склав 91 % від ВВП. Між тим, спостерігається і суттєве сповільнення зростання розміру цього ринку. Якщо номінальний ВВП за 2009-2013рр. зріс майже у 2 рази, активи банків – тільки на 38 %, що визначає спрямованість банків на намагання підтримки надійності та стабільності в банківській системі, відповідного скорочення кредитного потенціалу і, отже гнучкості з боку банківської системи.

*Факторами гнучкості банків у забезпеченні економіки довгостроковими кредитними ресурсами є:*

а) фактичний рівень монетизації економіки, що визначається величиною банківських резервів та їх терміною структурою. Теоретично, чим вищим є рівень монетизації, тим меншою у грошовій масі повинна буди частка готівки і більша частка довгострокових коштів. Зменшення частки готівки сприяє посиленню дії грошово-кредитного мультиплікатора, а саме, нарощенню пропозиції кредитних ресурсів банківськими установами, що відповідно покращує термінову структуру,

збалансованість попиту та пропозиції фінансових ресурсів. Частка готівки в грошовій масі визначає також залежність від зовнішніх фінансових ресурсів;

б) співвідношення між фактичним депозитним мультиплікатором (співвідношення між безготівковою грошовою масою та резервами) та простим депозитним мультиплікатором (величина обернена нормі обов'язкового резервування для банків). Перевищення простого мультиплікатору над фактичним означає наявність додаткових резервів у банків [122];

в) відповідність термінової структури попиту та пропозиції на грошовому ринку країни;

г) ступінь залучення банками валових заощаджень населення, що визначає ступінь довіри населення до банків країни;

д) ступінь накопиченого боргового навантаження на банки країни, що потребує відповідних дій із реструктуризації їх балансів;

е) спроможність банків до трансформації ресурсів за строками з боку жорсткості регулювання ліквідності банків;

ж) спроможність банків до концентрації коштів для задоволення попиту у крупному капіталі, що визначається величиною регулятивного капіталу, рівнем відповідного нормативу та величиною фактичних капіталовкладень в країні;

з) спроможність до поглинання збитків, яка залежить від величини регулятивного капіталу першого рівня та резервів відповідно до величини низькоякісних активів;

і) ступінь незалежності від оптових та зовнішніх джерел фінансових ресурсів банків або їх забезпеченість внутрішніми депозитними ресурсами;

к) якість активів банків, що визначають кредитний ризик та потребу у відповідній компенсації, спроможність зниження вартості кредитування;

л) дохідність діяльності банків та рівень її відповідності беззбитковому рівню, рівень відсоткової маржі, що визначає потенціал можливого скорочення відсотків за кредит;

м) реальна вартість кредитування підприємств, яка, з одного боку не повинна бути надто високою (із позиції наявності потреби у значному її зниженні), так і надто низькою, що не дає можливості скористатися потенціалом вартісного стимулювання попиту на кредитні ресурси;



н) ступінь еластичності попиту на кредит відносно зміни відсотків за кредит, яка визначає потенціал використання цінової політики для впливу на попит на кредитні ресурси;

о) наявність у країні державних банків розвитку та їх частка у кредитуванні капіталовкладень, які грають роль каталізатора у зростанні довгострокового кредитування та підтримують ефективність фінансових ринків. На противагу іншим банкам їх кредитування може біти націлено на досягнення безпосередньо цілей суспільства та нарощування економічних, соціальних та екологічних благ;

п) кредитний рейтинг державних облігацій, що визначається на вартості її зовнішніх запозичень;

р) боргове навантаження реального сектора економіки.

Вагому роль у фінансовому забезпеченні та формуванні додаткового потенціалу, підтриманні ліквідності фондового ринку країни грають небанківські фінансові установи в частині інституційних інвесторів. Їх розвиток паралельно із банківським сектором є важливим моментом у збільшенні гнучкості фінансового ринку на основі зростання диверсифікованості джерел залучення ресурсів реальним сектором економіки. В Україні, як і в більшості країн Європи, цей сегмент інститутів вирає значно меншу роль відносно банків. Так, частка активів недепозитних корпорацій в Україні не перевищувала 17 % від ВВП, що майже у 5 разів менше участі банків у формування ВВП та його фінансуванні. Частка страхових компаній та недержавних пенсійних фондів ще менше та склала 5 % ВВП на кінець 2006 р., так і не досягши її рівня 2006 р. Треба зазначити, що не зважаючи на недорозвинутий фондовий ринок відносно англосаксонської фінансової моделі, в Європі рівень активів таких інститутів досягає 100 % ВВП. Особливістю цих інститутів є висхідне нагромадження довгострокових ресурсів, що не потребує їх строкової трансформації із відповідними ризиками. Це значно збільшує потенціал вкладення коштів у менш ліквідні активи.

До факторів гнучкості небанківських інституціональних інвесторів у забезпеченні економіки довгостроковими кредитними ресурсами віднесемо:

а) ступінь ділової активності небанківських інституціональних інвесторів у фінансуванні потреб економіки, що визначається фактичним розміром активів інституціональних інвесторів відповідно до ВВП та їх роль у формуванні ВВП;

б) рівень ділової активності венчурних фондів відносно розміру капітальних вкладень;

в) ступінь диверсифікованості активів інститутів спільного інвестування та недержавних страхових компаній;

г) доходність діяльності небанківських інституціональних інвесторів;

д) жорсткість нормативів ліквідності, що визначаються для небанківських інституціональних інвесторів;

є) ступінь концентрації інвестицій небанківських інституціональних інвесторів на фінансуванні боргу держави (частка відповідних облігацій до активів), що визначає рівень відволікання фінансових ресурсів із реального сектора економіки.

Вагому роль у можливостях адаптації фінансової системи грає також фондовий ринок. Ефективний фондовий ринок позитивно впливає на диверсифікацію економіки, зниження системних ризиків, ефективність розподілу фінансових ресурсів, збільшує можливості реалізації крупних та довгострокових проектів, ефективність ціноутворення активів, збільшує прозорість діяльності емітентів. Спроможність фондового ринку до розширення перерозподілу довгострокових ресурсів визначається:

а) фактичним рівнем глибини фондового ринку, що визначається капіталізацією ринку акцій відповідно до ВВП, об'ємами випуску цінних паперів до ВВП та капітальних вкладень країни. Так, оптимальним рівнем залучення ресурсів на допомогою випуску облігацій реальним сектором економіки вважається 10-15 % від ВВП;

б) розмір національної економіки країни, що визначає відповідно потенціал розширення ринку державних облігацій, який, в свою чергу, є основою для розвитку ринку корпоративних боргових зобов'язань. Відповідно до досліджень Рейнхарда К. та Рогоффа К. [383], мінімальний розмір ВВП країни як основа для формування та розвитку ринку облігацій складає 85 млрд. дол. США (виходячи з розрахованого ними оптимального рівня боргового навантаження для країн, що розвиваються – 30-60 % від ВВП, та мінімального масштабу ринку облігацій – 50 млрд. дол. США);

в) масштаби ринку державних облігацій. Як зазначають вчені, мінімальний розмір випуску державних облігацій для підтримання його розвитку та ліквідності складає 50–100 млрд. дол. США [346];

г) ліквідність вторинного ринку облігацій внутрішнього державного боргу, що корелює із розміром емітованих облігацій;

д) ділова активність крупного та середнього бізнесу (частка крупного та середнього бізнесу у виробництві ВВП), що визначає попит на ресурси фондового ринку з боку реального сектора економіки;

є) розмір власного капіталу крупного та середнього бізнесу, що визначає можливості здійснювати великі об'єми випуску цінних паперів, які задовольняють потребу у економії на масштабі. Так, за розрахунками економістів мінімальний розмір емісії облігацій складає 20–50 млн. дол. США. Розрив вартості випуску облігацій під час залучення 15 та 100 млн. дол. США складає 2,2 в.п. [306];

ж) інвестиційний потенціал інституціональних інвесторів, що визначається розміром їх активів і обмеженнями вкладень у цінні папери;

з) ступінь концентрації торгових операцій на фондовому ринку стосовно компаній-емітентів цінних паперів;

і) ступінь концентрації випуску цінних паперів відповідно компаній емітентів;

к) рівень інституціонального забезпечення, що визначається ступенем лібералізації фондового ринку, рівнем корпоративного управління корпорацій, ступенем захисту прав кредиторів і міноритарних акціонерів.

*Гнучкість у стримуванні надластичності фінансового ринку* – є актуальною у період кредитного буму, який часто супроводжує економічний підйом та виражається у зростанні інвестицій, виробництва та споживання. Актуальність обмеження надмірного швидкого зростання визначається тривалістю та масштабністю рецесії, яку слідує за періодом кредитної експансії. За результатами досліджень, у 75 % випадків кредитних бумів у країнах, що швидко розвиваються, їх продовженням є банківська криза, у 90 % випадків – валютна [224]. Абсолютна більшість таких випадків реалізується у подальшому у жорсткій «безкредитній» рецесії у вигляді суттєвого падіння, як інвестицій, так і споживання. При цьому валютна криза є наслідком сформованого у період буму негативного сальдо торгового балансу – активні інвестиційні процеси збільшують імпорт устаткування, споживання – імпорт іноземних товарів, а зростання потоку іноземного позикового капіталу в умовах зростаючої відкритості економіки, її лібералізації, знижують курс іноземної

валюти, стимулюючи доларизацію економіки в частині зобов'язань суб'єктів господарювання і населення.

Контрциклічна монетарна, фіскальна та макропруденційна політика заснована на пошуку компромісу регуляторної політики між позитивними ефектами від кредитної експансії та її негативними наслідками, відокремленням ситуації швидкого зростання кредитів, яке ефективно відновлює накопичений незадоволений попит на гроші, від ситуації кредитного буму.

До факторів, що збільшують вразливість фінансового ринку або його еластичність до надмірного зростання, відносяться:

- проведення фінансових реформ у вигляді фінансової лібералізації, збільшення трансграничних відносин банків, відкритість економіки. Як визначають дослідження третина кредитних бумів є наслідком або співпадає із лібералізацією фінансового ринку;

- лібералізація рахунку капіталу у платіжному балансі, що зменшує фінансові обмеження для фінансових інститутів. Приріст іноземного капіталу в такі країни в середньому склав 1 в.п. від ВВП;

- дотримання режиму фіксованого валютного курсу, що знижує валютні резерви центрального банку та збільшує від'ємне сальдо платіжного балансу, збільшує залучення іноземного капіталу резидентами. Під час же глобального зниження відсоткових ставок, в таких економіках є підстави для зниження і ставок в країні, що підтримують кредитну експансію, бум на ринку акцій і нерухомості;

- боргове навантаження та відповідна слабкість балансів в нефінансовому секторі – необхідне збільшення відсоткових ставок для стримування кредитного буму збільшить загрозу стабільності;

- відсутність перегріву економіки із наявністю кредитного буму (неспівпадіння ділового і фінансового циклу).

Таким чином, фінансовий розвиток, що визначає функціональну спроможність фінансового ринку для економіки країни на основі його ефективності, масштабів, стабільності та доступності, відповідно до циклічності економічної динаміки, повинен забезпечувати зниження амплітуди та тривалості негативних проявів, формування резервів адаптації для менш витратного та руйнівного впливу на економіку. Врахування гнучкості фінансового ринку в цьому процесі засновано на логіці самої циклічності, відповідно до якої стан тієї чи іншої економічної системи визначається накопиченим потенціалом на попередніх стадіях економічного або фінансового циклу.

## 4.2 Методичний підхід до оцінювання гнучкості фінансового ринку в умовах економічного підйому

Фінансове забезпечення економіки будь-якої країни неможливе без ефективно функціонуючого, розвинутого фінансового ринку, який у всій сукупності своїх учасників здатний адаптивно реагувати на потреби реципієнтів фінансових ресурсів, не провокувати, а згладжувати циклічність їх ділової активності. В цьому аспекті оцінка потенціалу адаптивної реакції цієї складової фінансової системи країни під час проходження економікою через різні стадії регулярних та нерегулярних циклів (ініційованих зовнішніми або внутрішніми шоківими впливами) – кризу, спад, поживлення, економічний підйом, є актуальним предметом наукових досліджень.

Останнім часом питання оцінки фактичного стану фінансового забезпечення суб'єктів господарювання, відповідності його якісних і кількісних характеристик потребам економіки, отримало достатню увагу з боку, як наукової спільноти, так і практиків. Монетарна складова, оцінка доступу економічних агентів різних масштабів діяльності до фінансування, спроможності фінансових інститутів забезпечити такий доступ до всього розмаїття фінансових послуг, стали обов'язковими компонентами моніторингових звітів МВФ, Світового банку, ЄЦБ та центральних банків різних країн. Разом із тим, такі методики в більшій мірі не налаштовані на особливості функціонування фінансового ринку в умовах окремих стадій циклічного розвитку, є досить агрегованими. Більшого розвитку набули ці питання в наукових дослідженнях. Так, в роботах Мендози Е., Терронса М., Джорда О., Шуларіка А., Тейлора Дж., Клаеззенса С. та ін. розглядаються проблеми формування кредитних бумів на фінансовому ринку, потенціал їх формування та відповідний вплив на вірогідність виникнення фінансової кризи, посткризове відновлення фінансування економіки. Оцінці можливостей відновлення функціональної спроможності фінансового ринку після кризи на стадії поживлення присвячено праці Рейнхарда К., Рогоффа К., Фатаса А., Міхаса І. та ін. Разом із тим, є певні особливості формування такої методології для країн із ринками, що розвиваються та значною відкритістю, як економічної, так і фінансової системи, до впливу кон'юнктури зовнішніх ринків.

Оцінювання гнучкості фінансової системи у забезпеченні руху та трансформації фінансових ресурсів через фінансовий ринок базується на основі наступних положень:

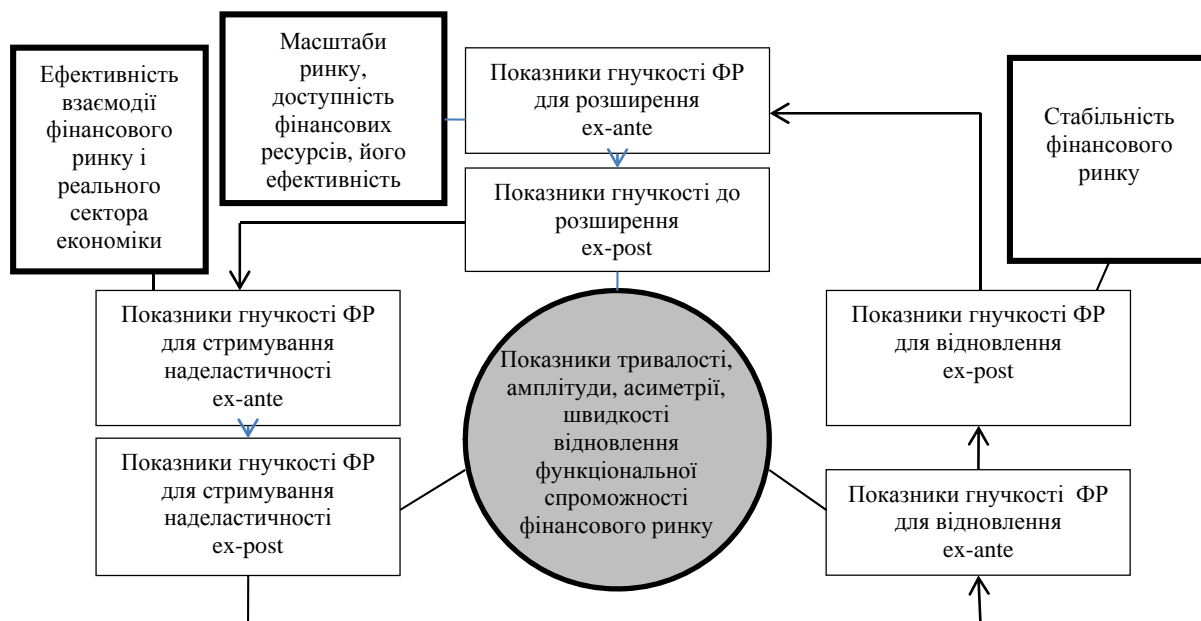
1) визнання гнучкості, з одного боку, як результуючої характеристики ефективної адаптації фінансового ринку до викликів економічного середовища, а з іншого, буферного запасу адаптивної реакції, потребує відповідної двовимірної оцінки гнучкості – із позиції *ex-post* і *ex-ante*. При цьому оцінювання *ex-post* (що здійснюється *post factum*) є саме тією, яка оцінює результат адаптації або прояву гнучкості, не відрізняючи за рахунок чого вона була отримана – низького рівня дестабілізуючого впливу, або сформованого запасу міцності напередодні такого впливу або потреби у пристосуванні. Маючи на увазі прояв гнучкості ринку до умов циклічного розвитку, доречно застосовувати у якості показників гнучкості *ex-post* такі, що характеризують динаміку ринку протягом циклу – тривалість, амплітуду, асиметрію, швидкість відновлення функціональної спроможності фінансового ринку (глибини (розміру), ефективності, стабільності та доступності капіталу). В свою чергу, оцінювання гнучкості *ex-ante* – це вимір адаптаційних можливостей або резервного потенціалу без урахування можливого впливу дестабілізуючої події або розміру потреби у необхідній адаптації.

2) оскільки протягом циклу існує різний ступінь актуальності у виконанні фінансовим ринком тієї чи іншої функції, під час оцінки гнучкості *ex-post* будемо керуватися наступними пріоритетами у виборі показників: на стадії фінансово-економічної кризи – показники стабільності фінансового ринку, на стадії поживлення – показники масштабів ринку, доступності фінансових ресурсів, його ефективності, на стадії буму – показники ефективності взаємодії фінансового ринку і реального сектора економіки, масштабів або глибини ринку (рис. 4.6);

3) в якості інтегрованої оцінки гнучкості доцільно застосовувати композитні індикатори, що знайшли достатню популярність останнім часом серед національних та наднаціональних фінансових регулюючих інституцій. Для нормування вихідних показників застосуємо розраховані максимальні та мінімальні значення та їх варіативність, виходячи із показників по вибірці країн. Такі вибірки країн сформуємо за критеріями результуючої гнучкості відповідно до визначених характеристик функціональної спроможності фінансового ринку на тій чи іншій стадії циклу. Для стадії відновлення – показники позитивного зростання кредитування в середньому за 2009–2013 рр., позитивного зростання ВВП та капітальних вкладень в країні. Для стадії економічного буму, що супроводжується кредитною

експансією – показник асиметрії динаміки кредитування до ВВП із значенням більше двох (якщо темпи зростання кредитів до ВВП на стадії буму більше ніж у два рази перевищували темпи зростання цього індикатора на стадії кредитної рецесії);

4) кумулятивність процесів циклічності, а саме, вплив стану економіки та фінансового ринку зокрема на глибину та амплітуду наступних стадій економічного і фінансового циклів передбачає необхідність врахування гнучкості фінансового ринку ex-post попередніх стадій на рівень гнучкості ex-ante наступних.



**Рис. 4.6** Взаємозв'язок показників оцінки гнучкості функціонування фінансового ринку (ФР) в умовах циклічного розвитку економіки

Визначення рівню гнучкості фінансового ринку здійснюється наступним чином:

$$G_{lex-ante} = \frac{\sum_{i=1}^n g'_{li} + G_{\langle l-1 \rangle ex-post}}{n + 1}$$

де  $G_{lex-ante}$  – рівень гнучкості фінансового ринку на відповідній стадії циклу  $l$  як запасу адаптивної реакції (ex-ante);

$g'_{li}$  – нормований  $i$ -тий показник гнучкості;

$G_{\langle l-1 \rangle ex-post}$  – рівень гнучкості фінансового ринку на відповідній попередній стадії циклу  $\langle l - 1 \rangle$  як результуючої характеристики ефективної адаптації фінансового ринку до викликів економічного середовища;

$n$  – загальна кількість показників гнучкості на відповідній стадії циклу.

Нормування показників гнучкості для тих із них, збільшення яких призводить до зростання гнучкості:

$$g'_{li} = \frac{g_{li} - \min \bar{g}_{li}}{\max \bar{g}_{li} - \min \bar{g}_{li}},$$

$\min \bar{g}_{li}$  – середньозважене мінімальне значення показника  $i$  по вибірці досліджуваних країн;

$\max \bar{g}_{li}$  – середньозважене максимальне значення показника  $i$  по вибірці досліджуваних країн.

Нормування показників гнучкості для тих із них, збільшення яких призводить до зниження гнучкості:

$$g'_{li} = \frac{g_{li} - \max \bar{g}_{li}}{\min \bar{g}_{li} - \max \bar{g}_{li}}.$$

Першим елементом загальної оцінки гнучкості адекватної реакції фінансового ринку на умови циклічності економічного розвитку в частині фінансової підтримки відновлення ділової активності суб'єктів господарювання з боку фінансового ринку є оцінка рівня гнучкості до розширення функціональної спроможності фінансового ринку ex-ante. В якості основи для формування відповідної методології застосуємо логіку методичного підходу Світового банку розрахунків (BIS) до визначення рівня глобальної ліквідності, яка визначається як «легкість» фінансування економіки в глобальному вимірі [158]. При цьому автор методичного підходу, провідний спеціаліст Світового банку розрахунків, Каруан Дж. застерігає, що ліквідність на ринку є відображенням не тільки дій центральних банків, а й об'єктом впливу на неї приватного сектору із позиції сприйняття його учасниками ризику. Саме цей аспект грає вирішальну роль із позиції автора у негативній циклічній динаміці та кризових проявах на глобальному фінансовому ринку [284]. У підході BIS глобальна ліквідність поділяється на два підвиди: офіційну або публічну, яка формується на основі монетарних операцій центрального банку, та приватну ліквідність, яка є результатом операцій різних фінансово-кредитних інститутів та самого фінансового ринку у його вузькому значенні. Інтегрованими індикаторами глобальної ліквідності є: монетарна ліквідність, фондова або ресурсна ліквідність, ринкова ліквідність та сприйняття ризику учасниками ринку, що визначаються у об'ємних та вартісних показниках.

Застосувавши логіку підходу BIS, звернемо увагу на те, що оцінка запасу гнучкості до розширення функціональної спроможності фінансового ринку буде будуватися не тільки на оцінці показників його ліквідності, а й показників потенціалу її розширення для задоволення потреби економіки у довгострокових ресурсах на стадії виходу з рецесії та відновлення ділової активності.



Оцінка рівня гнучкості до розширення функціональної спроможності фінансового ринку *ex-ante* визначається на основі послідовного розрахунку рівнів гнучкості інститутів фінансового ринку ( $G_{RB}$  і  $G_{RN}$  – банків та небанківських фінансових установ відповідно) та саме фінансового ринку ( $G_{RF}$ ) у його вузькому значенні:

$$G_{Rex-ante} = \gamma_{RB}G_{RB} + \gamma_{RN}G_{RN} + \gamma_{RF}G_{RF},$$

де  $\gamma_{RB}$ ,  $\gamma_{RN}$ ,  $\gamma_{RF}$  – частки відповідно активів банків, інституційних інвесторів та об'єму торгівлі на фондовому ринку до загальної суми цих показників.

Рівень гнучкості фінансового ринку виходячи із спроможності банків до розширення ними пропозиції довгострокових кредитних ресурсів ( $G_{RB}$ ) представлено її монетарною, ресурсною, вартісною та макроекономічною компонентами (табл. 4.1).

Монетарні умови формування пропозиції грошових ресурсів на фінансовому ринку є вихідними. Реакція ринку на потреби економіки у фінансових ресурсах буде більш гнучкою, чим більшими є вихідний показник фактичного рівня монетизації економіки ( $g_{RBM1}$ ), частка середньо- та довгострокових коштів у грошовій масі ( $g_{RBM2}$ ), грошовий мультиплікатор ( $g_{RBM3}$ ), відповідність термінової структури попиту та пропозиції ресурсів на грошовому ринку країни ( $g_{RBM4}$ ), зростання грошової маси за агрегатом M2 ( $g_{RBM5}$ ).

Для нормування вказаних показників та агрегування їх у індикатор гнучкості здійснено оцінку відповідних показників по вибірці країн, виділених за умовою відновлення потенціалу їх фінансового ринку у фінансуванні економіки у посткризовий період. В якості критеріїв для визначення результуючої вибірки застосовано: зростання кредитування у періоді з 2009 по 2013 рр., позитивне середнє зростання ВВП та капітальних вкладень. До результуючих вибірок увійшли такі країни: серед високо розвинутих, що входять до ОЕСР, – Австралія, Канада, Корея, Швеція, Швейцарія; що не входять до ОЕСР – Російська Федерація, Китай, Сінгапур, Саудівська Аравія, Уругвай; серед країн із доходами вище середнього – Білорусь, Бразилія, Китай, Коста Ріка, Колумбія, Еквадор, Габон, Малайзія, Мавританія, Мексика, Намібія, Панама, Перу, Південна Африка, Таїланд, Туреччина, Венесуела. За визначеними країнами найвищі показники мали країни із доходами вище середнього – за 4 роки об'єми кредитування зросли у 2,6 рази, капітальні вкладення – майже у 6 разів, ВВП зростало щорічно на 4,4 % (табл. 4.2).

## Складові оцінки рівня гнучкості до розширення функціональної спроможності фінансового ринку ex-ante

<p><b>Рівень гнучкості фінансового ринку виходячи із спроможності банків до розширення ними пропозиції довгострокових кредитних ресурсів (G<sub>RVB</sub>)</b></p> <p><i>Монетарна компонента (G<sub>RVB1</sub>)</i></p> <p>Показник фактичного рівня монетизації економіки (<i>g<sub>RVB11</sub></i>);</p> <p>Частка середньо- та довгострокових коштів у грошовій масі (<i>g<sub>RVB12</sub></i>);</p> <p>Грошовий мультиплікатор (<i>g<sub>RVB13</sub></i>);</p> <p>Показник відповідності термінової структури попиту та пропозицій ресурсів на грошовому ринку країни (<i>g<sub>RVB14</sub></i>)</p> <p>Показник зростання грошової маси за агрегатом M2 (<i>g<sub>RVB15</sub></i>)</p>	<p><i>Ресурсна компонента (G<sub>RVB2</sub>)</i></p> <p>Ступінь залучення банками валових заощаджень населення (<i>g<sub>RVB21</sub></i>);</p> <p>Рівень накопиченого боргового навантаження на банки країни (фінансовий леверидж) (<i>g<sub>RVB22</sub></i>);</p> <p>Ступінь жорсткості регулювання ліквідності банків (<i>g<sub>RVB23</sub></i>);</p> <p>Рівень спроможності банків до концентрації коштів для задоволення попиту у крупному капіталі (<i>g<sub>RVB24</sub></i>);</p> <p>Ступінь незалежності від оптових та зовнішніх джерел кредитних ресурсів банків (<i>g<sub>RVB25</sub></i>);</p> <p>Частка довгострокових депозитів у їх загальній сумі (<i>g<sub>RVB26</sub></i>);</p>	<p><i>Вартісна компонента (G<sub>RVB3</sub>)</i></p> <p>Спроможність банків до поглинання збитків (співвідношення регулятивного капіталу до низькоякісних активів) (<i>g<sub>RVB31</sub></i>);</p> <p>Спроможність зниження банками вартості кредитування (частка низькоякісних активів банків у їх загальній величині) (<i>g<sub>RVB32</sub></i>);</p> <p>Доходність діяльності банків (<i>g<sub>RVB33</sub></i>);</p> <p>Рівень відсоткової маржі (<i>g<sub>RVB34</sub></i>);</p> <p>Реальна вартість кредитування економіки (<i>g<sub>RVB35</sub></i>);</p> <p>Розрив вартості кредитних ресурсів на міжнародному і вітчизняному ринку капіталу (<i>g<sub>RVB36</sub></i>);</p> <p>Ступінь еластичності попиту на кредит відносно зміни відсотків за кредит (<i>g<sub>RVB37</sub></i>);</p> <p>Кредитний рейтинг державних облигацій (<i>g<sub>RVB38</sub></i>)</p>	<p><i>Макроекономічна компонента (G<sub>RVB4</sub>)</i></p> <p>Відношення сальдо поточного рахунку до ВВП (<i>g<sub>RVB41</sub></i>);</p> <p>Боргове навантаження на реальний сектор економіки (<i>g<sub>RVB42</sub></i>);</p> <p>Зростання реальних наявних доходів населення (<i>g<sub>RVB43</sub></i>)</p>
<p><b>Рівень гнучкості фінансового ринку виходячи із спроможності небанківських фінансово-кредитних установ до розширення ними пропозиції довгострокових фінансових ресурсів (G<sub>RF</sub>)</b></p> <p>Ступінь ділової активності небанківських фінансово-кредитних установ у фінансуванні потреб економіки (показник фактичного розміру активів інституціональних інвесторів відповідно до ВВП) (<i>g<sub>RF1</sub></i>);</p> <p>Рівень ділової активності небанківських фінансово-кредитних установ (<i>g<sub>RF2</sub></i>);</p> <p>Ступінь диверсифікованості активів інститутів спільного інвестування та небанківських страхових компаній (<i>g<sub>RF4</sub></i>);</p> <p>Доходність діяльності небанківських фінансово-кредитних установ (<i>g<sub>RF5</sub></i>)</p>	<p><b>Рівень гнучкості фондового ринку до розширення перерозподілу довгострокових фінансових ресурсів (G<sub>RF</sub>)</b></p> <p>Рівень глибини фондового ринку (<i>g<sub>RF1</sub></i>);</p> <p>Рівень капіталізації ринку акцій (<i>g<sub>RF2</sub></i>);</p> <p>Розмір національної економіки (<i>g<sub>RF3</sub></i>);</p> <p>Масштаби ринку державних облигацій (<i>g<sub>RF4</sub></i>);</p> <p>Ступінь концентрації випуску облигацій емітентами (частка випуску облигацій Top-5 емітентами) (<i>g<sub>RF5</sub></i>);</p> <p>Ліквідність вторинного ринку облигацій внутрішнього державного боргу (<i>g<sub>RF6</sub></i>);</p> <p>Ліквідність ринку облигацій (частка біржової торгівлі облигаціями Top-10 емітентами) (<i>g<sub>RF7</sub></i>)</p> <p>Спроможність залучення на фондовий ринок фінансових ресурсів крупного бізнесу на основі їх власного капіталу (частка власного капіталу крупного бізнесу у загальній величині власного капіталу підприємств) (<i>g<sub>RF8</sub></i>)</p> <p>Ліквідність ринку акцій (частка біржової торгівлі акціями Top-10 емітентів) (<i>g<sub>RF9</sub></i>)</p> <p>Ступінь концентрації випуску акцій емітентами (частка випуску акцій Top-10 емітентами) (<i>g<sub>RF10</sub></i>);</p> <p>Рівень інституціонального забезпечення фондового ринку (<i>g<sub>RF11</sub></i>);</p> <p>Структура фінансової системи (співвідношення банківського кредитування суб'єктів господарювання до об'єму торгів на фондовому ринку) (<i>g<sub>RF11</sub></i>)</p>	<p>Спроможність банків до поглинання збитків (співвідношення регулятивного капіталу до низькоякісних активів) (<i>g<sub>RVB31</sub></i>);</p> <p>Спроможність зниження банками вартості кредитування (частка низькоякісних активів банків у їх загальній величині) (<i>g<sub>RVB32</sub></i>);</p> <p>Доходність діяльності банків (<i>g<sub>RVB33</sub></i>);</p> <p>Рівень відсоткової маржі (<i>g<sub>RVB34</sub></i>);</p> <p>Реальна вартість кредитування економіки (<i>g<sub>RVB35</sub></i>);</p> <p>Розрив вартості кредитних ресурсів на міжнародному і вітчизняному ринку капіталу (<i>g<sub>RVB36</sub></i>);</p> <p>Ступінь еластичності попиту на кредит відносно зміни відсотків за кредит (<i>g<sub>RVB37</sub></i>);</p> <p>Кредитний рейтинг державних облигацій (<i>g<sub>RVB38</sub></i>)</p>	<p><i>Макроекономічна компонента (G<sub>RVB4</sub>)</i></p> <p>Відношення сальдо поточного рахунку до ВВП (<i>g<sub>RVB41</sub></i>);</p> <p>Боргове навантаження на реальний сектор економіки (<i>g<sub>RVB42</sub></i>);</p> <p>Зростання реальних наявних доходів населення (<i>g<sub>RVB43</sub></i>)</p>

**Середні показники по вибірках країн (одночасно відповідають умовам зростання кредитування більше 1, позитивного середнього зростання ВВП та капітальних вкладень) (розраховано на основі [83])**

<b>Показники</b>	<b>Високорозвинені і країни – члени ОЕСР</b>	<b>Високорозвинені, країни, які не є членами ОЕСР</b>	<b>Країни із доходами вище середнього</b>
Зростання ВВП, щорічне %	2,27	3,16	4,04
Зростання капітальних вкладень, щорічне %	2,41	4,27	5,95
Зростання кредитування 2013 відносно 2009 рр.	1,43	2,16	2,59

Відповідні значення показників, що входять у різні компоненти індикатора оцінки гнучкості до розширення фінансового забезпечення економіки банками, наведено у табл. 4.3. Визначення середньозважених величин виконувалось виходячи із ступеня наближеності економічних умов до умов економіки України: коефіцієнт зважування для показників високорозвинених країн-членів ОЕСР – 0,2, для показників високорозвинених країн, які не є членами ОЕСР – 0,3, країн, із доходами вище середнього – 0,5.

Треба відзначити, що монетарне забезпечення економіки України більш ніж у 2 рази нижче, ніж у високо розвинутих країнах. Значення цього показника на початку фінансово-економічної кризи склало 48 %, на кінець 2009 р. – 54 %, зменшення цього показника також відбувалося у 2010 та 2012 рр. до рівня 53 %. Важливість вихідного рівня цього індикатору у загальній оцінці визначається тим, що його швидке збільшення загрожує розширенням інфляційних процесів. Саме тому в 2008р. Світовий банк в якості умов надання траншів за програмою Стенд Бай встановив кількісне обмеження розміру грошової маси. Протягом двох років відбувалося і сповільнене зростання грошової маси, а у 3 та 4-му кварталах 2009 р. – її зменшення на 4 %. Середнє зростання грошової маси за індикатором М2 було трохи вищим середньозваженого за країнами (14,03 %). Зменшення зростання грошової маси також спостерігалось протягом 2011–2012 рр. У

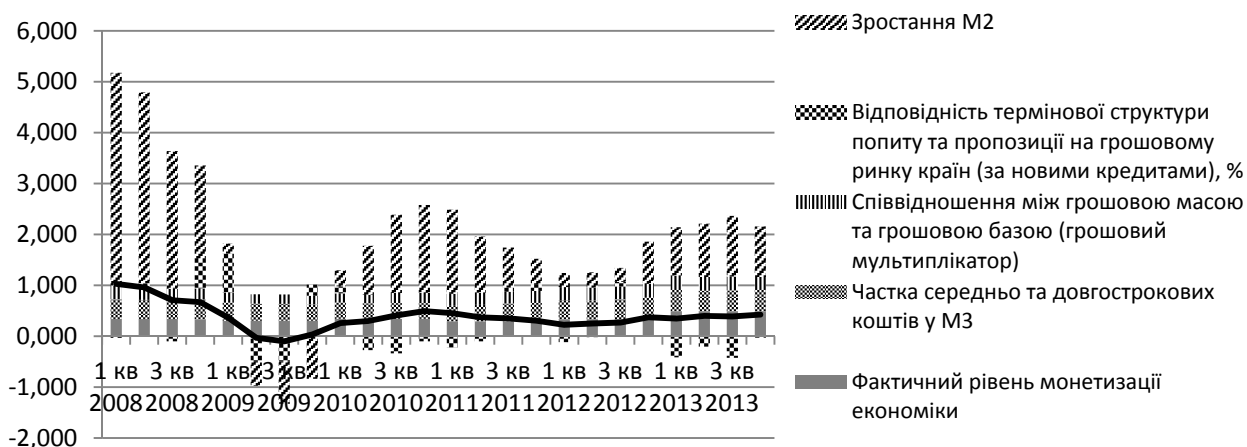
після кризовому періоді відбувалося і зниження показника грошового мультиплікатору – з 3,05 у 1 кв. 2008р. він знизився до мінімального значення 2,43 у 1-му кварталі 2010 р. Тільки в 4-му кварталі 2012р. його значення відновилося до 3,02. По досліджуваних країнах нормуючої вибірки це значення в середньому складало 6,89. Низький рівень мультиплікації визначається в тому числі слабкою строковою структурою грошової маси в Україні – за 2,5 роки з початку 2008 р. частка середньо та довгострокових активів у МЗ знизилася майже на 13 в.п. – з 64 % до 51,4 %.

Таблиця 4.3

**Середні значення показників оцінки гнучкості до розширення фінансового забезпечення економіки банками в різних країнах за період 2008–2013 рр. (розраховано на основі [83])**

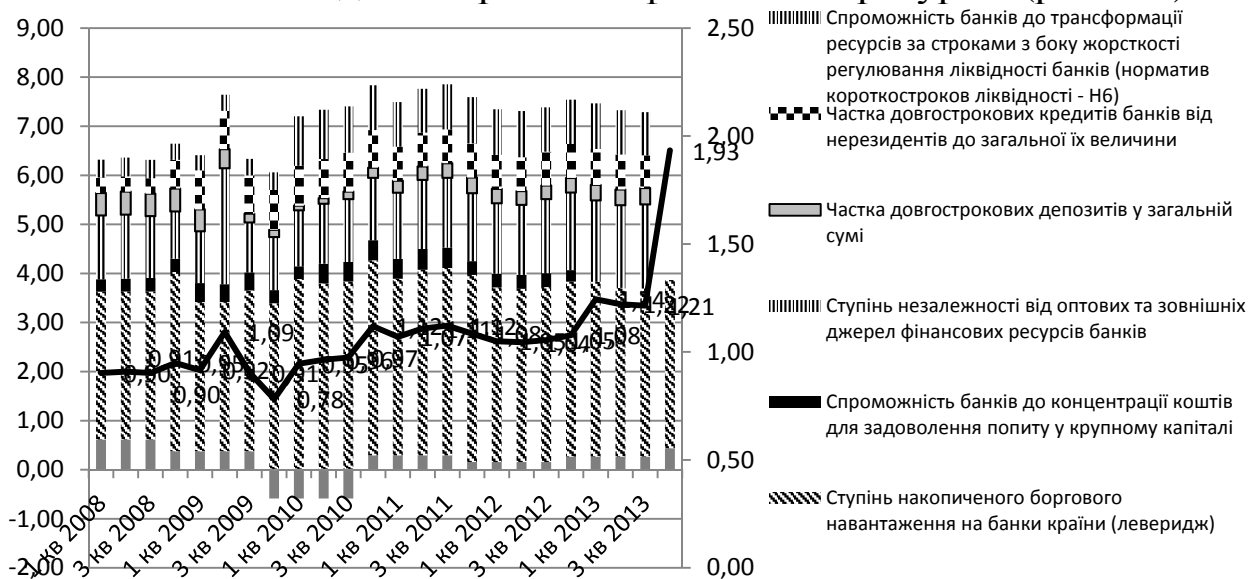
Показники	Високорозвинені країни-члени ОЕСР	Високорозвинені, які не є членами ОЕСД	Країни із доходами вище середнього	Середньо-зважені
Сальдо поточного рахунку ( % від ВВП)	1,53	7,30	-1,62	1,69
Норма заощаджень ( % від національного доходу)	5,70	17,69	11,82	12,35
Реальна відсоткова ставка ( %)	3,14	4,53	5,70	4,84
Премія за ризик (кредитна ставка мінус ставка казначейських зобов'язань, %)	2,66	6,91	3,28	4,24
Відсотковий спред ( %)	2,81	7,05	3,88	4,62
Частка капіталу банків в активах ( %)	6,18	3,36	2,84	3,66
Частка активів низької якості в загальних активах ( %)	1,23	11,36	10,52	8,92
Кредити приватному сектору до ВВП ( % )	127,56	86,21	70,05	86,40
Ліквідні зобов'язання (МЗ) до ВВП, %	108,25	41,58	41,92	55,09
Співвідношення М2 до ВВП, %	114,31	123,61	52,44	86,16
Зростання М2 (річний %)	16,04	12,16	14,34	14,03
Грошовий мультиплікатор (М2 до резервів)	8,10	2,77	8,87	6,89
Резерви до неякісних активів банків, %	52,74	65,36	119,72	3,07
Дохідність активів банків, %	0,87	1,26	1,98	1,54

Відповідно до розрахованого показника гнучкості фінансового ринку на основі монетарної компоненти найгірші її значення були негативними протягом 2009 р. (рис. 4.7). Взагалі, просліджується дві хвилі падіння рівня гнучкості за монетарною компонентою – у 2009 та 2011 рр.



**Рис. 4.7 Нормовані показники оцінки гнучкості до розширення пропозиції грошових ресурсів на фінансовому ринку за монетарною компонентою (розраховано на основі [79])**

Наступною компонентою в оцінці є ресурсна. В якості показників для її вимірювання обрано такі, що визначають якість формування ресурсів банківських інститутів. Потенціал розширення можливостей фінансування економіки з боку банків буде тим більшим, чим вищими є ступінь залучення банками валових заощаджень населення; ступінь накопиченого боргового навантаження на банки країни; нижче жорсткість регулювання ліквідності банків; вище спроможність банків до концентрації коштів для задоволення попиту у крупному капіталі; ступінь незалежності від оптових та зовнішніх джерел фінансових ресурсів банків та частка їх довгострокових фінансових ресурсів (рис. 4.8).



**Рис. 4.8 Нормовані показники оцінки гнучкості до розширення пропозиції грошових ресурсів на фінансовому ринку за ресурсною компонентою (розраховано на основі [79])**

Джерелом формування ресурсної бази для довгострокового кредитування економіки країни банками є довгострокові депозити населення. Отже, в якості одного з індикаторів ресурсної компоненти застосуємо частку довгострокових депозитів у валових заощадженнях населення, яка вказує на ступінь довіри населення до банківської системи. Максимальний рівень цього індикатору у досліджуваному періоду спостерігався у 1 кварталі 2008 р. – 64 %, від’ємне – у 4 кварталі 2009 р. Надалі довгострокові вкладення залишалися низькими у загальних заощадженнях, досягши наприкінці 2013 р. 44 %.

Важливим показником ресурсної компоненти є ступінь незалежності від оптових джерел фінансування банків. Зниження потенціалу гнучкості відносно цього показника спостерігалось до кінця 2010 р. – починаючи із 30 % частки оптових джерел на початку 2008 р. це значення зросло до 40 % наприкінці 2008 р. У 2013 р. відповідне зменшення оптових джерел до 19 % збільшило стійкість ресурсної бази та відповідно можливості до розширення. Про якість ресурсної бази банків також свідчить частка довгострокових депозитів населення та частка довгострокових зовнішніх кредитних ресурсів у загальній їх величині. На початку 2009 р. трапилося майже 50 % падіння частки довгострокових депозитів населення та півтора роки поспіль їх складова не перевищувала 34 %. Відновлення цього показника до його докризового рівня трапилося тільки наприкінці 2013 р. Трохи іншу динаміку мали довгострокові кредити, залучені банками на зовнішньому ринку. Низька його ліквідність та «очищення» від ризику операцій зовнішніх інвесторів і кредиторів спричинили вплив гарячих грошей з вітчизняного ринку у 2009 р., склавши у структурі кредитів тільки 13–14 % протягом наступних 1,5 років. Протягом 2011–2013 рр. їх частка зросла і складала 23–24 %.

В оцінці даної компоненти також має значення спроможність банків до концентрації коштів для задоволення попиту у крупному капіталі, що визначається величиною регулятивного капіталу, рівнем відповідного нормативу (крупних кредитів) та величиною власного капіталу суб’єктів господарювання. Для України цей показник характеризується вкрай низьким значенням – від 2,5 до 4 %. Між тим, частка власного капіталу крупного бізнесу у складі загального капіталу суб’єктів господарювання складає не менше 40 %.

Необхідним об’єктом для оцінки цієї компоненти є також рівень фінансового левериджу банків. На відміну від традиційного

нормативу адекватності капіталу, перший є менш суб'єктивним. Третім Базелем встановлено орієнтир за даним показником на рівні 5 %. В Україні він складав протягом 2008–2013 рр. від 13 до 14 %. Найгіршими були його показники наприкінці 2013 р.

В цілому, інтегроване значення показника гнучкості відносно ресурсної компоненти було нижче одиниці протягом 2008–2010 рр., за виключенням другого кварталу 2009 р., на що переважно вплинуло епізодичне підвищення ступеня незалежності банків від оптових джерел фінансування. З четвертого кварталу 2010 р. до першого кварталу 2013 р. значення індикатору не перевищувало 1,12 та в середньому складало 1,08.

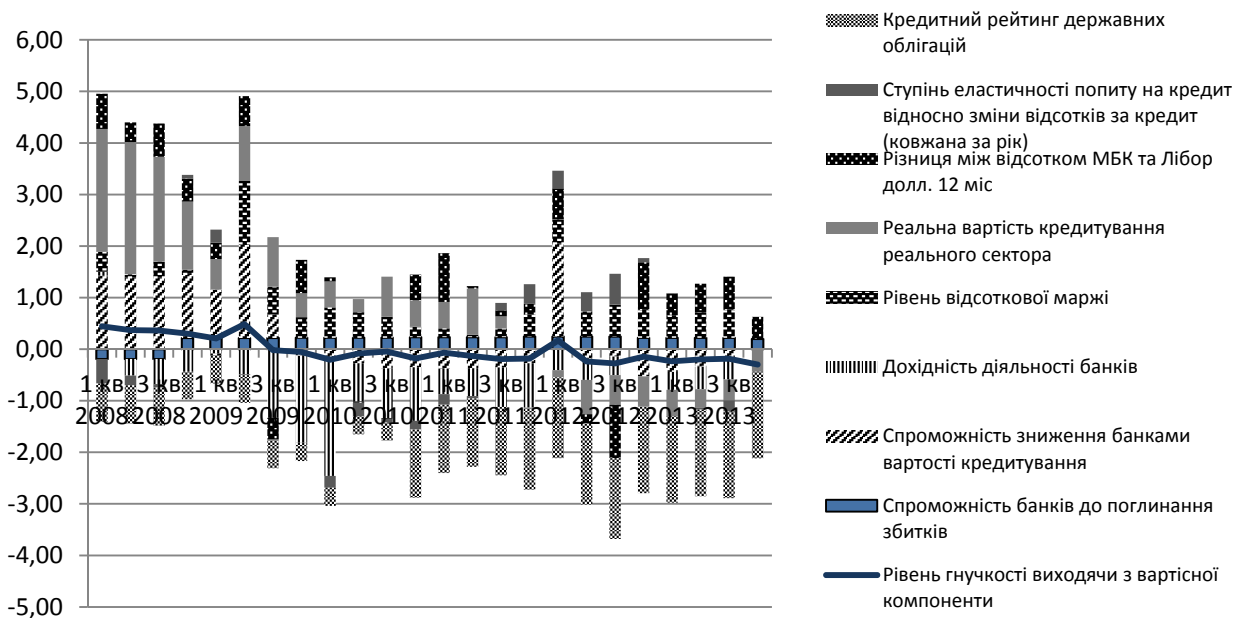
Суттєво гірші значення отримано в результаті оцінки вартісної компоненти гнучкості фінансового ринку до розширення пропозиції фінансових ресурсів (рис. 4.9). Починаючи з 3-го кварталу 2009 р. значення цього індикатора були від'ємними. Така динаміка показника визначалася наступними несприятливими тенденціями, що знижували спроможність банків гнучко реагувати на потребу у розширенні пропозиції фінансових ресурсів:

- погіршенням спроможності банків знижувати вартість кредитування, що визначалося збільшенням частки «поганих» кредитів – нормоване значення показника набуло від'ємної величини з 4 кварталу 2009 р. і потім тільки погіршувалося. З 2011 р. недіючі кредити склали від 13,7 % до 16,5 %. Треба відзначити, що у порівнянні із значенням цього показника по вибірці вказаних вище країн, що спромоглися збільшити участь банків у фінансуванні економіки у посткризовому періоді, цей показник безумовно має високі значення – середня його величина по високо розвинутих країнам ОЕСР складала 1,23 %, високо розвинутих, що не відносяться до ОЕСР – 11,4 %, у країнах із доходами вище середнього – 10,5 %. Між тим, гірші показники мали такі країни, як Болгарія і Угорщина – 17 %, Казахстан – 21 %, Литва – 24 %, Ірландія – 25 %, Греція – 33,5 %.

- негативною нормованою дохідністю банків із 2-го кварталу 2008 р. (виходячи із мінімуму та максимуму для нормування на рівні 0,01 та 0,03 відповідно по вибірці країн). Вихідні ж значення по Україні стали наближатися до нуля та мали трохи більші значення тільки з 2012 р.;

- безпосереднє підвищення реальної вартості кредитування з 4,9 % до 15 % у 2-му кварталі 2012 р.;

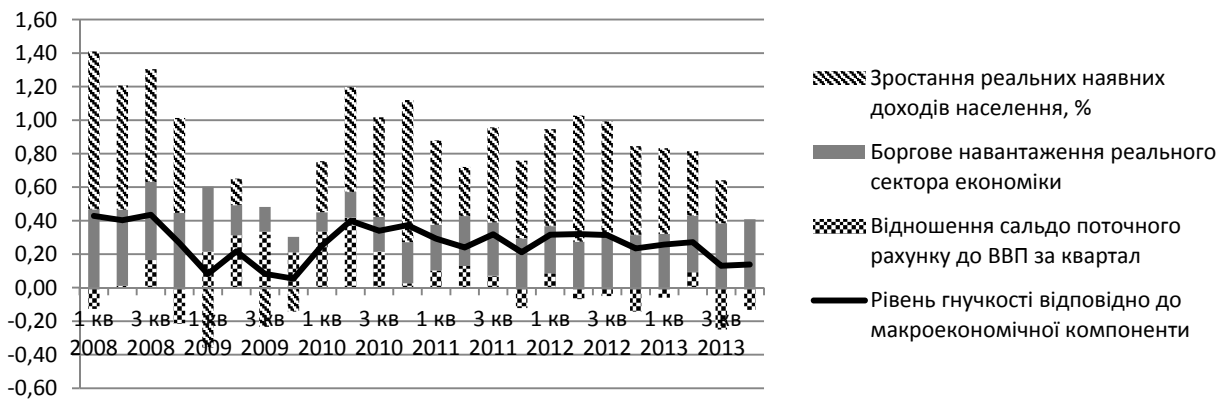
- низькою еластичністю попиту на кредит в залежності від вартості кредитування;
- вкрай негативним рейтингом державних облігацій, починаючи з 4-го кварталу 2010 р., що свідчить про суттєвий вплив на зниження гнучкості банків зростання боргового навантаження держави, неефективності застосування державного боргу, негативного тиску на ціну кредиту;
- суттєвий розрив до 15 в.п. між вартістю кредитних ресурсів на міжнародному ринку капіталу (ставкою Лібор) та вартістю ресурсів на вітчизняному ринку – в цілому протягом періоду спостереження визначено негативний вплив цього фактору на гнучкість банків у збільшенні пропозиції кредитування.



**Рис. 4.9 Вартісна компонента гнучкості фінансового ринку до розширення пропозиції фінансових ресурсів, оцінена на основі нормованих значень показників (розраховано на основі[79])**

Іншими факторами, що не відносяться до вказаних груп, але впливають на спроможність розширити фінансування економіки банками є боргове навантаження реального сектору економіки, зростання реальних доходів населення та сальдо поточного рахунку платіжного балансу країни (рис. 4.10).





**Рис. 4.10 Нормовані показники оцінки гнучкості до розширення пропозиції грошових ресурсів на фінансовому ринку за макроекономічною компонентою (розраховано на основі [76])**

Так, суттєву роль у формуванні пропозиції кредитних ресурсів та їх вартості у країнах, що розвиваються, грає фактор сальдо поточного рахунку – його від’ємне значення в умовах зниження ліквідності міжнародного ринку капіталу спричиняє додатковий тиск на валютному ринку, зазначаючи відповідні дії центрального банку із негативними наслідками пропозиції ресурсів на ринку капіталу в країні. Для нормування цього показника було розраховано його максимальні і мінімальні значення по відповідних вибірках країн (табл. 4.3) – незначне позитивне сальдо мають розвинуті країни, що входять до ОЕСР -1,53 % від ВВП, високе позитивне мають високо розвинуті, що не входять до ОЕСР та часто є країнами-експортерами енергоресурсів – 7,30 %, негативний баланс (-1,62 %) – країни із доходами вище середнього. В Україні негативні нормовані значення цього показника спостерігалися з 2008 р., коли негативний баланс досяг величини -11,5 %. Стійке негативне значення закріпилося з 4 кварталу 2011 р. до кінця досліджуваного періоду. Боргове навантаження реального сектору економіки збільшилося із 1 кварталу 2009 р., вперше перевищивши 60 % активів і далі не знижувалося нижче 65 %. Порівнюючи значення показника заборгованості відносно ВВП до аналогічного по інших країнах, треба зазначити застережливу тенденцію до стрімкого збільшення боргового навантаження в умовах скорочення або сповільнення зростання ВВП – наприкінці 2013 р. воно збільшилося до 90 %. Це перевищує показник по країнах із доходами вище середнього, які поновили адекватне фінансування економіки, – 70 %, та наблизилося до показника високо розвинутих країн, граничний рівень боргу яких має вищі значення.

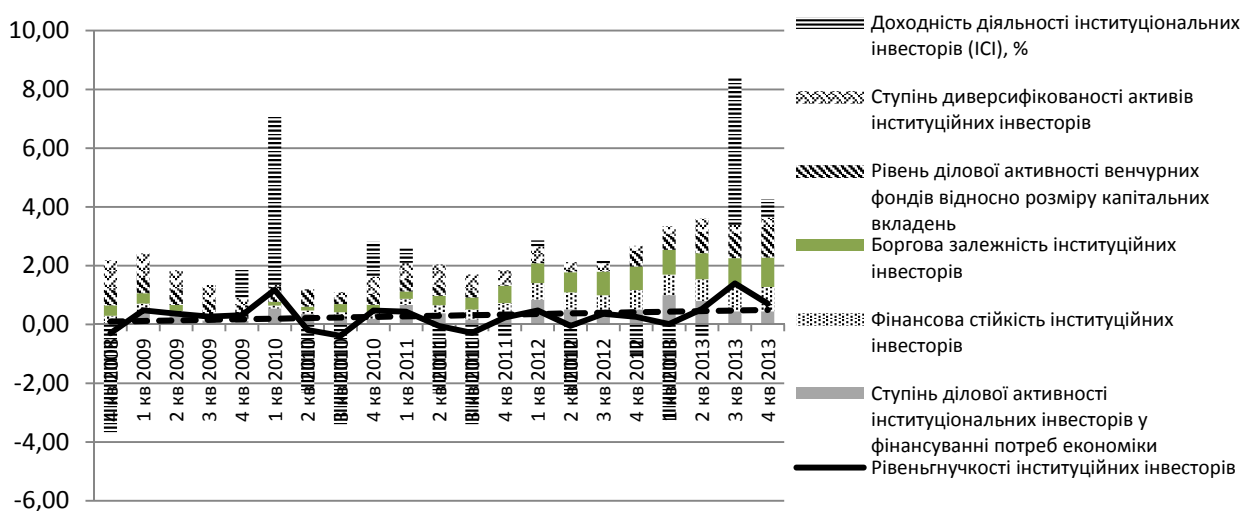
Оцінка наступного елемента гнучкості фінансового ринку для розширення пропозиції ресурсів для фінансування економіки здійснюється на основі вимірювання відповідного потенціалу інституційних інвесторів або небанківських фінансових установ. Враховується, що гнучкість фінансового ринку буде вищою за умовою належного вихідного рівня ділової активності цих інститутів на ринку, достатньої їх фінансової стійкості, невисокою борговою залежністю, адекватністю наявного капіталу відносно об'ємів капітальних вкладень, належний ступінь диверсифікованості активів при позитивній доходності активів. Треба зазначити, що світова фінансова криза суттєвим чином вплинула не тільки на банківський сектор, а й на фондовий ринок як розвинутих країн, так і тих, що розвиваються. Відповідним чином відбулося звуження сектору інституційних інвесторів. Аналіз динаміки активів цих інститутів у розвинутих країнах дозволяє стверджувати, що скорочення їх ділової активності відбулося, як у тих фінансових системах, де превалює банківський сектор – Франції (на 36 %), Італії (на 4 %), Польщі (2 %) так і в тих, де перерозподіл капіталу через фондовий ринок є також суттєвим – відзначено скорочення приросту ділової активності відносно ВВП до 0 % у Германії, 10 % у Швейцарії, 13 % у Японії, 16 % у США (табл. 4.4).

*Таблиця 4.4*

**Активи інституційних інвесторів розвинутих країн та їх динаміка у посткризовому періоді (розраховано на основі [81])**

Країна	Співвідношення активів інституційних інвесторів та ВВП (середнє за 2008–2012 рр.)	Зростання активів інституційних інвесторів за 2008–2012 рр.	Коефіцієнт зростання співвідношення активів інституційних інвесторів до ВВП за 2008–2012 рр.
Австралія	1,68	2,01	1,66
Канада	1,78	1,81	1,65
Франція	1,64	0,64	0,58
Німеччина	0,82	1,12	1,00
Італія	0,49	0,97	0,93
Японія	2,20	1,19	1,13
Корея	0,61	1,35	1,22
Нідерланди	2,64	1,46	1,43
Польща	0,19	1,19	0,97
Швейцарія	3,47	1,21	1,10
Англія	2,22	1,37	1,40
США	1,83	1,22	1,16
Середні	1,63	1,30	1,19

В Україні у посткризовому періоді відбулося зростання, як активів інституційних інвесторів – у 2,27 рази, так і їх співвідношення із ВВП – на 17 в.п. до 62 %. В цілому, не зважаючи на нестабільність отриманого значення гнучкості інституційних інвесторів, відбулося його збільшення завдяки зменшенню ступеня збитковості їх діяльності наприкінці 2013 р., збільшення їх фінансової стійкості внаслідок впровадження нових пруденційних норм їх діяльності, зменшення боргової залежності (рис. 4.11). Разом із тим, відбулося зниження ступеня диверсифікації активів, розрахованої на основі методики розрахунку Херфендаля-Гіршмана.



**Рис. 4.11 Гнучкість інституційних інвесторів у забезпеченні економіки довгостроковими кредитними ресурсами (розраховано на основі [84])**

Суттєву роль у забезпеченні фінансування економіки, в тому числі у його відновленні у післякризовому періоді грає фондовий ринок. Більш розвинуті, глибокі ринки підвищують рівень стабільності економіки, швидше відновлюються після кризи, забезпечують альтернативними джерелами фінансування в умовах зниження міжнародної ліквідності, обмежуючи різкі коливання цін на активи і валютного курсу. Треба зазначити, що незважаючи на відновлення об'ємів фінансових активів у світі до їх докризової величини (225 трлн. дол. США) і, навіть збільшення на 19 трлн. дол. США, показник фінансової глибини зменшився на 43 в.п. Значного зниження зазнала і капіталізація акцій – зменшення в цілому з 2007 р. склало 14 трлн. дол. США або 28 %. На противагу, всі інші види фінансових активів збільшилися, включаючи корпоративні облігації [253].

Оцінка гнучкості фондового ринку до розширення перерозподілу довгострокових ресурсів заснована на положенні, згідно з яким перша буде тим вище чим: вище фінансова глибина фондового ринку, більше вихідний рівень капіталізації акцій, більше розмір національної економіки, більшими є масштаби ринку державних облігацій, ліквідність ринку, ділова активність і масштаби власного капіталу крупного бізнесу, рівень інституційного забезпечення, меншим є відхилення структури фінансового ринку від оптимальної.

Для нормування показників вказаних характеристик застосуємо вибірку країн, обрану за трьома критеріями: 1) підвищення ВВП у посткризовому періоді (з 2008 до 2013 рр.) – критерій відновлення ділової активності у країні; 2) підвищення рівня капіталізації до ВВП – відновлення функції збільшення фінансування за допомогою фондових інструментів; 3) відновлення рівня національних фондових індексів – поновлення стабільності ринку. В результаті вибірки за першими двома критеріями увійшли 24 країни із рівнем розвитку не нижче розвитку економіки України, із додаванням третього критерію вибірку було зменшено ще на дві країни (Францію і Польщу), які мали від'ємні значення зростання індексу у посткризовому періоді. Середні значення зростання фондових індексів за цей період по вибірці склали – 38,3 %, підвищення рівня капіталізації до ВВП – 20 %, зростання ВВП – 4,3 % (табл. 4.5).

Зазначимо, що для визначення показника глибини фінансового ринку у його вузькому значенні, що обмежується тільки фондовим ринком, використовуються різні показники масштабів і ділової активності на ринку – показники об'ємів торгів цінними паперами і капіталізації [256]. Розрахований для України у посткризовому періоді показник об'ємів торгів акціями до ВВП в середньому складав 11 % із мінімумом у 2013 р. – 3 %, що суттєво менше середнього по вибірці країн, для яких його значення в середньому складало 71 % (із мінімумом у Литві – 0,43, Чорногорії – 2,45, Перу – 3 %, Мексиці – 10 %). Це визначило від'ємні нормалізовані значення відповідного показника по країні.

Значно вищими від рівня показників по Україні є значення показника капіталізації ринку акцій відносно ВВП по вибірці країн – 73,3 %. І хоча із 2008 р. капіталізація в Україні зросла майже у три рази (з 9 % до 24 % у 2013 р.), рівень показника 2006 р. 40 % так і не досягнуто.

Таблиця 4.5

**Показники характеристик фондового ринку у вибірці країн  
(розраховано на основі [83])**

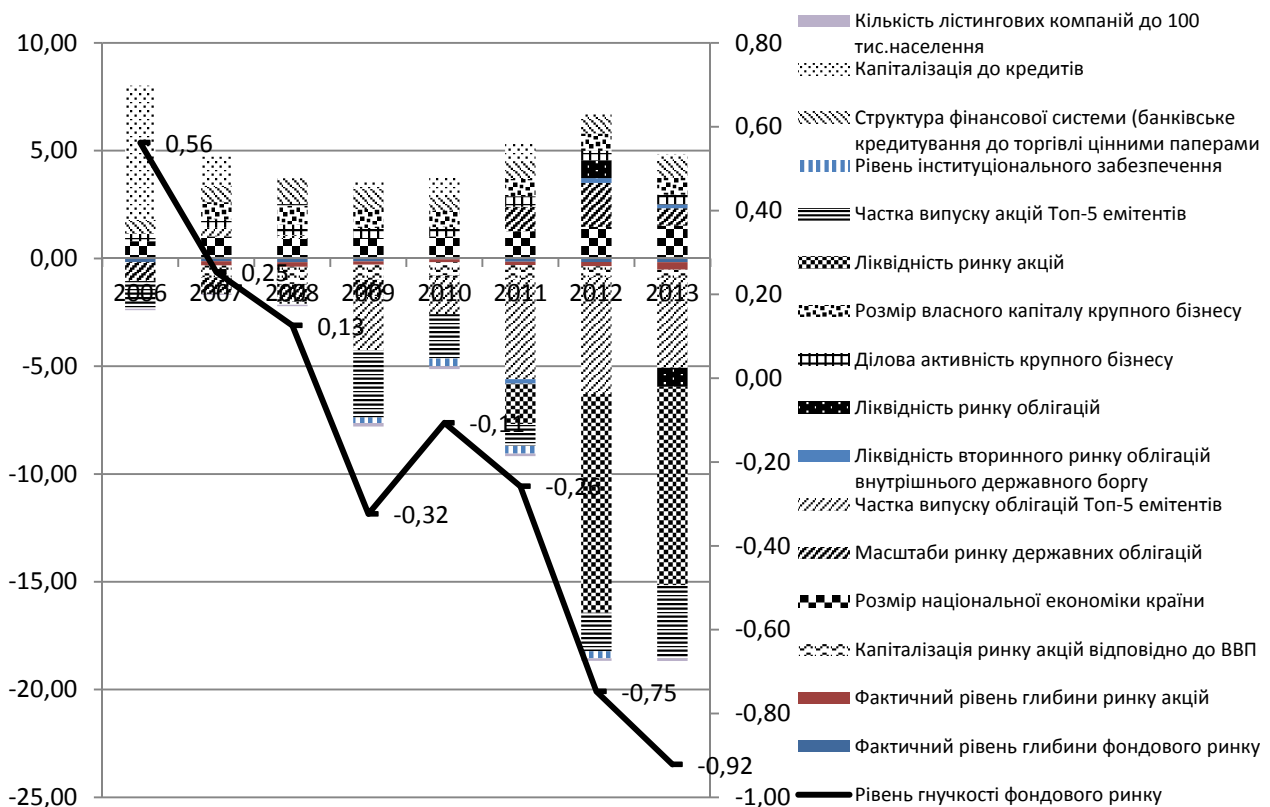
Країна	Об'єм торгівлі акціями до ВВП	Капіталізація акцій до ВВП	Зростання фондового індексу	Зростання капіталізації до ВВП	Кількість компаній із лістингом на 100 тис. населення	Рівень інституційного забезпечення	Капіталізація до кредитів економіки
Австралія	88,82	99,5	9,19	1,18	8,30	5,50	0,80
Бразилія	40,41	56,8	30,61	1,20	0,19	3,70	0,97
Канада	88,32	107,9	24,79	1,20	10,93	5,90	0,86
Чилі	21,46	115,5	55,20	1,18	1,30	4,60	1,62
Німеччина	48,67	36,6	28,28	1,12	0,78	5,70	0,36
Корея	152,62	84,2	48,02	1,24	3,55	4,40	0,60
Литва	0,73	10,8	17,81	1,12	1,26		0,19
Малайзія	38,94	133,2	52,67	1,21	3,20	4,20	1,19
Мексика	9,66	36,3	49,62	1,25	0,10	3,30	0,32
Чорногорія	2,75	84,4		1,15	4,63	3,50	1,28
Нова Зеландія	15,90	43,0	28,16	1,20	2,81	4,90	0,29
Норвегія	53,43	48,5	45,42	1,26	3,82	6,00	0,33
Перу	2,99	53,5	57,46	1,05	0,66	3,80	1,98
Російська федерація	47,72	49,1	37,50	1,39	0,21	3,10	1,07
Саудівська Аравія	66,38	58,1	61,60	1,06	0,50	4,40	1,49
Сінгапур	107,70	133,7	47,00	1,17	8,55	6,20	1,24
Швеція	92,94	91,1	70,55	1,29	3,50	5,70	0,70
Швейцарія	159,90	172,5	39,40	1,04	3,04	5,70	1,07
Туреччина	45,54	32,0	56,00	1,39	0,46	4,10	0,68
Великобританія	142,88	108,8	5,19	1,20	3,43	5,90	0,60
США	258,60	103,0	40,76	1,11	1,43	5,70	1,97
Середні	70,78	73,3	40,26	1,20	2,98	4,82	0,94
Стандартне відхилення	50,05	35,65	14,14	0,07	2,20	0,905	0,43

Надто низькою також є ліквідність фондового ринку України. У вибірці країн показники частки торгівлі акціями та облігаціями, що приходяться на найбільш крупних емітентів не перевищує 1 %. В Україні частка торгівлі облігаціями Топ-10 емітентів складає майже третину торгівлі, на випуск облігацій Топ-5 компаній приходиться майже половина емісій – цей показник з 2007 року погіршився у 4 рази. Ще гіршими були значення показників по ринку акцій – частка біржової торгівлі акціями Топ-10 компаній складала більше 40 % торгів, на емісію акцій 5-ти компаній приходилося більше 55 %.

Слабким є і інституційне забезпечення фінансового ринку України – значення показника цієї якісної характеристики за

оцінкою Міжнародного економічного форуму для нашої країни має нижчі значення, ніж у будь-якої країни із вибірки досліджуваних країн. Середня його величина для України до 2013 р. дорівнювала 2,9, тоді як середнє по вибірці – 4,82 із найбільшими для Сінгапуру – 6,2, Норвегії – 6, Великобританії – 5,9, США – 5,7. Отже, нормовані значення цього показника у посткризовому періоді мали негативні значення із погіршенням тенденції.

Разом з тим, для України характерна висока частка крупного бізнесу, який є безпосереднім учасником фондового ринку – 41 % в середньому у післякризовому періоді склала його частка у виробленні продукції та послуг, частка власного капіталу у загальній його величині – 42 %. Цей факт свідчить про високі можливості розвитку ринку та його розширення із позиції збільшення попиту на фінансування через фондовий ринок.



**Рис. 4.12 Нормовані показники гнучкості фондового ринку до розширення перерозподілу фінансових ресурсів (розраховано на основі [353])**

За показниками мінімального масштабу ринку державних облігацій та масштабу економіки країни Україна відповідає вимогам потенціалу розвитку фондового ринку та його розширення.

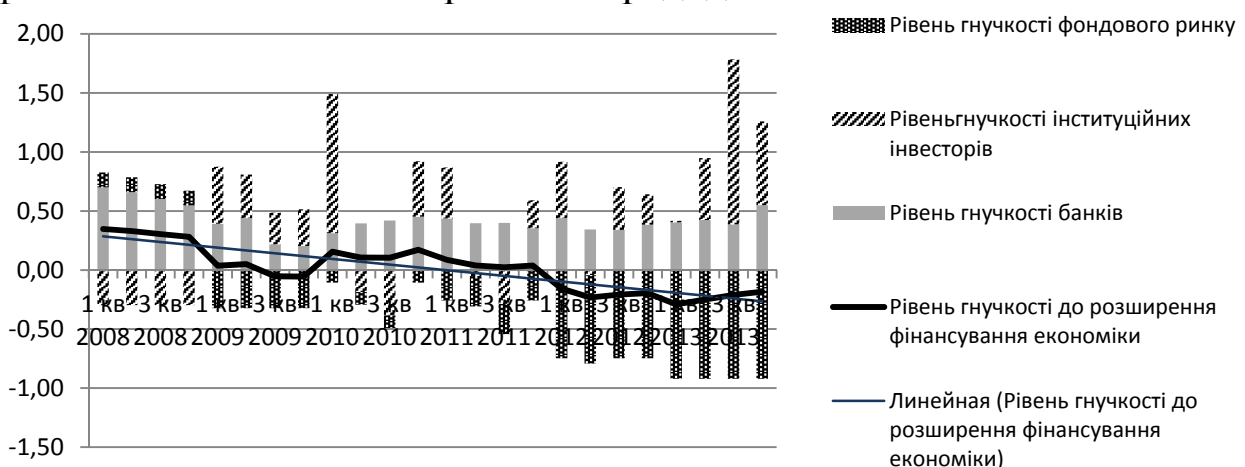
Останнім часом на підвищену увагу серед вчених отримало питання впливу відповідної структури фінансового ринку на циклічність економіки, можливості фондового ринку або банківського сектору знижувати або збільшувати наслідки фінансово-економічної кризи, забезпечувати фінансування економіки у період рецесії. При цьому, серед переваг банків визнаються їх довгострокові відносини із клієнтами, наявність меншої інформаційної асиметрії, що є важливим в умовах зниження ліквідності фінансового ринку. З іншого боку, банкрутство банків як інститутів фінансового ринку, погіршення їх фінансового стану, необхідність делеверджу суттєвим чином знижують потенціал банків до кредитування економіки. Крім того, як зазначає Бек М. та інші, небажання банків зазнавати збитки часто провокує їх до пролонгації кредитних відносин із позичальниками з низькою кредитоспроможністю, що знижує швидкість оздоровлення банків та їх очищення від поганих активів [371].

Емпіричні дослідження впливу структури фінансового ринку на циклічність економіки, проведені Кардареллі Р., Левіном Р., Капетаніосом Дж., Лаллом С., Пумівасаной Т., Феррейром Г. та ін., засвідчують неоднозначність такого впливу. Так, фінансовий ринок, заснований переважно на банках, збільшує економічну циклічність в більш розвинутих країнах і, навпаки, зменшує у країнах, що розвиваються [371, 246]. Важливим є також факт збігу фінансової кризи та економічної рецесії – наявність такого засвідчує уразливість банків та відповідно їх слабкість у підтриманні економіки, в той же час в умовах рецесії без фінансових кризових явищ орієнтований на банки фінансовий ринок краще забезпечує цю функцію [257]. Важливою є також галузева структура економіки, що впливає на залежність тих чи інших видів діяльності до відповідного виду фінансування – на банківське кредитування більше орієнтовані фондоемні компанії із традиційними технологіями. Має значення і вид економічної кризи – якщо вона спровокована необхідністю реструктуризації, перерозподілу ресурсів у ті галузі, що потребують найбільших інновацій, амплітуда економічного циклу та тривалість рецесії може бути зменшено більш ефективно за рахунок розвинутого фондового ринку [302].

Для оцінки показника структури фінансового ринку застосуємо співвідношення капіталізації ринку акцій до об'єму

кредитів приватному сектору у країні. Із 22 країн вибірки 10 за цим показником є країнами із фінансовим ринком, орієнтованим на фондовий ринок (Чилі, Малайзія, Перу, Чорногорія, Російська Федерація, Сінгапур, Саудівська Аравія, Швеція, Швейцарія, США). Таким чином, зберегти функціональну спроможність змогли, як країни із орієнтацією на банки, так і на сам фондовий ринок. Середнє значення цього показника – 0,94. Для України значення цього показника після звуження у посткризовий період масштабів фондового ринку з 2008 р. має значення нижче одиниці, що відповідає критерію моделі із орієнтацією на банки. Це підтверджує той факт, що потенціал фінансового ринку більшою мірою формується не структурою останнього, а фінансовим розвитком його складових, визначаючих гнучкість його реагування на потреби економіки у короткостроковій і довгостроковій перспективах. Із позиції емпіричних досліджень Лойази Н., Лопеса Дж. та ін. у довгостроковій перспективі розвиток фінансового ринку має згладжуючий вплив, як на саму волатильність ринку, так і циклічність економіки в цілому [336, 248].

Інтегроване значення гнучкості фінансового ринку до розширення фінансового забезпечення економіки країни має, в цілому, низпадаючий тренд (рис. 4.13). Відновившись у посткризовому періоді завдяки стабілізації ситуації у банківській сфері та відносного покращення на фондовому ринку, із початком 2012 р. бачимо суттєве погіршення ситуації – інтегровані значення гнучкості в результаті негативу із боку фондового ринку набули значень навіть нижчих за ті, що спостерігалися протягом фінансово-економічної кризи напередодні.



**Рис. 4.13 Інтегрований рівень гнучкості фінансового ринку для розширення фінансування економіки**



Доцільним є також оцінка гнучкості фінансового ринку *ex-post* як результуючої характеристики ефективної адаптації фінансового ринку до викликів економічного середовища, яка здійснюється на основі оцінки динаміки показників, що характеризують відновлення та відповідне розширення фінансового забезпечення економіки – масштаби фінансового ринку у його широкому розумінні та ефективність його взаємодії із реальним сектором.

В якості характеристик, що покладемо в основу оцінювання гнучкості *ex-post*, застосуємо асиметрію тривалості піднесення у порівнянні із падінням того чи іншого показника у період економічної кризи; асиметрію амплітуди піднесення відносно падіння та стабільність досягнутої позиції:

$$G_{Rex-post} = \left( \sum_{i=1}^n 0,4AS_{TRi} + 0,4AS_{ARi} + 0,2ST_i \right) / n$$

$$AS_{TRi} = T_{Di} / T_{Ri}, \quad AS_{ARi} = A_{Ri} / A_{Di},$$

$$ST_i = \overline{F_{Ri}} / F_{mini}$$

де  $AS_{TRi}$  – асиметрія тривалості піднесення (зростання) показника  $i$ ;

$AS_{ARi}$  – асиметрія амплітуди піднесення відносно падіння показника  $i$ ;

$ST_i$  – стабільність позиції за показником  $i$ ;

$T_{Di}$  – тривалість погіршення показника  $i$  від моменту його пікового (найкращого значення) до моменту його найгіршого значення у роках (кварталах);

$T_{Ri}$  – тривалість досягнення показником  $i$  його найкращого значення від моменту максимального падіння до моменту його досягнення кращого рівня у роках (кварталах);

$A_{Di}$  – амплітуда погіршення показника  $i$ ;

$A_{Ri}$  – амплітуда повного відновлення рівня показника  $i$  із врахуванням його максимального рівня, досягнутого після падіння;

$\overline{F_{Ri}}$  – середнє значення показника  $i$  у періоді після його максимального погіршення;

$F_{mini}$  – найгірше значення показника за період дослідження.

Результати оцінки відображено у таблиці 4.6. Наведене підтверджує факт неспроможності адекватної адаптації фінансового ринку, отриману в результаті аналізу гнучкості ex-ante – середнє значення гнучкості як фактичного результату адаптації за період 2008-2013 рр. склало 0,96. Внаслідок недосягнення досліджуваними показниками своїх значень або динаміки, що спостерігалася напередодні економічної кризи, середнє значення асиметрії тривалості падіння відносно відновлення склало величину, нижче одиниці – 0,7, відновлення по більшості характеристик фінансового ринку було на 30 % довшим за їх падіння. Меншою за одиницю була і асиметрія амплітуди піднесення відносно падіння показників – 0,91. Серед показників, що свідчать про часткове відновлення або розширення функціональної спроможності фінансового ринку є показник монетизації економіки, частки кредитування промисловості до об'ємів кредитування, частки довгострокового кредитування підприємств у загальній сумі їх кредитування, динаміки випуску акцій нефінансовими корпораціями. На фоні цього звертають на себе увагу неспроможність відновити ефективність фінансування економіки банками – співвідношення валової доданої вартості до кредитів реальному сектору склало тільки 34 % від докризової величини, аналогічний рівень відновлення за показником забезпечення кредитними ресурсами капіталовкладень, вкрай повільними були і темпи відновлення об'ємів торгів на фондовому ринку, рівня капіталізації до ВВП.

Таким чином, зробимо наступні висновки:

оцінку гнучкості фінансового ринку доцільно здійснювати у двох вимірах: як результуючої характеристики ефективної адаптації фінансового ринку до викликів економічного середовища, а з іншого, як буферного запасу адаптивної реакції;

- отримане інтегроване значення гнучкості фінансового ринку України до розширення фінансового забезпечення економіки ex-ante мало низпадаючий тренд, в першу чергу, завдяки слабкості та нерозвиненості фондового ринку в країні;

- підтверджує факт неспроможності адекватної адаптації фінансового ринку, отриману в результаті аналізу гнучкості ex-ante, результати оцінки гнучкості як фактичного результату адаптації за період 2008-2013 рр.

- слабкість потенціалу фінансового ринку дає підстави висунути гіпотезу про закономірності тенденцій подальшого суттєвого погіршення його функціональної спроможності з 2014 р.

Таблиця 4.6

**Показники гнучкості фінансового ринку для розширення фінансового забезпечення економіки  
України як результатуючої характеристики його ефективної адаптації (ex-post)**

Показники	Середня за період величина підвищення	Тривалість падіння, років	Тривалість відновлення років	Амплітуда падіння	Амплітуда розширення	Асиметрія тривалості розширення	Асиметрія розширення відносно падіння	Стійкість позиції	Гнучкість до розширення фін-го забезпечення
Монетизація ВВП	0,56	4	2	0,023	0,098	2	4,24	1,05	2,71
Валова додана вартість до кредитів реальному сектору	1,13	3	4	0,70	0,24	0,75	0,34	1,16	0,67
Динаміка кредитування підприємств	1,11	1	4	0,66	0,11	0,25	0,16	1,06	0,38
Кредити реальному сектору до капіталовкладень	0,24	1	4	0,66	0,23	0,25	0,34	1,93	0,62
Довгострокові кредити реальному сектору до капіталовкладень	0,08	1	4	0,43	0,03	0,25	0,08	1,29	0,39
Частка кредитування промисловості у загальній сумі кредитування реального сектору	0,27	1	1	0,01	0,03	1	3,	1,02	1,92
Частка довгострокового кредитування реального сектору у загальній сумі наданих йому кредитів	0,55	1	4	0,01	0,02	0,25	1,07	0,96	0,72
Частка кредитування малого бізнесу у кредитах реальному сектору	0,05	1	4	0,02	0	0,25	0,00	0,71	0,24
Приріст депозитів	1,20	2	4	0,55	0,30	0,5	0,55	1,22	0,66
Емісія облігацій до величини капіталовкладень у реальному секторі економіки	0,12	3	2	0,13	0,13	1,5	0,99	0,46	1,09
Динаміка об'ємів торгівлі облігаціями	1,18	3	4	1,76	1,10	0,75	0,62	3,00	1,15
Динаміка об'ємів торгівлі акціями		5	5	0,33	0	1	0,00	0,00	0,40
Динаміка випуску акцій нефінансовими корпораціями	0,88	3	3	0,53	0,73	1	1,	2,06	1,36
Співвідношення капіталізації до ВВП	0,15	1	5	0,69	0,10	0,2	0,15	1,68	0,48
Емісія акцій до величини капіталовкладень	0,17	1	2	0,64	0,25	0,5	0,39	6,16	1,59
Середнє значення	0,55	2,07	3,47	0,48	0,22	0,70	0,91	1,58	0,96

### **4.3 Оцінка гнучкості фінансового ринку в умовах посткризового відновлення економіки**

Стійка фінансова система базується на пружному та стабільному фінансовому ринку, який спроможен у короткостроковій перспективі відновлювати свій функціональний потенціал, виконуючи забезпечувальну роль в економіці. Із розвитком фінансових ринків та посиленням глобалізації фінансові кризи не тільки стали частішими, але й посилили свій вплив на економічний розвиток. Отже, протягом останнього десятиріччя оцінка фінансової стабільності, розробка випереджувальних індикаторів фінансової стабільності отримали підвищену увагу під час моніторингу з боку центральних банків багатьох країн. Досвід фінансових регуляторів свідчить про те, що найважливішими для моніторингу є не тільки показники окремих фінансових інститутів, а й стан всього фінансового ринку як системне явище, що має глобальні негативні наслідки для економіки.

Треба відзначити, що дослідженню питань формування системи індикаторів раннього попередження фінансових криз, в тому числі на основі визначення загального рівня фінансової нестабільності, присвячено багато праць, як іноземних, так і вітчизняних вчених: О. Барановського, О. Васюренка, А. Гальчинського, А. Деміргунт-Кунта, О. Дзюблюка, М. Зверякова, К. Карсона, С. Капидиа, Т. Кинга, В. Міщенко, Н. Мора, С. Науменкової, Т. Смовженко та ін. Разом із тим, найбільш важливими викликами для такої оцінки сьогодні стали взаємопов'язаність та інтеграція фінансових ринків і фінансових систем, відсутність адекватної та дієвої концептуальної і аналітичної моделі фінансової стабільності. Крім того, тривала економічна рецесія визначила актуальність оцінки не тільки індикаторів, які визначають симптоми фінансової кризи, але і спроможності фінансового ринку відновлюватися.

Отже, одним із елементів оцінки гнучкості фінансового ринку до впливу циклічності економічного розвитку є оцінка потенціалу його адаптивності на випадок фінансової кризи, яка часто супроводжує економічні спади або кризи ділової активності. При цьому, за основу покладено широке її розуміння, відповідно до

якого до неї відносять цілий комплекс її різновидів – валютну, банківську, ліквідності, кредитну, фондову, та ін.

Криза на фінансовому ринку розглядається із позиції факту настання такого нестабільного стану фінансових інститутів і ринків, коли здійснення зовнішніх або внутрішніх шоків спричиняють значні фінансові збитки, викликаючи вкрай негативний вплив на економіку в цілому. З цього боку, для настання кризи необхідним є виконання двох умов – набуття фінансовим ринком стану нестабільності та наявності шоків впливів. Отже, фінансова стабільність/нестабільність є станом фінансового ринку (інститутів, ринків та його інфраструктури), який фактично визначає рівень його чутливості до негативних проявів фінансових ризиків. За визначенням Європейського центрального банку фінансово стабільні ринки спроможні витримувати удари та долати фінансові дисбаланси, завдяки чому знижується вибірність порушень у функціонуванні фінансового посередництва, які спроможні суттєво погіршити розподіл заощаджень між прибутковими інвестиційними напрямками [255]. Отже, фінансова стабільність/нестабільність є вихідним станом фінансового ринку та інститутів, який визначає можливу глибину фінансової кризи або величину фінансових збитків. З цієї точки зору, гнучкість фінансового ринку як потенціал його адаптивності або компенсуючої реакції, є характеристикою, що залежить від фінансової стабільності (нестабільності), але не зводиться до неї.

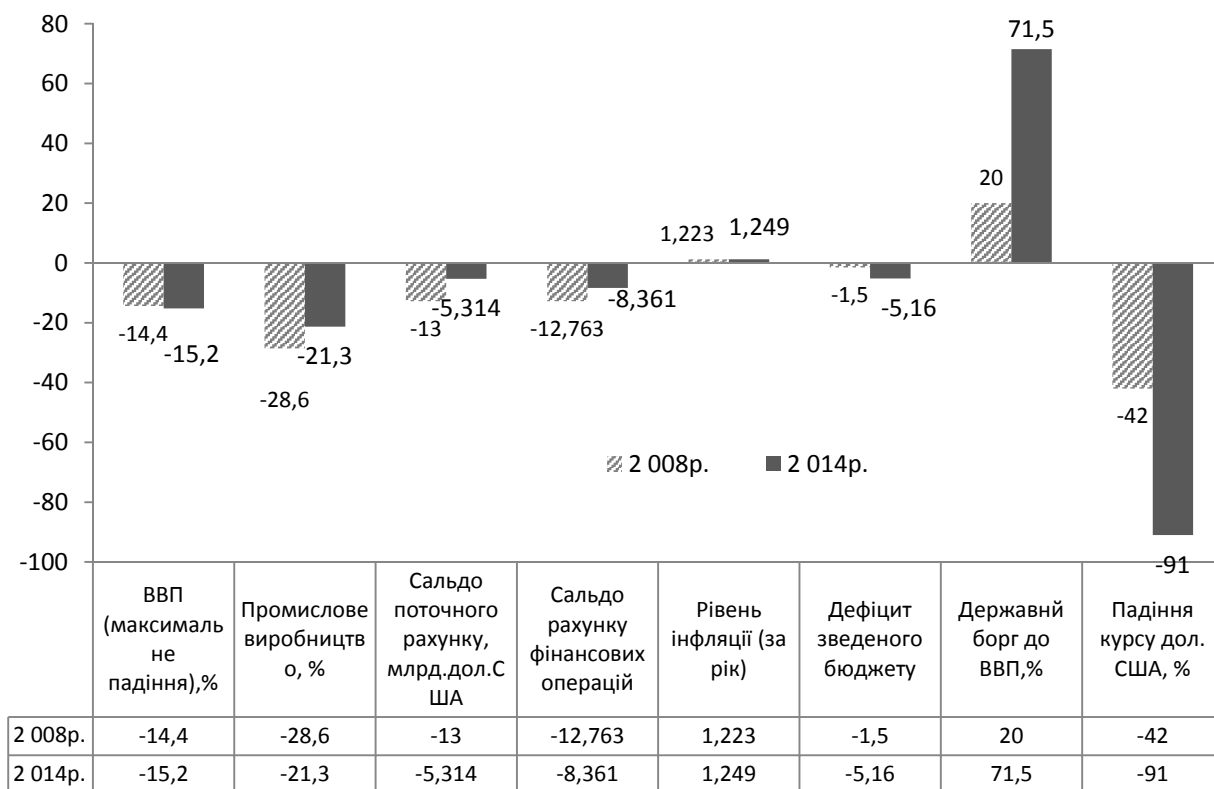
В найбільшій мірі гнучкість фінансового ринку відповідає характеристиці «пружності» (resilience – англ.). Пружні системи за висловом Агварі Б. є такими, що проявляють гнучкість і адаптивність [142], відповідно до Мару Й. – це спроможність до відновлення функціональності, адаптивність до змін разом із можливістю реалізації нової комбінації сценаріїв [385]. При цьому еластичні дії не тільки відображають потенціал системи у самовідновленні, наближення до того стану, який був до кризи, а й її здатність до поглинання, адекватної відповіді, реорганізації, необхідність чого викликана внутрішніми і зовнішніми впливами.

Концепція досягнення пружності є новим трендом, який заявлено Форумом фінансової стабільності, МВФ, Базельським

комітетом банківського нагляду, про що свідчить «Глобальна регуляторна модель для більшої пружності банків і банківської системи» [159]. В цьому контексті пружність розглядається як спроможність до швидкого відновлення у відповідь на вплив системних шоків, завдяки чому наслідки поширення збитків відчуються менш гостро, будь то в разі неплатоспроможності фінансових інститутів (завдяки швидкій та ефективній процедурі банкрутства), недостатнього фінансового забезпечення реального сектора (через наявність альтернативних джерел) або втрати збережень фізичними особами (завдяки ефективній системі страхування депозитів, яка формує довіру населення до банківської системи) [290]. Таким чином, гнучкість фінансового ринку є тією характеристикою, яка дозволяє підвищити пружність кредитно-банківської системи, валютного і фондового ринків.

За останні роки Україна стикнулася із значними випробуваннями – дві послідовні фінансово-економічні кризи (у 2008–2009 та 2014–2015 рр.) ознаменували її слабкість у подоланні проблем, як системного, так і циклічного характеру. При цьому, якщо у попередній кризі негативні події були обумовлені переважно проявом циклічності розвитку світової економіки і фінансових ринків зокрема, то останні кризові явища є свідомством неспроможності подолання системних дисбалансів, на тлі яких інша держава розгорнула військовий та політичний конфлікт проти України. Оцінюючи загальні індикатори стану економіки в цілому можна вже сьогодні стверджувати, що сучасна криза є більш болісною і тривалою. З іншого боку, вичерпання запасу економічної міцності і резервів свідчить про невідворотність необхідних реформ, без яких вітчизняна економіка не буде життєздатною. Показниками, за якими вже подолано поріг фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр., є такі: зниження ВВП, рівень інфляції, дефіциту державного і зведеного бюджетів, державного боргу, падіння валютного курсу (рис. 4.14). Так, зниження ВВП у фактичних цінах у 3 кварталі 2014 р. склало 15,2 % (у 3 кварталі 2008 р. воно склало максимальні тоді 14,4 %). Індекс промислового виробництва вже впав на 21,3 %. Разом із тим, набагато складнішими є процеси, що зараз відбуваються в фінансовій сфері, де рівень інфляції склав 25 % (у 2008 р. –

22,3 %), врожуюче зростання курсу доллара США у 2014 р. – 90 % на противагу 42 % у 2008 р., рівень дефіциту Зведеного бюджету очікується на кінець 2014 р. більше 5 %, із врахуванням дефіциту НАК «Нафтогаз» – близько 10 %. Закономірно більшим є дефіцит накопичувального за своєю природою показника боргового навантаження на державу, який виріс з 2008 р. у 3,5 рази до 71,5 %.



**Рис. 4.14 Показники стану економіки України у 2008 та 2014 рр. (побудовано на основі [76,79])**

Сьогодні вже визнано і глибоку кризу фінансового ринку, яка має усі ознаки кризи ліквідності фінансового ринку, платоспроможності фінансових іститутів, кризи валютного ринку. При цьому під кризою ліквідності розуміють раптове, але тривале виснаження ринкової (спроможності фінансових інструментів обертатися у гроші) і фондової ліквідності (спроможності залучити кошти за рахунок продажу активів або займу) із потенційно суттєвими наслідками для стабільності фінансової системи і реальної економіки [402].

Розглянемо ознаки кризи ліквідності і платоспроможності, фондової і валютної криз. Для цього розрахуємо показники, визначені в табл. 4.7. За показником об'ємів операцій на міжбанківському ринку криза ліквідності була більш тривалою у 2008–2009 рр., але більш сильною у 2014 р. – скорочення міжбанківського кредитування, розраховане відповідно до залишків, у 2-му кварталі склало 28 % у порівнянні із 4 % наприкінці 2009 р. Максимальне зменшення залишків на коррахунках банків – 28 %, у сучасній кризі – 31 %. У 2014 р. зросли операції НБУ із підтримки ліквідності банків – загальний її обсяг склав майже 150 млрд.грн. Разом із тим, валютна криза і збільшення інфляції змусили НБУ проводити і операції по мобілізації грошових ресурсів, обсяги яких склали більше 1,3 трлн. грн. Величезним був і відтік депозитів – за свідченням Голови НБУ за 2014 р. він склав 126 млрд.грн. У 2009 р. аналогічний показник склав 86 млрд. грн., що також викликало відповідне рефінансування обсягом майже 80 млрд.грн. Враховуючи зниження курсу долара США відтік депозитів у попередній кризі був більшим. Разом із тим, значний дефіцит державного бюджету зараз та жорсткі умови економії не дозволяють провести адекватну докапіталізацію банків, отже ставлять під питання період досягнення дна вітчизняним фінансовим ринком у майбутньому. Про напруженість ситуації на ринку також свідчить зростання кредитних ставок – у 2008 р. їх збільшення склало 1,5 рази, із кінця 2013 р. до початку 2014 р. вартість кредитування зросла майже у два рази. Ці фактори, а також зниження попиту на кредитні ресурси з боку реального сектору, спричинили відстрочене зниження кредитування економіки наприкінці 2009 р., на 4 % у 2014 р. Взагалі, падіння нормативу миттєвої ліквідності було більшим у попередній кризі, разом із тим, враховуючи достатню інертність поведження показників ліквідності, в разі погіршення макроекономічної ситуації можна очікувати подальше їх зниження.

Набагато складнішими з точки зору впливу та підтримки держави на фінансовому ринку є криза платоспроможності фінансових інститутів. Спричинене погіршенням якості активів та відповідними збитками, зниження дохідності діяльності банків склало у попередній фінансовій кризі майже 1,6 в.п., у 4-му кварталі 2014 р. – вже 1 в.п. Через два роки після появи кризових явищ у 2008 р. частка банків із від'ємним фінансовим результатом склала більше половини, в кінці 2014 р. їх було вже третя. З початку 2014 р. Фондом гарантування вкладів фізичних осіб проводиться ліквідація 29 банків.





Кульмінацією кризових подій на фінансовому ринку в обох періодах, що досліджуються, було зниження курсу іноземної валюти – швидке у 2008 р. (на 56 %) та поступове протягом 2014 р. – на 16 % у 2-му кварталі, 23 % – у 3-му кварталі, 7 % – у 4-му. Обвальне падіння курсу трапилося на початку 2015 р. та склало майже 60 % (або 720 % у річному вимірі) у порівнянні із його значенням у грудні.

Треба звернути увагу на те, що кризові явища 2014 р. в банківській сфері в меншій мірі відзначилися на фондовому ринку. Падіння фондового індексу ПФТС наприкінці 2014 року склало всього 5 % у порівнянні із максимальним зниженням 52 % у 3-му кварталі 2008 р. Такий результат обумовлюється відсутністю буму на фондовому ринку у порівнянні із стартовими умовами 2008 р., його неповного відновлення напередодні кризи 2014 р.

Наявність ознак кризових явищ на фінансовому ринку України дає підстави для оцінки ступеня його гнучкості до відновлення стабільного стану із позиції формування потенціалу фінансової пружності напередодні кризи та його фактичне використання впродовж неї.

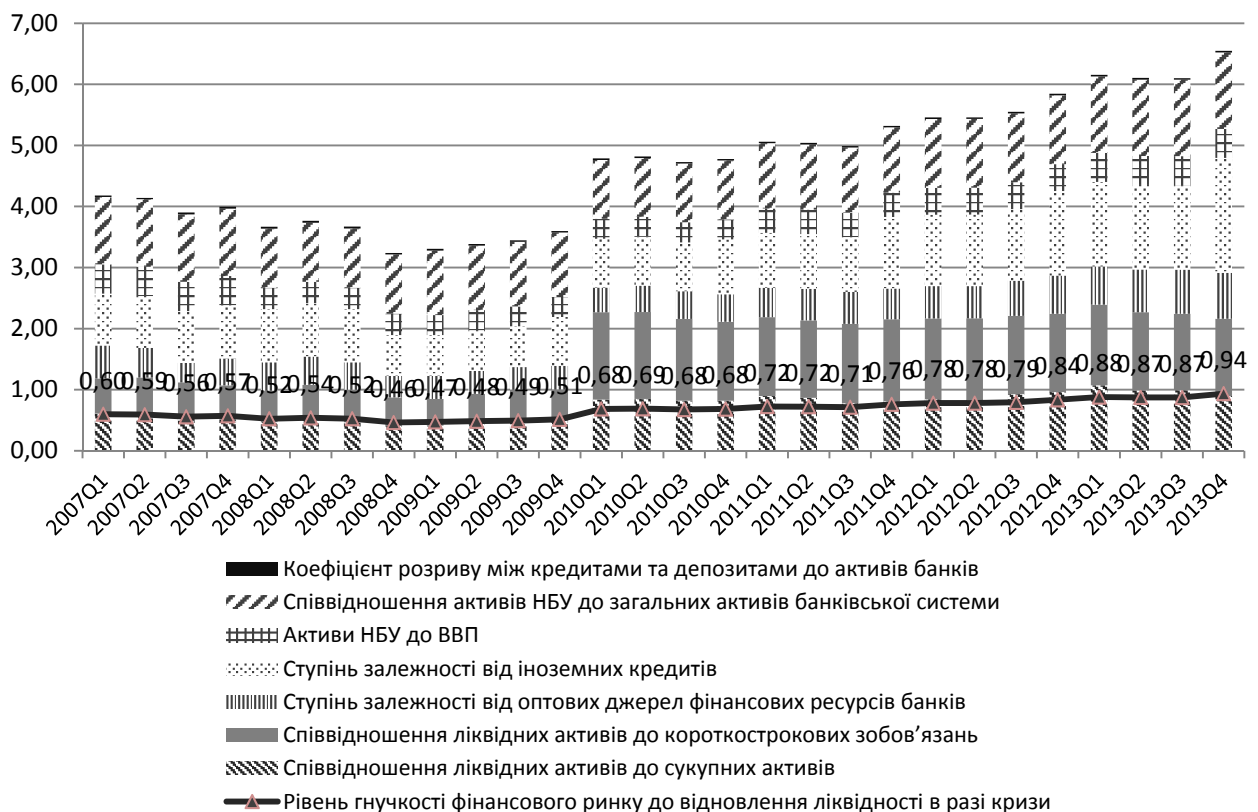
Для оцінки гнучкості фінансового ринку на стадії фінансової кризи застосуємо визначені *положення* [9]: оцінка проводиться із двох сторін – як результуючої характеристики ефективної адаптації фінансового ринку до викликів економічного середовища (оцінки *ex-post*), а з іншого, буферного запасу адаптивної реакції, сформованого до початку кризи (оцінки *ex-ante*); в якості інтегрованої оцінки гнучкості доцільно застосовувати композитні індикатори, що знайшли достатню популярність серед національних та наднаціональних фінансових регулюючих інституцій; для нормування вихідних показників застосуємо розраховані максимальні та мінімальні значення та їх варіативність, виходячи із показників по вибірці країн.

Оцінку гнучкості фінансового ринку до відновлення *ex-ante* проведемо на основі комплексу показників, які визначають потенціал, як вразливості до кризи, так і спроможності врегулювання негативних змін. Так, гнучкість до відновлення в разі кризи ліквідності оцінимо на основі наступних показників: резерву покриття платіжних зобов'язань, ступеня залежності від оптових джерел фінансових ресурсів, а також залежності від ресурсів, що залучаються на зовнішньому ринку, величини активів центрального

банку до ВВП або активів банківської системи, показника фінансового гепу.

Для визначення нормативної вибірки країн скористаємося даними Світового банку, який під час оцінки рейтингу фінансового розвитку розраховує рівень фінансової стабільності [406]. У вибірку увійшли 20 країн, які змогли зберегти фінансову стабільність та опинилися на вершині рейтингу протягом 2007-2008 рр.: Норвегія, Швеція, Чилі, Сингапур, Саудівська Аравія, Канада, Кувейт, Австралія, Германия, Фінляндія, Франція, Малайзія, Мексика, Бразилія, Чехія, ОАЕ, Швейцарія, Данія, Словаччина.

Інтегральний коефіцієнт гнучкості фінансового ринку для відновлення в разі кризи ліквідності, розрахований на основі середньої величини із значень показників, вказує на покращення вихідних умов підготовленості країни до таких проблем до 2014 р. у порівнянні із 2007 р. завдяки суттєвому збільшенню показників співвідношення високоліквідних активів банків до короткострокових зобов'язань і загальних активів (рис. 4.15).



**Рис. 4.15 Нормовані показники гнучкості фінансового ринку до відновлення ліквідності ex-ante (розраховано на основі [74, 79, 83, 406])**

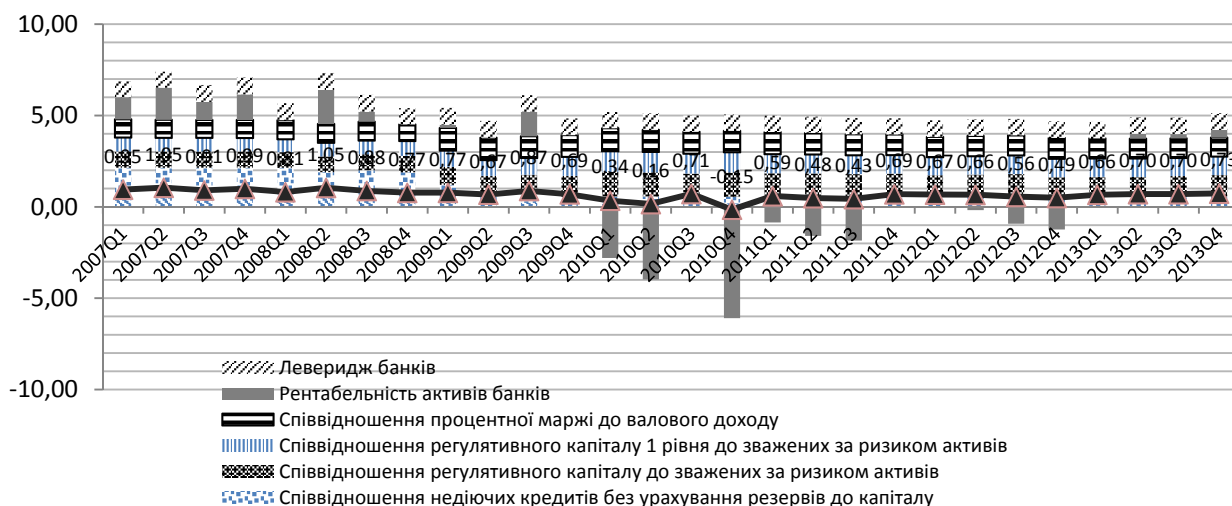
Впродовж цього періоду регулятором було збільшено нормативи ліквідності. В результаті, в 2013 р. частка високоліквідних активів наблизилась до їх середнього рівня по країнах з високим рівнем стабільності (24,7 %). Поступово знижувалась залежність банків від більш ризикованих оптових ресурсів – із 30 % на початок 2008 р. до 19 % у 2013 р. Разом із тим, такого зниження вдалося досягти тільки починаючи з 2012 р. із відновленням довіри до банківської системи. Позитивним з точки зору зниження залежності від падіння кон'юнктури зовнішнього ринку є зниження показника частки іноземного кредитування у фінансуванні банків майже у 2 рази до 8 %.

Ще одним показником потенціалу відновлення ліквідності із цієї групи є показник гепу ліквідності, який розраховується як різниця між кредитами і роздрібними депозитами по відношенню до активів. Напередодні фінансової кризи 2008-2009 рр. він склав 32 %. Зростання цього показника в період кризи (до 44 %) підтверджує закономірність відтоку найбільш мобільних оптових ресурсів на грошовому ринку із банків. Наприкінці 2013 р. цей показник склав 39 %.

До інтегрального коефіцієнту також включено показники співвідношення активів центрального банку до ВВП і активів банківської системи. Треба відзначити, що впродовж світової фінансової кризи 2007 р. активи центральних банків в світі зазнали суттєвого зростання (майже у 3 рази) та досягли 22 трлн. дол. США. Найбільшими по відношенню до ВВП вони є у країнах із фінансовою системою, що орієнтується на банки, із більшими резервними вимогами, із орієнтацією центрального банку на стабільність курсу національної грошової одиниці. Отже найвищими вказані показники є у більшості країн Європи і тих, що швидко розвиваються – Швейцарії (80 %), Мексиці (70 %), Австралії (40 %), Сінгапурі (33 %), найменшими – у Канаді (2 %), Германії (2 %), Данії – 15 %. В середньому по країнах із нормативної вибірки рівень активів центральних банків склав 31 %. Напередодні кризи 2008-2009 рр. активи центрального банку дорівнювали 28 % від активів банківської системи. Зростання у період кризи склало не критичні 4 в.п., та відповідно знижувались до кінця 2013 р. до 24 %. Разом із тим, наявність значного бюджетного дефіциту, високий рівень інфляції та державного боргу

роблять такий потенціал збільшення активності НБУ протягом кризи 2014-2015 рр. суттєво обмеженим і дуже дорогим.

Набагато гірший потенціал пружності мали банки напередодні фінансової кризи 2014 р. з позиції подолання кризи платоспроможності фінансових інститутів на фінансовому ринку. Розрахований інтегральний показник відповідної гнучкості на 20 в.п. нижче за його величину наприкінці 2007 р. (рис. 4.16).

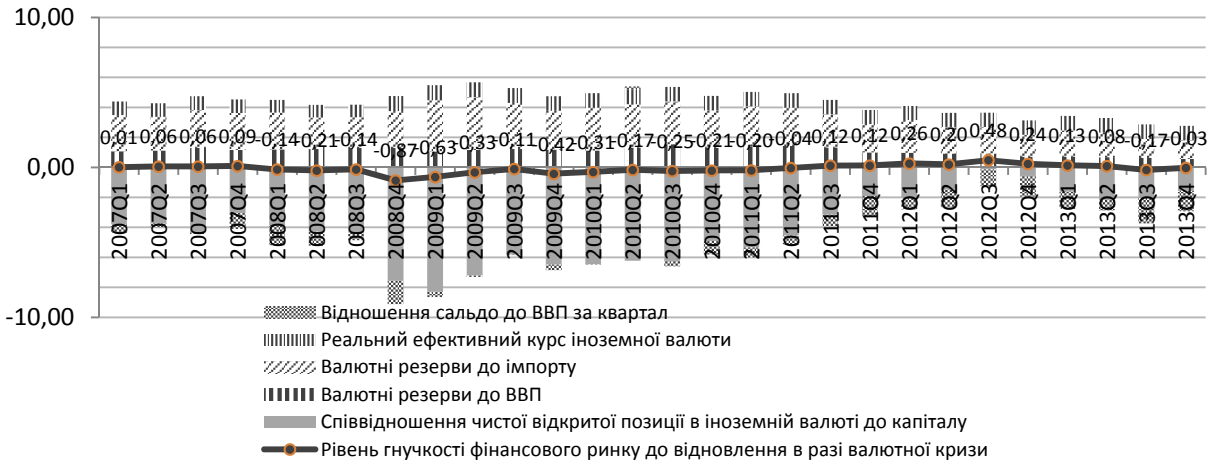


**Рис. 4.16 Нормовані показники гнучкості фінансового ринку для відновлення платоспроможності банків ex-ante (розраховано на основі [74,79,83,406])**

Негативний вклад у цю тенденцію зробили такі фактори як неспроможність повністю відновити якість активів та їх низька рентабельність. Так, середня частка діючих (сумнівних і безнадійних) активів в країнах із нормативною вибіркою складала в середньому 3 % у загальних активах впродовж кризи 2007 р., максимально – 6 %. В Україні на початку 2008 р. їх частка дорівнювала 2,68 %, в кінці 2009 р. – 14 %, наприкінці 2012 р. – 16,54 %, 2013 р. – 12,89 %.

Негативний потенціал пружності фінансового ринку сформувався напередодні і валютної кризи. Якщо нормоване значення інтегрального коефіцієнта гнучкості наприкінці 2007 р. склало -0,14, то у 2013 р. -0,17, визначаючи тим самим гірші вихідні умови (рис. 4.17). Максимальної величини валютна позиція досягла наприкінці 2009 р. – 36,5 %, на початку 2014 р. вона дорівнювала 23 %, що майже у 2 рази більше рівня валютного розриву напередодні попередньої кризи. Показовим є також коефіцієнт

співвідношення грошового агрегату М2 до валютних резервів країни. По країнах із високою фінансовою стабільністю цей коефіцієнт в середньому склав 12,4 % (максимально – 59 %, мінімально – 1 %). На початку попередньої валютної кризи співвідношення М2 до валютних резервів в Україні склало 2,45 %. Подолання порогу у 3 % відбулося тільки у 2012 р. і у 4 кв. 2013 р. склало 5,5 % – максимум за останні 7 років.

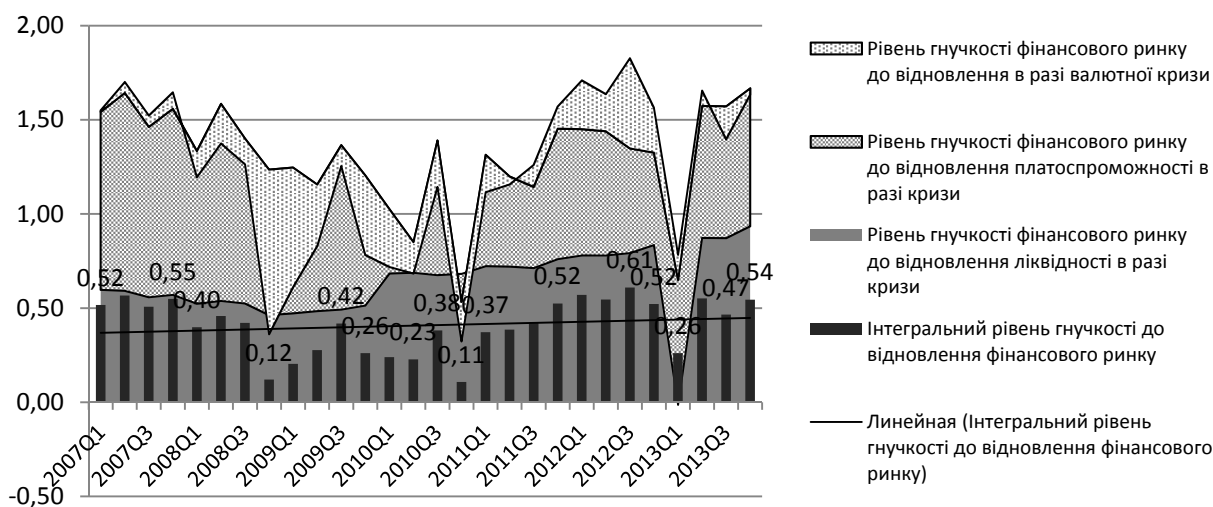


**Рис. 4.17 Нормовані показники гнучкості фінансового ринку в разі валютної кризи ex-ante (розраховано на основі [74,79,83,406])**

Доволі драматичним було зниження валютних резервів до ВВП. В середньому по нормуючій вибірці цей показник склав 19 % із максимумом – 94 %. Треба відзначити, що цей показник навіть у розпалі валютної кризи 2008–2009 рр. не знижувався менше 21 %. Суттєве падіння показника відбулося у 2012 р., коли валютні резерви склали менше 20 % та на початок 2014 р. були вже на рівні майже 10 % від ВВП.

Негативною тенденцією також відзначилися валютні резерви по відношенню до річного імпорту – значення цього показника на початок 2014 р. склали тільки 0,75, що майже у 3 рази менше величини такого покриття у 2007 р. Негативний вплив на динаміку курсу з боку економіки також справляє сальдо поточного рахунку. Так, у 20-ти найбільш фінансово стабільних країнах нормуючої вибірки в середньому таке сальдо складало 7,23 % (максимальне – 36 %, мінімальне -7,5 %). В Україні на початку 2014 р. воно склало -10 %, що відповідає аналогічному значенню на початку 2008 р. Наприкінці 2008 р. такий дисбаланс зріс до 11,5 %.

В цілому, отримавши майже однакове значення показників потенціалу гнучкості фінансового ринку до шоківих впливів напередодні двох криз, можна стверджувати, що у період між двома кризами на ринку фактично відтворився аналогічний – слабкий потенціал пружності (рис. 4.18). Позитивну тенденцією при цьому мала короткострокова ліквідність фінансових установ. Разом із тим, погіршення ряду показників, серед яких накопичувальні – зниження валютних резервів, збільшення боргового навантаження та зниження якості активів фінансових інститутів, катастрофічно знизили, як внутрішні резервні можливості фінансового ринку, так і можливості збільшення ресурсів ззовні.



**Рис. 4.18** Інтегральна оцінка гнучкості фінансового ринку для його відновлення *ex-ante*

Доцільним є також оцінка гнучкості фінансового ринку *ex-post* як результуючої характеристики ефективної адаптації фінансового ринку до викликів економічного середовища, яка здійснюється на основі оцінки динаміки показників, що характеризують відновлення його стабільності.

В основу підходу до оцінки гнучкості для відновлення стабільності покладено ідею Рейнхарда К. та Рогофа К., які запропонували визначати «складність» відновлення економік після банківської кризи за допомогою відповідного індексу, що розраховується як додаток амплітуди падіння економіки та тривалості її виходу із кризи до досягнення рівня, зафіксованого у піковий період [380]. Разом із тим, відзначимо відмінність розглянутого нижче підходу – в оцінці гнучкості важливими є не тільки тривалість кризи, але і її співставлення із тривалістю

відновлення, асиметрія амплітуди відновлення до амплітуди дестабілізації. Крім того, доцільність врахування втрати стабільності протягом всього досліджуваного періоду (включаючи менші за рівнем падіння показників), дає основу для включення у агрегований індекс гнучкості тривалості кризових явищ протягом всього досліджуваного періоду. Таким чином, показник гнучкості розраховується наступним чином:

$$G = \left( \sum_{i=1}^n 0,5AS_{TCi} + 0,5AS_{ACi} + (1 - TT_i) \right) / n$$

$$AS_{TCi} = T_{Ci} / T_{Vi}, \quad AS_{ACi} = A_{Ci} / A_{Vi},$$

$$A_{Ci} = 1 - F_{tci} / F_{tpi},$$

$$A_{Vi} = F_{tvi} / F_{tpi}$$

де  $AS_{TCi}$  – асиметрія тривалості відновлення до кризи;

$AS_{ACi}$  – асиметрія амплітуди відновлення до кризи;

$TT_i$  – тривалість кризових явищ протягом всього досліджуваного періоду (відношення тривалості періодів падіння до величини всього періоду дослідження у кварталах) (рис. 4.19);

$T_{Ci}$  – тривалість погіршення показника  $i$  від моменту його пікового (найкращого значення) –  $t_{pi}$  до моменту максимальної дестабілізації (його найгіршого значення) –  $t_{ci}$  у кварталах – тривалість погіршення показника  $i$  від моменту максимальної дестабілізації –  $t_{ci}$  до моменту його досягнення найкращого рівня у докризовий період –  $t_{vi}$  у кварталах;

$A_{Ci}$  – амплітуда погіршення показника  $i$ ;

$A_{Vi}$  – амплітуда повного відновлення рівня показника  $i$  із врахуванням його максимального рівня, досягнутого після кризи у точці  $t_{vi}$ ;

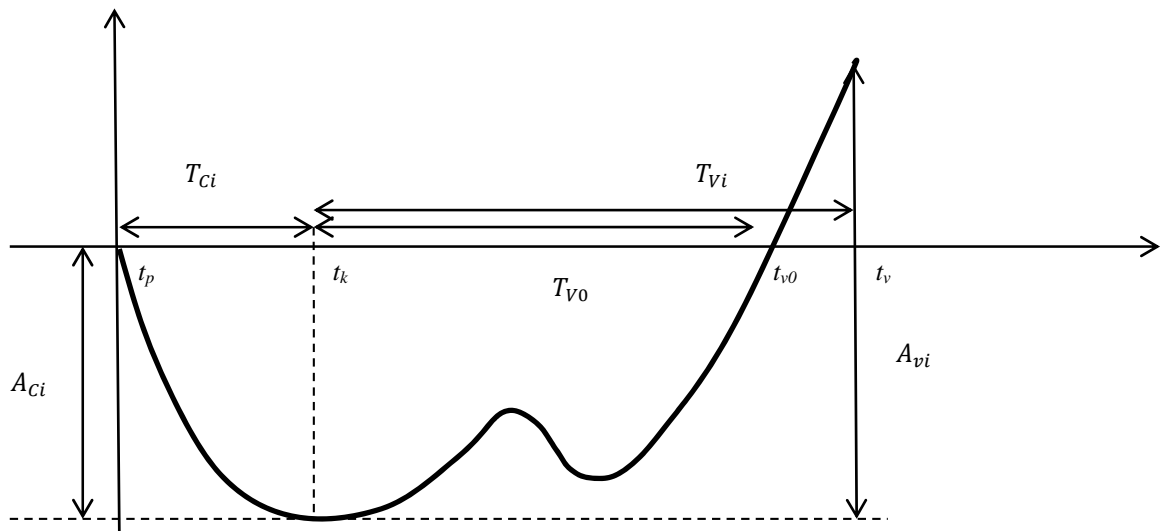
$F_{tci}$  – значення показника  $i$  у точці максимальної дестабілізації;

$F_{tpi}$  – значення показника  $i$  у точці його досягнення найкращого рівня у докризовий період;

$F_{tvi}$  – значення показника  $i$  у точці його досягнення найкращого рівня у післякризовий період;

$n$  – кількість показників.





**Рис. 4.19 Параметри відновлення стану фінансового ринку в разі кризи**

Аналіз відновлення показників стабільності фінансового ринку за період 2008–2013 рр., наведених в таблиці 4.8, дає підстави стверджувати наступне:

- середня асиметрія тривалості падіння показників або втрати стабільності до її відновлення склала 0,57, що означає, що відновлення стабільності досягається у 2 рази триваліше за їх падіння. Найтривалішим воно є за показниками платоспроможності банків, нормативу ліквідності, залишкам коштів на коррахунках банків в НБУ, припливу коштів із зовнішніх джерел. В середньому, спад стабільності тривав 4 квартали, відновлення – 2 роки. Найшвидше стабілізувалися депозити населення, об’єми операцій на міжбанківському ринку, валютний ринок;

- середня асиметрія амплітуди відновлення до кризи склала 5,34. Перш за все, позитивну роль відіграло зростання депозитів – у 2 рази (у порівнянні із 11 % падіння), та зростання кредитування економіки на 19 % (на фоні 6 % зниження). Разом із тим, не було досягнуто на попередньому рівні, ні доходності діяльності банків, ні середньострокової ліквідності;

- в середньому ситуація падіння показників спостерігалася протягом досліджуваного періоду більше ніж 2 роки. Найбільш тривала дестабілізація спостерігалася за показниками ввозу капіталу з зовнішніх ринків, доходності банків, падіння фондових індексів – 12 кварталів, залишків коштів на коррахунках банків у НБУ і частки збиткових банків – 9 кварталів;

- інтегральний показник гнучкості ex-post дорівнює 1,33, що менше такого, який визначає повне відновлення стабільності фінансового ринку (1,50). В цілому, це відповідає слабкому рівню потенціалу гнучкості, визначеного за допомогою оцінки ex-ante.

Таблиця 4.8

## Показники гнучкості фінансового ринку в разі кризи ex-post

Показники	Точка максимальної дестабілізації	Тривалість падіння (кризи), кварталів	Амплітуда падіння (кризи)	Тривалість відновлення, кварталів	Досягнення відновлення	Асиметрія тривалості відновлення до кризи	Амплітуда відновлення	Асиметрія відновлення відносно кризи	Тривалість кризи (падіння) за весь період дослідження, %	Гнучкість для відновлення стабільності
<i>Показники кризи ліквідності</i>										
Обсяг операцій на міжбанківському ринку	2 кв. 2010	3	0,16	5	+	0,60	1,33	8,48	25	1,71
Залишки коштів на коррах-х банків у НБУ	3 кв. 2011	3	0,48	9	+	0,33	1,08	2,26	38	1,33
Депозити банків	1 кв. 2009	1	0,11	4	+	0,25	2,03	18,10	4	2,10
Приплив зовнішнього кредитування банків	2 кв. 2009	3	1,55	18	+	0,17	0,74	0,48	50	0,95
Зростання кредитних ставок	1 кв. 2009	2	2,00	1	+	2,00	0,72	2,78	33	2,03
Кредитування економіки	3 кв. 2010	2	0,06	4	+	0,50	1,19	19,83	21	1,64
Норматив ліквідності (НЗ)	2 кв. 2011	13	0,25	14	-	0,93	0,00	0,00	38	1,09
<i>Середнє</i>										
<i>Показники кризи платоспроможності</i>										
Дохідність банківських операцій	4 кв. 2009	13	4,26	-	-	0,00	0	0,00	50	0,50
Частка банків із від'ємним фін-м результатом	4 кв. 2009	2	54,00	12	-	0,17	0	0,00	37,50	0,71
<i>Середнє</i>										
<i>Показники валютної і фондової кризи</i>										
Девальвация національної валюти	4 кв. 2008	2	0,56	4	-	0,5	0,00		12,5	1,13
Падіння фондового індексу	1 кв. 2009	4	0,78	5	+	0,80	1,16	1,49	54,17	1,44
<i>Середнє</i>										
<i>Середнє</i>										

Проведене дослідження свідчить про досягнення недостатнього рівня гнучкості фінансового ринку. Тривале та високе за вартістю відновлення стабільного стану після фінансової кризи 2008–2009 рр. в Україні не торкнулося глибинних фінансових дисбалансів в економіці. Резерв подолання кризових явищ за рахунок державних фінансових ресурсів вже вичерпано, поріг залучення позикових зовнішніх ресурсів також майже подолано. Отже, формування потенціалу адаптації можливе тільки за рахунок зростання ВВП та відповідного збільшення продуктивного внутрішнього попиту на фінансові ресурси.

#### **4.4 Методичне забезпечення оцінки гнучкості фінансового ринку в умовах кредитного буму**

Остання світова фінансово-економічна криза була найбільш тяжка за останні десятиріччя з огляду на збитки. У 2009 р. в країнах ОЕСР ВВП скоротився на 3,5 %, рівень безробіття зріс до 8,4 % (на 2,3 в.п. за рік). У євро зоні ВВП впав на 4,4 %, а рівень безробіття збільшився до 9,6 %. Криза та її чинники спричинили дуже слабке та повільне відновлення, як реальної ділової активності сектору економіки, так і його фінансового забезпечення. При цьому останнє є безпосередньою причиною важкого економічного відновлення та відповідно є обмежувальним чинником подальшого зростання, як для малого, так і крупного бізнесу.

Серед вагомих чинників негативного розвитку подій на світовому фінансовому ринку вчені називають його «перегрів» напередодні кризи, надмірну кредитну експансію на ринку боргового фінансування, ціновий «бум» на ринку акцій. Дослідженню цих закономірностей присвячено праці Хелблінга Т., Терронса М., Левченко А., Мендози Г., Клаузенса С., Козе М., Рогоффа К.

Наступна за кредитним бумом рецесія або депресія отримала назву «безкредитної» відповідно до однойменної концепції Кальво Дж. та ін. [193, 317], та характеризується дуже повільними процесами економічного відновлення.

На основі аналізу близько ста кредитних бумів у розвинутих країнах та країнах із економікою, що швидко розвивається, Елекдаг С. та Ву Ю. визначили наступні важливі закономірності

залежності кредитного циклу на стадії його піднесення та його екстремальних тенденцій від відповідних драйверів та факторів, що супроводжували цей процес:

- у період передпікового стану кредитних процесів більш характерною є м'яка внутрішня монетарна політика із ставками кредитування нижчими за їх трендову величину. Їх вплив визначався навіть більшою мірою ніж ліквідність зовнішнього фінансового ринку для країн, що швидко розвиваються. У періоди таких економічних бумів (за виключенням буму напередодні останньої фінансової кризи) ставки на міжнародному ринку капіталу були зазвичай стабільні;

- головними симптомами перегріву кредитного ринку є значні об'єми притоку зовнішнього капіталу включаючи найменш стабільні потоки в банківську систему, збільшення дефіциту поточного рахунку, суттєве зростання фондових індексів та сильний внутрішній попит;

- характерними є збільшення не депозитних фінансових ресурсів у банків, джерелом яких є приплив зовнішнього капіталу;

- зазвичай, кредитні буми не супроводжувалися суттєвим впливом на рівень інфляції;

- інформативними індикаторами кредитного буму є показники відношення кредитування до банківських активів, а також кредитів до агрегату М2 – зростання кредитів швидше грошової маси також свідчить про не депозитний канал кредитування економіки [379].

Слід також додати, що досліджуючи мікро і макропоказники, що супроводжують кредитні буми, Мендоза Г. і Терронс М., засвідчують важливі особливості реалізації останніх у країнах, що швидко розвиваються: більші флуктуації макро- і мікро- показників, а також значний зв'язок із припливом зовнішнього капіталу у порівнянні із меншим впливом фінансових реформ і економічним циклом [151]. Саме у країнах із ринками, що розвиваються, більшість кредитних бумів закінчується фінансовими кризами.

Вітчизняний фінансовий ринок напередодні світової фінансово-економічної кризи та безпосередньо кризи у 2008–2009 рр. мав також усі ознаки буму. Визнаючи вплив багатьох інших чинників на розвиток кризових процесів цього періоду в Україні, в тому числі системних, роль циклічної компоненти як драйверу негативних тенденцій кредитного ринку і ринку акціонерного капіталу із врахуванням фактору трансферизації або перенесення циклічних шоків з боку зовнішніх фінансових ринків важко переоцінити. Отже,

відстеження потенціалу фінансового ринку до імплементації таких негативних явищ, є важливим завданням, як для країн із розвинутими ринками, так і тих, ринки яких ще тільки розвиваються. Для цього необхідним є розвиток методичного забезпечення оцінки гнучкості фінансового ринку, функціонуючого в умовах циклічного розвитку економіки на етапі економічного піднесення та супроводжуючого його кредитного буму.

*Гнучкість фінансового ринку для стримування його надластичності* на стадії економічного буму, а саме, його спроможності до саморегулювання надмірного неефективного зростання, що стимулює або підтримує зростання «фіктивної» вартості фінансових активів є одним з елементів оцінки гнучкості фінансового ринку у забезпеченні економіки фінансовими ресурсами, виконанні інших важливих функцій забезпечення ефективного відтворення ВВП. Відповідно до запропонованого методичного підходу оцінку гнучкості [5] ринку на цьому етапі циклічного економічного розвитку будемо здійснювати за двома напрямками: з одного боку, як результуючої характеристики ефективної адаптації фінансового ринку до викликів економічного середовища (оцінка *ex-post*), а з іншого, буферного запасу адаптивної реакції (оцінка *ex-ante*). При цьому оцінка *ex-post* є такою, що оцінює результат адаптації або прояву гнучкості, не відрізняючи за рахунок чого вона була отримана – низького рівня дестабілізуючого впливу, або сформованого запасу міцності напередодні такого впливу або потреби у пристосуванні. В свою чергу, оцінка гнучкості *ex-ante* – це вимір адаптаційних можливостей або резервного потенціалу без урахування можливого впливу дестабілізуючої події або розміру потреби у необхідній адаптації.

В якості *показників оцінювання гнучкості ex-ante* визначено 15 характеристик та обрано: індекс проведення фінансових реформ у вигляді фінансової лібералізації, наявність дотримання режиму фіксованого валютного курсу, величина зовнішнього боргу приватного сектору до ВВП та ступінь його зростання, ступінь перегріву економіки відносно кредитного буму, рівень незалежності банків від оптових джерел фінансових ресурсів, збільшення кінцевого споживання, зростання ставки кредитування до М2, боргове навантаження та відповідна слабкість балансів в не фінансовому секторі, зростання боргу приватного сектору до М3, величина сальдо торгового балансу до ВВП та рівень її зростання,

зовнішній борг банків до їх зобов'язань, жорсткість монетарної політики та ін. Результуючий показник гнучкості визначається на основі простої середньоарифметичної нормованих значень вказаних показників через їх проміжну інтеграцію у 4 компоненти: ресурсну банківську ( $G_{EB}$ ), ресурсну компоненту нефінансового сектора ( $G_{EN}$ ), макроекономічну компоненту ( $G_{EM}$ ) і вартісну ( $G_{ER}$ ):

$$G_{Ex-ante} = G_{EB}/6 + G_{EN}/3 + G_{EM}/4 + G_{ER}/2.$$

У вибірку країн для визначення бази для нормування показників факторів гнучкості до стримування надластичності фінансового ринку увійшли: 31 високорозвинена країна, що входить до ОЕСР, 44 високорозвинених країни, що не входять до ОЕСР та 55 країн із доходом вище середнього. В основу для визначення показників кредитного циклу було покладено відношення величини кредитів фінансового сектору (без центрального банку) до ВВП. При цьому амплітуда кредитної експансії або кредитної рецесії (скорочення кредитування) визначено як різниця між максимальним та мінімальним значеннями показників відповідних стадій кредитного циклу, величина асиметрії – їх співвідношенням. Оскільки у колі інтересу є саме ситуація найбільш негативних наслідків у кредитуванні економіки після кредитного буму, в якості критерію, що звужує коло країн до необхідної вибірки, визначимо показник асиметрії із значенням більше двох – темпи зростання кредитів до ВВП на стадії буму більше ніж у два рази перевищували темпи зростання цього індикатора на стадії кредитної рецесії. Таким чином, у вибірці опинилися 7 високорозвинених країн ОЕСР (Данія, Естонія, Ісландія, Ірландія, Люксембург, Італія, Нідерланди), 4 високорозвинених країни, що не відносяться до ОЕСР (Антигуа, Багами, Макао, Кувейт), 15 із доходами вище середнього (Азербайджан, Беліз, Боснія і Герцеговина, Болгарія, Домініканська республіка, Фіджі, Угорщина, Казахстан, Лівія, Мальдіви, Чорногорія, Румунія, Сент-Люсія, Сербія, Тонга). Показники кредитного циклу напередодні та після світової фінансової кризи для цих країн показано в таблиці 4.9.

Виходячи з результатів, що висвітлено у табл. 4.9, підтверджується закономірність більшої волатильності кредитного ринку для країн, що розвиваються – середнє падіння показника співвідношення кредитів до ВВП по обраним країнам склало 82 %, зростання під час кредитної рецесії – 19 %. Ці країни мали до

фінансової кризи і вищий показник боргового навантаження на ВВП – 175 %. Меншою амплітудою, але більшою асиметричністю відрізняється кредитний цикл у високо розвинутих країн учасниць ОЕСР – амплітуда спаду – 50 %, відновлення – 12 %.

Таблиця 4.9

**Показники кредитного циклу напередодні та після світової фінансової кризи (на основі показника відношення кредитів фінансових інститутів до ВВП) (розраховано на основі [83])**

Країна	Максимум у період кредитної експансії	Мінімум у період кредитної рецесії	Максимум у період кредитної рецесії	Амплітуда кредитної експансії	Амплітуда у період кредитної рецесії	Асиметрія
Високорозвинені країни ОЕСР	1,42	0,92	1,04	0,50	0,12	4,66
Високорозвинені країни, які не входять до ОЕСР	1,39	0,95	1,17	0,44	0,22	2,14
Країни із доходами вище за середні	1,75	0,93	1,12	0,82	0,19	4,40

Далі розрахуємо показники факторів гнучкості до стримування надластичності фінансового ринку у різних країнах (табл. 4.10)

Таблиця 4.10

**Показники чинників стримування надластичності фінансового ринку у різних країнах**

Показники	Значення	Високорозвинені країни, що входять до ОЕСР		Високорозвинені країни, що не входять до ОЕСР		Країни із доходами вище середнього		Середньозважені значення для нормування
		до кризи	після кризи	до кризи	після кризи	до кризи	після кризи	
1	2	3	4	5	6	7	8	9
Сальдо поточного рахунку, % від ВВП	середнє	-3,04	2,28	5,86	13,99	-10,00	-4,64	-6,32
	максимум	9,44	8,78	15,88	22,49	-16,01	-22,06	-5,19
	мінімум	-20,61	-6,60	22,34	32,05	-44,80	-22,06	-30,83
Зміна сальдо поточного рахунку, в.п.	середнє	-1,06	0,69	-1,85	2,53	-0,35	0,07	-0,71
	максимум	0,22	2,20	-0,33	1,76	-6,09	3,57	-3,62
	мінімум	-3,44	-1,56	-0,84	3,96	-6,09	-5,76	-4,77

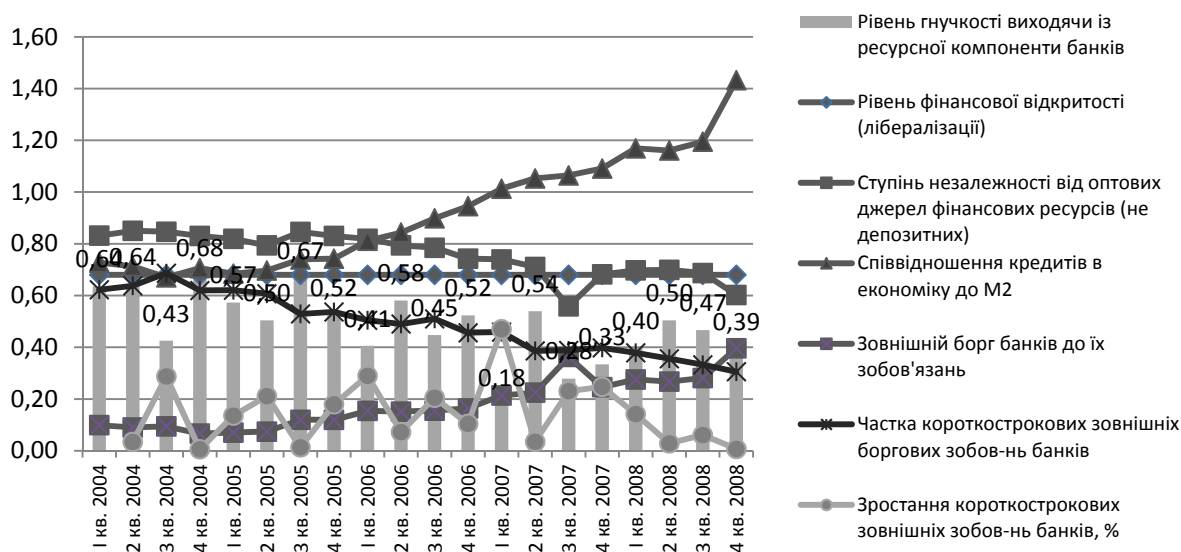
Продовження табл. 4.10

1	2	3	4	5	6	7	8	9
Співвідношення кредитів до М2	середнє	0,96	–	1,27	–	0,37	–	0,64
	максимум	1,92	–	4,08	–	1,55	–	1,91
	мінімум	0,04	–	0,11	–	-1,29	–	-0,75
Зміна співвідношення до М2	середнє	1,08	–	1,10	–	1,11	–	1,10
	максимум	1,24	–	1,30	–	1,27	–	1,27
	мінімум	0,95	–	1,00	–	0,97	–	0,97
Внутрішні зобов'язання недержавного сектору, % до ВВП	середнє	152,22	161,95	59,71	67,70	53,95	59,93	84,01
	максимум	231,89	208,08	68,84	79,38	102,35	113,83	137,86
	мінімум	76,65	83,96	47,66	59,09	18,74	28,40	39,00
Зростання зобов'язань приватного сектору по відношенню до М3, %	середнє	41,32	47,76	10,36	4,21	26,68	3,38	29,44
	максимум	57,08	0,13	19,94	14,04	74,27	18,10	63,68
	мінімум	29,06	-9,07	5,17	-1,78	3,23	-8,42	11,17
Зміна співвідношення внутрішніх зобов'язань недержавного сектору до ВВП	середнє	1,10	–	1,00	–	1,13	–	1,11
	максимум	1,14	–	1,00	–	1,34	–	1,24
	мінімум	1,05	–	0,99	–	1,01	–	1,02
Зростання споживчих витрат, %	середнє	2,95	0,20	1,89	4,31	6,77	1,98	5,14
	максимум	6,47	2,54	4,17	7,95	13,56	10,94	10,49
	мінімум	0,92	-2,13	-0,39	0,67	0,93	-2,64	0,79
Частка короткострокових зовнішніх зобов'язань, %	середнє	–	–	–	–	16,11	–	16,11
	максимум	–	–	–	–	36,76	–	36,76
	мінімум	–	–	–	–	0,22	–	0,22
Зростання короткострокових зовнішніх зобов'язань (щорічне)	середнє	–	–	–	–	2,45	–	2,45
	максимум	–	–	–	–	20,03	–	20,03
	мінімум	–	–	–	–	0,65	–	0,65
Реальна відсоткова ставка	середнє	2,94	–	2,85	–	4,29	–	3,74
	максимум	4,62	–	6,17	–	10,36	–	8,22
	мінімум	1,28	–	-3,77	–	0,58	–	0,35

Індекс фінансової лібералізації засновано на методології Абіата А., Детрагіаче Е. та Треззеля Т. [136], яка успішно застосовується у щорічному звіті МВФ, який присвячено оцінці валютних відносин та валютних обмежень в різних країнах світу [154]. Для визначення ступеня фінансової відкритості або лібералізації валютних відносин в країні визначається жорсткість



кредитного контролю, резервних вимог, ліберальності відсоткової політики, можливості доступу іноземного капіталу до банківської системи країни, ступінь обмежень потоків по фінансовому рахунку платіжного балансу, рівень пруденційного контролю банків. За цим індексом Україна у передкризовий період мала досить високий рівень фінансової лібералізації і, отже, фінансової відкритості, що відповідним чином обмежувало фінансову гнучкість стримування надластичності ринку (рис. 4.20). Із кінця 2005 р. поступово знижувалася і незалежність банків від оптових джерел фінансових ресурсів – їх частка знизилася у 2007 р. на 26 в.п. у порівнянні із 2005 р. та склала 44 %. З кінця 2006 р. зріс і зовнішній борг банків у їх зобов’язаннях – до 36 % у 3 кварталі 2007 р. Погіршувала ситуацію і висока частка короткострокової зовнішньої заборгованості банків. І хоча її частка мала тенденцію до зниження з кінця 2006 р., вона залишалася надто високою – напередодні кризи – 40 %. Це суттєво більше аналогічного показника у країнах із доходами вище середнього, де він склав в середньому 16 %. Загрозливою повинна була б сприйнята і швидкість зростання такої заборгованості – середній її темп по Україні у передкризовий період склав 18 % за рік, що у 7 разів більше аналогічного по групі країн із доходами вище середнього. Як результат, рівень гнучкості реакції ринку на негативні прояви його надластичності за ресурсною компонентою банків набув суттєвого погіршення із початку 2007 р. середнє його значення у наступні півтора докризових роки склав 0,35, що мало стати сигналом до стримування негативних тенденцій на ринку.



**Рис. 4.20 Показники факторів гнучкості відповідно до ресурсної компоненти банків**

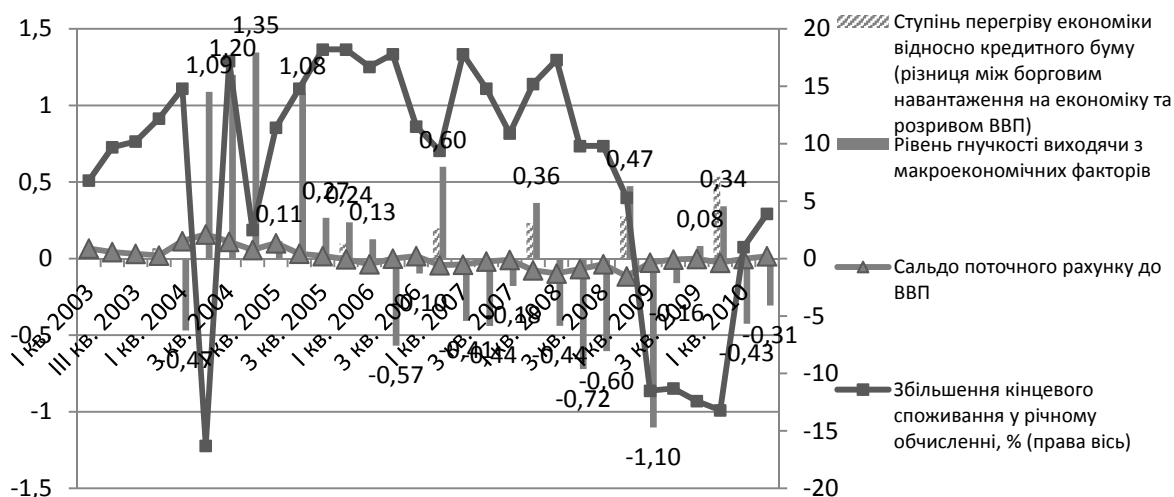
На рівень гнучкості для стримування надластичності фінансового ринку суттєвим чином впливає і ситуація у нефінансовому секторі, який не є об'єктом безпосереднього монетарного регулювання з боку центрального банку. Визначаючи попит на внутрішні та зовнішні фінансові ресурси, реальний сектор економіки відповідним чином формує поточну та майбутню структуру грошових потоків в рамках фінансового рахунку платіжного балансу країни, рівень її боргового навантаження. Не зважаючи на те, що такий попит переважно має продуктивний характер, на відміну від попиту з боку населення, а ресурси вкладаються у виробничі потужності та інші активи, існує загрозлива тенденція до стрімкого погіршення їх фінансової стійкості, зменшення якості та ефективності кредитування економіки із наслідками тривалої та «безкредитної» рецесії.

Розрахований рівень гнучкості фінансового ринку за цією характеристикою відповідно до ресурсної компоненти нефінансового сектора економіки із 2005 р. мав від'ємні значення із погіршенням динаміки до фінансово-економічної кризи 2008 р. Падіння рівня гнучкості склало майже 3 рази (-0,47 у 2005 р. та -1,27 у 2007 р.). Така негативна тенденція відбулася, виходячи із наступних факторів:

- зростання відношення зовнішнього боргу приватного сектору економіки до ВВП – з 11 % у 2005 р. до 28 % у 2007 р.;
- збільшенням боргового навантаження на баланси підприємств нефінансового сектора – з 52 % у 2005 р. до 58 % у 2007 р.;
- прискорення швидкості зростання боргу підприємств до грошового агрегату М3 – з 43 % у 2005 р. до 68 % у 2007 р., що суттєво перебільшувало аналогічні показники у розвинутих країнах (41 %), розвинутих країнах, які не входять до країн ОЕСР (10,3 %), країнах із доходами вище середнього (26,7 %).

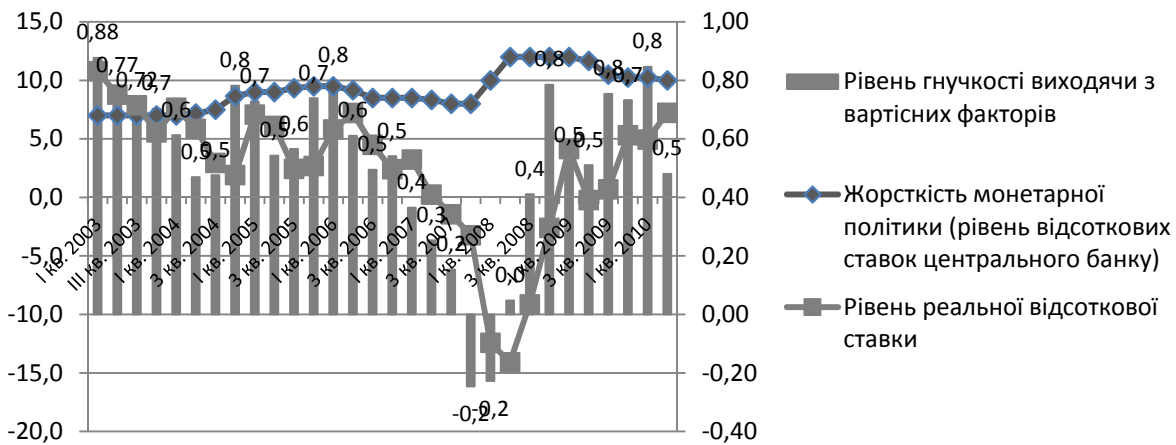
Негативний вклад у динаміку загального потенціалу фінансового ринку для стримування його надластичності зробила і макроекономічна компонента. Доволі високі значення рівня гнучкості виходячи із цієї компоненти мав фінансовий ринок у 2004 р. – більше одиниці, різко впали у 2-му кварталі 2006 р. майже на 50 % (рис. 4.21). Спадаюча динаміка цього індикатора була визначена рядом обставин. Перш за все, треба відзначити зниження сальдо поточного рахунку платіжного балансу, що відповідним

чином провокувало збільшення грошових потоків за фінансовим рахунком, а також збільшення споживчих витрат, що підігрівалося кредитуванням населення. Так, річне збільшення споживчих витрат у 2004-2006 рр. складало 15-17 %, в той час як у країнах, які спромоглися уникнути періоду «без кредитної» рецесії у післякризовий період, цей показник складав від 3 % до 7 %. Разом із тим, менш негативний вплив на гнучкість справляв фактор співвідношення перегріву економіки відносно кредитного буму, який оцінювався нами на основі показника розриву ВВП відносно величини боргового навантаження на економіку – менші значення різниці між ними означають менший розрив між економічними та фінансовими процесами, більшу їх синхронність. Асинхронність цих процесів виросла на початку 2007 р.



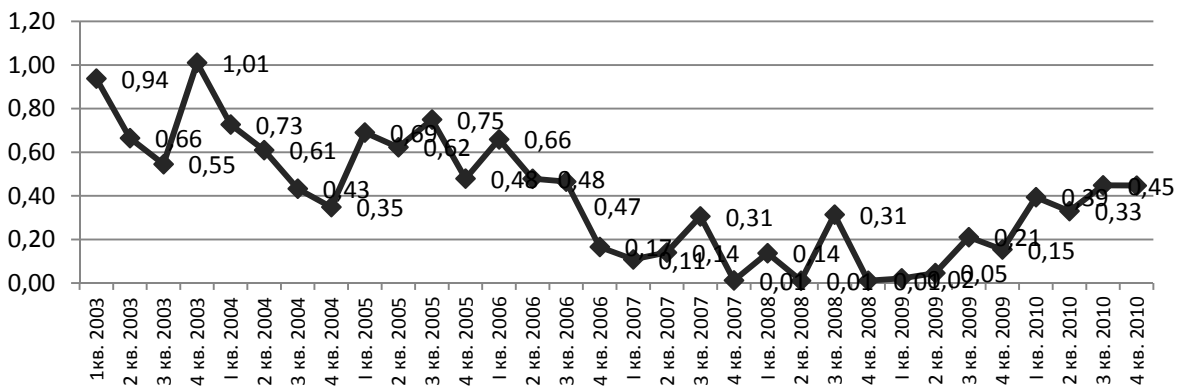
**Рис. 4.21 Рівень гнучкості для зменшення надластичності фінансового ринку відповідно до макроекономічної компоненти**

Знижуючу тенденцію мав у передкризовому періоді інтегрований показник потенціалу фінансового ринку до стримування його надластичності відносно вартісної компоненти. Його основні фактори – жорсткість монетарної політики НБУ, що вимірюється рівнем відсоткових ставок центрального банку, а також рівень реальних ставок банківського кредитування поступово або знижувалися, або були стабільними. Найбільш тривале падіння вартості кредитування відзначилося із 3-го кварталу 2006 р., залишившись без реакції центрального банку.



**Рис. 4.22 Рівень гнучкості до зменшення наделастичності фінансового ринку відповідно до вартісної компоненти**

На основі інтеграції усіх чотирьох компонент визначено рівень гнучкості фінансового ринку у передкризовому періоді (до 2008 р.), що дозволяє стверджувати про стійке збільшення потенціалу прояву наеластичності фінансових процесів із 2 –го кварталу 2006 р. (рис. 4.23).

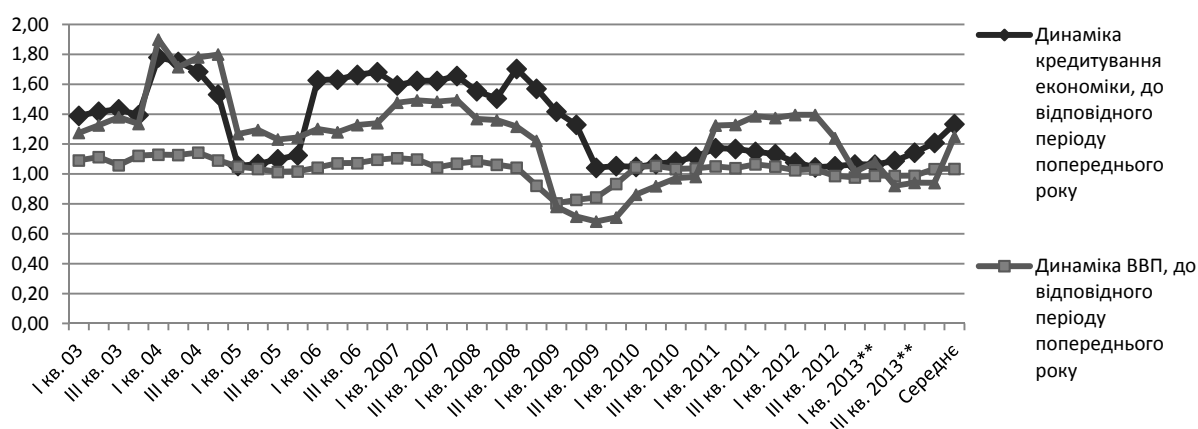


**Рис. 4.23 Інтегральний рівень гнучкості для зменшення наделастичності фінансового ринку**

Методологія оцінювання гнучкості *ex-post* базується на оцінці фактичної динаміці ключових показників фінансового ринку на предмет прояву в цій динаміці екстраординарності або його наделастичності, що відзначається у реалізації різного роду «бумів», в тому числі кредитних.

Треба відзначити, що динаміка кредитування економіки України напередодні економічної кризи дійсно відрізнялася дуже високими темпами зростання за його номінальними значеннями (рис. 4.24). З початку 2006 р. зростання кредитування складало 60-

63 % річних із піком у 3-му кварталі 2008 р. -70 %. Після проходження поворотної точки у 4 кварталі 2008 р., темпи зростання впали до 3-4 % річних. Схожу динаміку мали і реальні значення показника кредитування, коли пікове зростання об'ємів наданих кредитів у реальному вимірі досягло 16-22 % річних у другій половині 2006р. і 2007 р. Падіння реальних показників відбулося трохи пізніше за номінальні – вони прийняли від'ємні значення у другому кварталі 2009 р., а також першій половині 2010 р.



**Рис. 4.24 Динаміка індикаторів ділового і фінансового циклів економіки України**

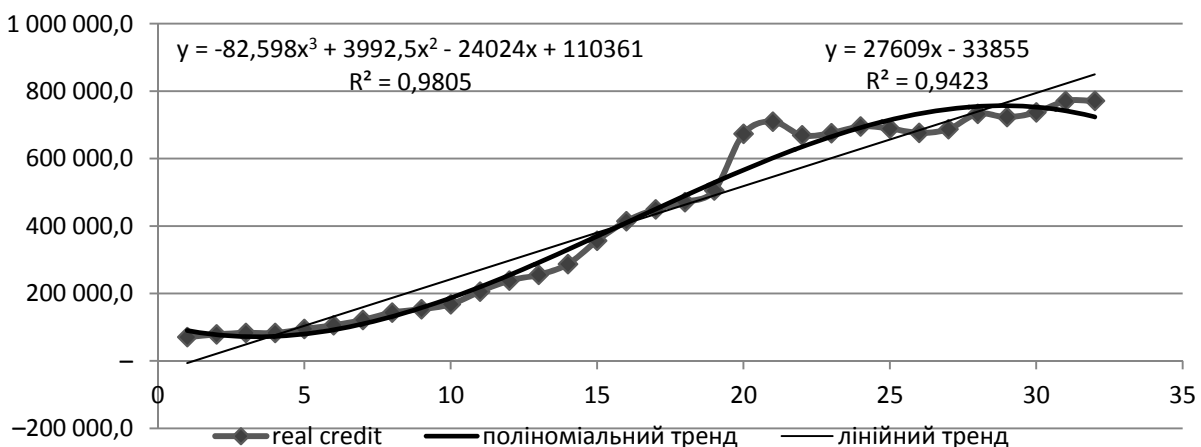
Треба зазначити, що не будь-яке збільшення кредитування є формою кредитного буму. До інтенсифікації кредитних процесів можуть призводити, як посилення фінансового розвитку та відповідне збільшення фінансової глибини, так і «нормальні» циклічні тенденції, пов'язані із піднесенням економіки, її більшим попитом на кредитні ресурси [331]. Разом із тим, саме швидке надмірне зростання асоціюється із посиленням фінансових дисбалансів, та мають тенденцію до виникнення фінансових криз.

Традиційно, до кредитних бумів відносять такі епізоди, коли реальне кредитування приватного сектору зростає суттєво швидше тієї тенденції, що спостерігалася протягом попередніх періодів кредитної експансії. Так, відповідно до досліджень Мендози Е. і Терронса М., кредитний бум ідентифікується у випадку коли циклічна компонента кредитування більше у 1,55 рази його стандартного відхилення (ситуація, коли стандартне відхилення від тренду знаходиться у верхніх 6 персентилях розподілу) [151]. Між тим, автори стверджують, що зростання реальних і номінальних

показників кредитування на 15 і 20 % відповідно є сигналом для посилення уваги до кредитного ринку. Відповідно до цих сигналів, ситуація на вітчизняному кредитному ринку безперечно характеризувалася кредитним бумом – річна динаміка кредитування у реальному обчисленні протягом 3 кварталу 2005 р. по 2 квартал 2008 р. перевищувала 40 %.

Користуючись динамікою реального значення об'ємів кредитування у 2004-2011 рр. та вважаючи цей відрізок часу як нерегулярний цикл оцінимо трендові і циклічні компоненти. Для цього побудуємо лінійний тренд, для циклічної компоненти найкращим є поліноміальний третього порядку. Точками зміни тенденції є 4 квартал 2004 р. та 4 квартал 2010 р. для висхідного та спадного тренду відповідно (рис. 4.25). Точка перегину – 4 квартал 2007 р. Циклічна компонента відхиляється від тренду максимально у першому кварталі 2006 р. – на 26 %, та у 3-му кварталі 2009 р. – на 10 %.

На основі співвідношення відхилення циклічної компоненти від тренду до фактичного значення показника реального кредитування визначено силу циклічності динаміки кредитування економіки на визначеному проміжку часу. Із 2005 р. до початку 2007 р.ці значення в середньому складають 36 %, що свідчить про суттєве посилення висхідної волни понад трендову компоненту.



**Рис. 4.25 Динаміка кредитування економіки (із коригуванням на інфляцію) з лінійними і поліноміальними трендами (2004–2011 рр.)**

Значення трендової і циклічної компонент кредитного циклу наведено у таблиці 4.11. Найбільший розрив між трендовою і циклічною компонентами досягнуто у 1-му кварталі 2006 р., а

також у 3 кварталі 2009 р., в той час як показник реального зростання кредитування вказує на естремуми дещо з запізненням на 1–2 квартали.

*Таблиця 4.11*

**Показники аналізу трендової і циклічної компонент кредитного циклу в Україні**

Період	Показник реального кредитування, тис. грн.	Трендова компонента	Циклічна компонента (поліном 3-го порядку), тис. грн.	Різниця між циклічною та трендовою компонентою, тис. грн	Зростання реального кредитування	Показник сили циклічності
I кв. 04	70606	-6246	90247	96493		
II кв. 04	78612	21363	77622	56259	1,11	1,37
III кв. 04	82979	48972	71991	23019	1,06	0,72
IV кв. 04	82784	76581	72859	-3722	1,00	0,28
I кв. 05	94720	104190	79729	-24461	1,14	-0,04
II кв. 05	105575	131799	92106	-39693	1,11	-0,26
III кв. 05	121415	159408	109494	-49914	1,15	-0,38
IV кв. 05	143418	187017	131399	-55618	1,18	-0,41
I кв. 06	153203	214626	157324	-57302	1,07	-0,39
II кв. 06	167981	242235	186773	-55462	1,10	-0,37
III кв. 06	205581	269844	219252	-50592	1,22	-0,33
IV кв. 06	238088	297453	254264	-43189	1,16	-0,25
I кв. 2007	255204	325062	291314	-33748	1,07	-0,18
II кв. 2007	286994	352671	329906	-22765	1,12	-0,13
III кв. 2007	356467	380280	369545	-10735	1,24	-0,08
IV кв. 2007	414434	407889	409736	1847	1,16	-0,03
I кв. 2008	449567	435498	449982	14484	1,08	0,00
II кв. 2008	470992	463107	489787	26680	1,05	0,03
III кв. 2008	505292	490716	528658	37942	1,07	0,06
IV кв. 2008	673414	518325	566097	47772	1,33	0,08
I кв. 2009	709451	545934	601609	55675	1,05	0,07
II кв. 2009	668986	573543	634699	61156	0,94	0,08
III кв. 2009	675422	601152	664872	63720	1,01	0,09
IV кв. 2009	695476	628761	691630	62869	1,03	0,09
I кв. 2010	689318	656370	714480	58110	0,99	0,09
II кв. 2010	676485	683979	732925	48946	0,98	0,08
III кв. 2010	687382	711588	746469	34881	1,02	0,07
IV кв. 2010	732823	739197	754618	15421	1,07	0,05
I кв. 2011	723131	766806	756875	-9931	0,99	0,02
II кв. 2011	736850	794415	752745	-41670	1,02	-0,01
III кв. 2011	770796	822024	741732	-80292	1,05	-0,06
IV кв. 2011	770970	849633	723342	-126291	1,00	-0,10

Виходячи із зазначеного можна зробити наступні висновки:

– кредитний ринок в Україні до фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр. можна охарактеризувати як такий, що зазнав бурхливого експансійного розвитку із ознаками кредитного буму за кількісними показниками об'ємів кредитування. Разом із тим, в цьому періоді було закладено і підвалини для наступного глибокого економічного падіння, тривалого періода рецесії або нестійкого економічного відновлення. Завдяки недостатньої розвинутості фінансового ринку в частині необхідного рівня інституційного забезпечення, відсутності належного регулювання цих процесів з боку центрального банку, не було досягнуто якісного розподілу кредитних ресурсів в економіці – значну частину кредитних ресурсів було спрямовано у споживче і іпотечне кредитування;

– на основі інтеграції чотирьох компонент (ресурсної банківської), ресурсної компоненти нефінансового сектора, макроекономічної і вартісної) визначено рівень гнучкості фінансового ринку у передкризовому періоді (до 2008 р.), що дозволяє стверджувати про стійке збільшення потенціалу прояву наеластичності фінансових процесів із другого кварталу 2006 р.;

– на основі динаміки реального значення об'ємів кредитування у 2004–2011 рр. та вважаючи цей відрізок часу як нерегулярний цикл оцінено трендові і циклічні компоненти. Визначено, що пік відхилення циклічної компоненти від трендової приходить на початок 2006 р.

– засновуючись на закономірностях прояву циклічності економічних процесів, можна стверджувати про існування відповідного негативного впливу нерегульованої кредитної експансії на тривалість і амплітуду економічного спаду, рецесії, та в разі збереження неефективної структури економіки та відсутності структурних реформ – формування підвалин для розгортання у подальшому кризових процесів.



## РОЗДІЛ 5. ВЕКТОРИ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ГНУЧКОСТІ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ В УМОВАХ ЦИКЛІЧНОГО РОЗВИТКУ ЕКОНОМІКИ

### 5.1 Перспективи впровадження та інституційного забезпечення фіскальних правил в Україні

Відсутність своєчасних консолідаційних заходів у сфері державних фінансів та структурних реформ в Україні після фінансово-економічної кризи призвели до накопичення суттєвих фінансових дисбалансів. На тлі високого рівня перерозподілу ВВП державою, суттєвою часткою витрат на соціальне забезпечення у структурі державного фінансування, неефективне фіскальне регулювання призвело до формування значного бюджетного дефіциту і боргового навантаження в Україні без відповідного покращення ані економічної, ані соціальної ситуації.

Порівняно із іншими країнами, Україна має вкрай проциклічну фіскальну модель відповідно до її впливу на економічний цикл та економічну динаміку, яка не сформувала потенціал стабілізації соціально-економічної ситуації. Враховуючи, що значна частина країн, які розвиваються, завдяки реформуванню фіскальної сфери змогли подолати синдром «що гірше, то бідніше» («*when it rains, it pours*»), вітчизняна фіскальна політика сприяла циклічним коливанням та поглибленню негативних явищ як на етапі економічного підйому напередодні кризи 2009 р., так і у посткризовий період [200].

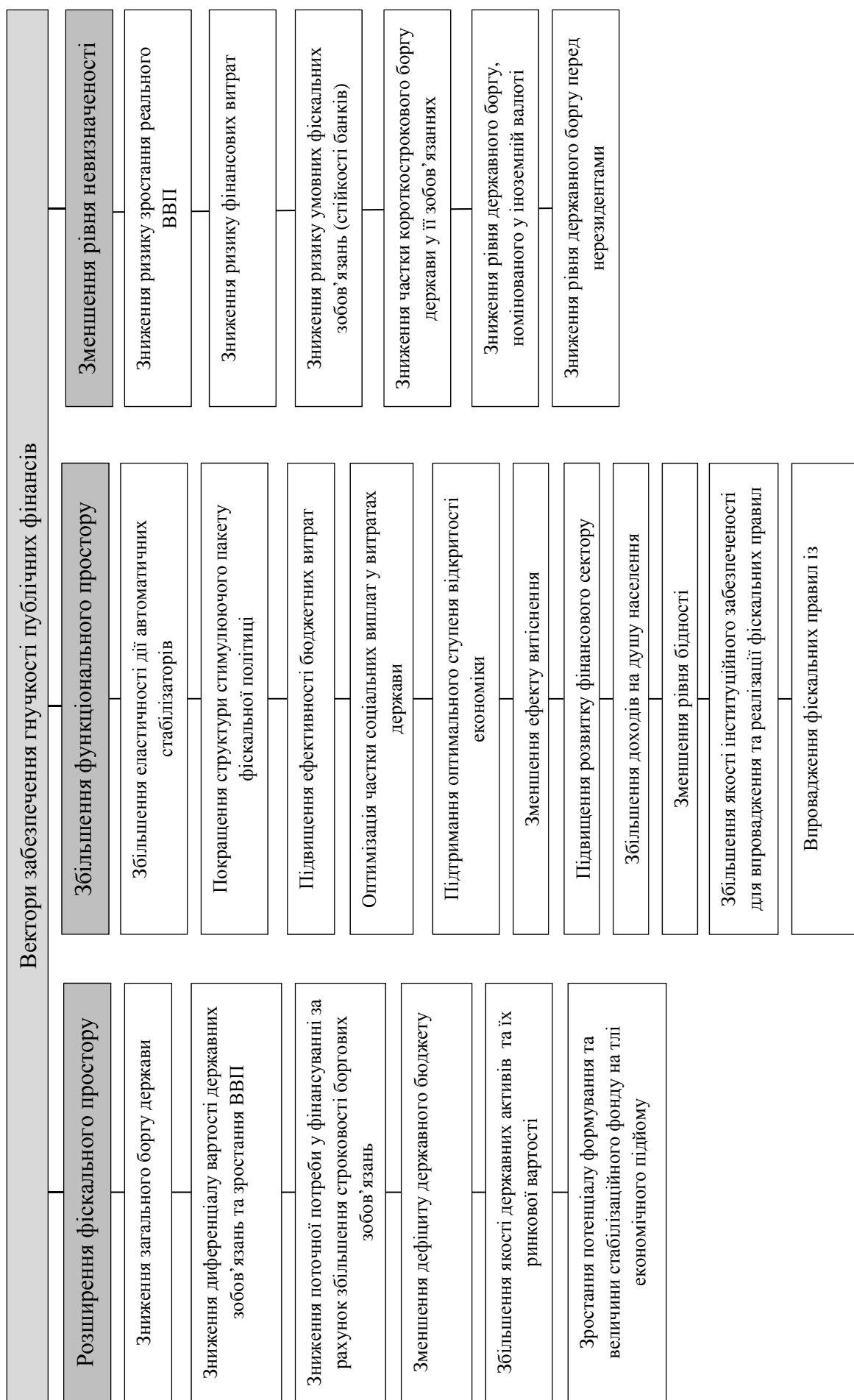
Проблеми фіскальної кризи, необхідності подолання наслідків світової фінансової кризи привернули увагу наукової спільноти до питання спроможності формування фіскального буферу у період економічного підйому та відповідного його використання під час реалізації експансійної фіскальної політики в період економічного падіння та посткризового відновлення. Серед останніх досліджень слід назвати роботу Карнейро Ф. і Каррідо Л., які на основі використання різних підходів до виокремлення циклічної компоненти проаналізували вибірку зі 180 країн за 1980–2012 рр. та виявили зміни, які відбулися у ступені проциклічності фіскальної політики, разом із посткризовим періодом [200]. Аналіз підтвердив тенденцію подолання проциклічності в окремих країнах, що розвиваються, зазначену також у працях Франкеля та ін. [275] Серед найвпливовіших факторів фахівці визначають рівень інституційної якості. Водночас існує багато доказів того, що відсутність фіскальних правил у бюджетній політиці або умов для їх ефективного впровадження збільшують дискреційне і, відповідно, ручне управління державними коштами, поглиблюючи проциклічність. Про це свідчать

роботи Ільзецькі Е., Вега К., Рівеліо Дж., Даблі-Норіс Е. [185], Бови Е. та ін. [184]. Однак питання можливостей застосування контрциклічної політики для країн, що розвиваються, із урахуванням їх національних особливостей, поєднання завдань їх довгострокової кредитоспроможності і стійкості із середньостроковою та короткостроковою гнучкістю під час реалізації фіскальної політики залишаються вкрай актуальними.

Реалізація фінансової політики держави в середньостроковій перспективі спрямована на регулювання циклічних коливань економіки, що в довгостроковій перспективі підтримує сталий розвиток, збільшує фінансовий потенціал та капітал у країні. При цьому гнучкість фіскального реагування залежить від сформованого фіскального та функціонального просторів, що створюють можливості змінювати характер контрциклічного впливу в бюджетній політиці на сукупний попит залежно від стадії економічного циклу за умовою збереження фіскальної стабільності та фінансової стійкості в країні та перспектив економічного зростання. Треба зазначити, що порівняно з фіскальним простором, який є об'ємною величиною та визначається основними параметрами фіскальної стійкості держави – величиною державного боргу і дефіциту бюджету, що впливають на можливу тривалість та вартість фіскального регулювання, функціональний простір визначає стан факторів ефективності фіскальної політики, разом із потенційною реакцією об'єктів фіскального регулювання на регуляторний вплив.

Серед основних *векторів розширення фіскального простору* слід зазначити: зниження загального боргу держави, диференціалу вартості державних зобов'язань та зростання ВВП; звуження поточної потреби у фінансуванні за рахунок збільшення строків боргових зобов'язань; зменшення дефіциту державного бюджету; підвищення якості державних активів та їх ринкової вартості; зростання потенціалу формування та величини стабілізаційного фонду на тлі економічного підйому (рис. 5.1).

Розширення *функціонального простору* визначається наступними чинниками: збільшенням еластичності дії автоматичних стабілізаторів через посилення прогресивності оподаткування доходів; підвищенням ефективності бюджетних витрат; оптимізацією частки соціальних виплат у витратах держави; підтриманням оптимального ступеня відкритості економік; зменшенням ефекту витіснення; покращенням структури стимулюючого пакету фіскальної політики; збільшенням якості інституційної забезпеченості для впровадження та реалізації фіскальних правил; упровадженням фіскальних правил із контрциклічним (стабілізаційним) впливом. Серед необхідних напрямів загальноекономічного характеру слід назвати підвищення розвитку фінансового сектору, збільшення доходів на душу населення, зменшення рівня бідності в країні.



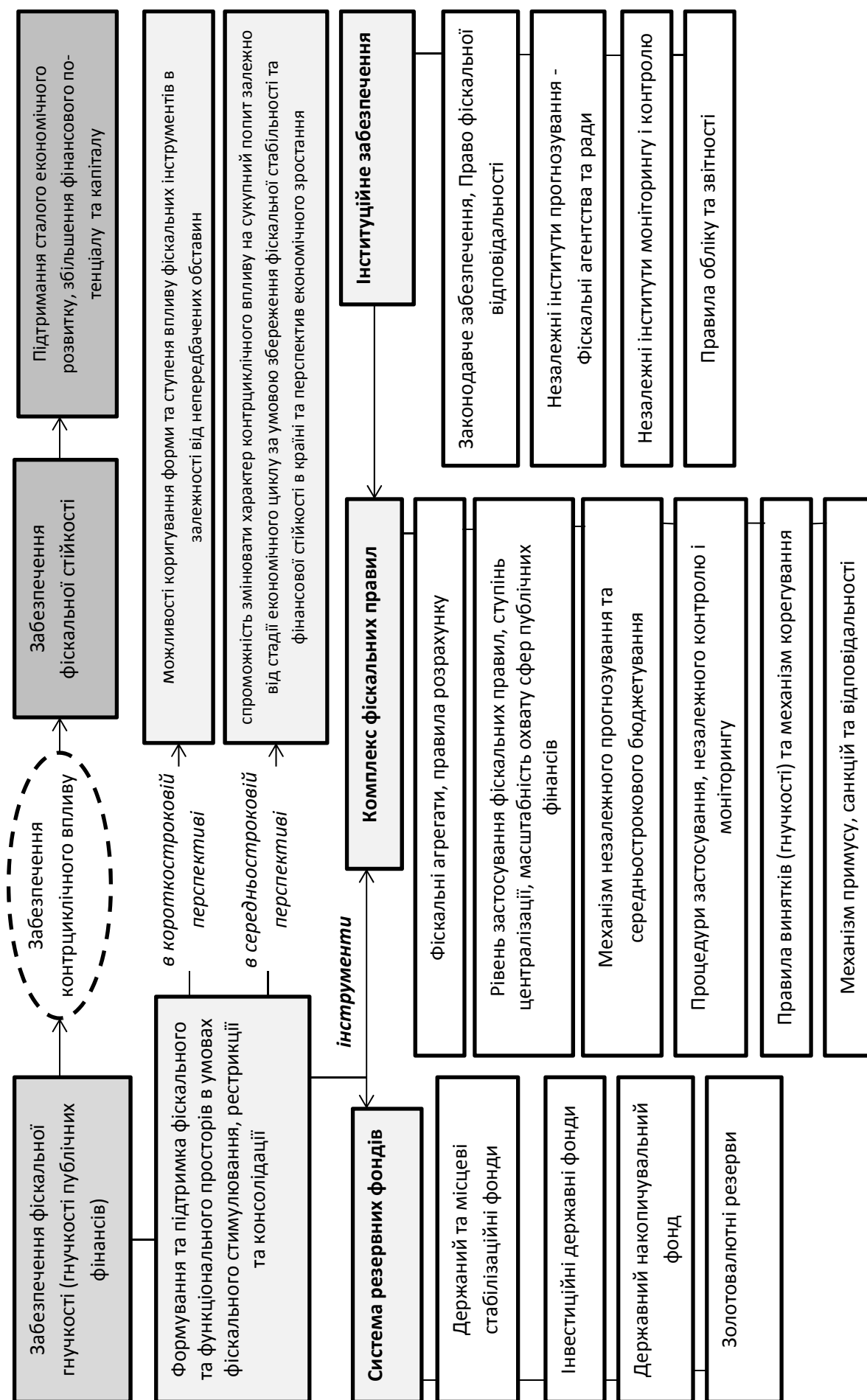
**Рис. 5.1 Вектори забезпечення гнучкості публічних фінансів**

Основними інструментами інституціоналізації підвищення фіскальної гнучкості через розширення фіскального і функціонального просторів є формування системи резервних (стабілізаційних) фондів із відповідним потенціалом їх наповнення у період економічної стабільності та підйому, а також упровадження комплексу фіскальних правил із посиленням їх контрциклічної спрямованості (рис. 5.2).

Для публічних фінансів України впровадження такого механізму викликає необхідність відповідей на низку питань, серед основних з них є наступні: оптимальний час для впровадження; склад фіскальних показників, які підлягають таргетуванню; масштаб покриття ними публічних фінансів.

Сьогодні фіскальні правила застосовуються у майже 90-та країнах світу та за результатами багатьох досліджень позитивним чином вплинули на підвищення фіскальної дисципліни та фінансової стійкості країн. Так відповідний аналіз розвинутих країн із фіскальними правилами та країн, які швидко розвиваються, проведений Бовою Е. та ін. на часовому інтервалі з 1995–2012 рр., вказує, що майже половина з першої групи має від'ємний коефіцієнт кореляції та показує контрциклічність своєї фіскальної політики, однак лише 25 % країн із другої групи мають контрциклічну політику [184].

Фіскальні правила дозволяють знизити проциклічність завдяки обмеженню впливу або уникнути можливості виникнення наступних проблем: 1) збільшення витрат та фіскальної експансії у періоди економічного підйому; 2) появи часового лагу між формулюванням та впровадженням фіскальних заходів, що супроводжуються труднощами визначення поточного стану економічного циклу та довгострокового прогнозу динаміки ВВП; 3) обмеження доступу на світовий ринок капіталу; 4) проблеми «спільного фонду» із лобіюванням інтересів певних груп владних структур усупереч довгостроковим інтересам суспільства; 5) проблеми «безбілетника» в особі регіональної влади, що користується можливостями доступу на ринок, який здійснюється відповідно до умов всієї країни та ін.



**Рис. 5.2 Цілі та інструменти забезпечення гнучкості в сфері публічних фінансів**

Фіскальні правила є інституційним механізмом, спрямованим на підтримку фіскальної надійності та дисципліни. Вони ототожнюються із постійними обмеженнями фіскальної політики через кількісні прості ліміти бюджетних агрегатів [324]. Як стверджують фахівці, кожна характеристика фіскальних правил є необхідним, але недостатнім критерієм існування та функціонування правил. У визначенні правил вказується на три такі характеристики: їх спрямованість на застосування у довготерміновій перспективі; їх застосування до певного операційного фіскального агрегату або показника; простота із боку їх операційної функціональності, комунікації та моніторингу. Серед переваг упровадження фіскальних правил варто назвати: можливість застосування дискреційних заходів, які водночас відповідають середньостроковій фіскальній дисципліні; зниження стихійності змін у політиці, із одночасним забезпеченням гнучкості та адаптивності до специфічних обставин [352]; можливість більш ефективної автоматичної стабілізації, забезпечення демократичності у звітності, фіскальної відповідальності та ефективного макроекономічного менеджменту [222].

Застосування правил відповідно до різних індикаторів визначає різні можливості фіскального таргетування. При цьому цілями їх застосування можуть бути:

- посилення відповідності політики до макроекономічної стабільності та фіскальної стійкості і, відповідно, підтримання державного боргу на безпечному рівні;
- забезпечення формування бюджетних накопичень для фінансування довгострокових потреб, пов'язаних зі старінням населення, вичерпання природних ресурсів, потребами у інвестиціях в інфраструктуру;
- забезпечення контрциклічності або ациклічності фіскальної політики;
- зменшення державних витрат або податкового навантаження на економіку;
- забезпечення потенціалу фінансування визначених видів витрат.

Треба зазначити, що усі ці завдання або напрями таргетування за допомогою фіскальних правил тією чи іншою мірою пов'язані зі збільшенням фіскального і функціонального потенціалу і, отже, фіскальної гнучкості впродовж економічного циклу, але неоднаково. Найбільш ефективними вони є в тому випадку, коли діють двобічно – як на етапі економічного підйому, так і, завдяки накопиченню фіскального потенціалу, на стадії економічного спаду. До країн, які

застосовують такого роду підхід у правилах, належать Канада, Нова Зеландія, Швейцарія, Чилі та країни ЄС (із 2012 р.) [269].

Дослідження вказують на те, що із позиції зниження проциклічності фіскальної політики найменш ефективними є просте балансове правило та правило боргу [187]. На противагу цьому, правило структурного або скоригованого балансу дає більші можливості для дії автоматичних стабілізаторів, але є досить обмежувальними для дискреційних заходів. Правила, визначені «крізь цикл», дозволяють діяти як автоматичним стабілізаторам, так і залишають поле для маневру дискреційним заходам. Правило витрат загалом відповідає можливостям дії автоматичних стабілізаторів і дискреційних заходів у частині податкових доходів держави, але вони досить жорстко обмежують дію дискреційних стимулів з боку витрат у період економічного спаду. Правило доходів передбачає можливості вияву автоматичних стабілізаторів і дискреційних заходів на боці доходів у період економічного спаду (табл. 5.1).

Переваги та недоліки певних видів фіскальних правил та їх неспроможність задовольняти одночасно всі завдання фіскальної політики (стійкість, підтримку макроекономічної стабільності, зниження розміру державних витрат і т. ін.) визначили їх комплексне застосування у майже 60 % випадків. Так сумісна дія правил боргу та витрат допомагає, з одного боку, підтримати боргову стійкість (кредитоспроможність), а з іншого – спрямовує на середньострокову модель регулювання із її контрциклічним потенціалом, зниженням державних витрат, розширюючи тим самим фіскальний простір країни. Аналогічний результат може бути отримано на основі комплексного застосування правила боргу і правила, відкоригованого на циклічність балансу бюджету.

Аналіз застосування правил за країнами свідчить про існування регіональних пріоритетів як у виборі правил, так і у їх комплексному застосуванні. Так перевага у використанні правила боргу у країнах із низьким доходом відображає низький інституційний рівень, що заважає впровадженню правила витрат. Правило балансу із урахуванням циклу переважає у розвинутих країнах і країнах, які швидко розвиваються. Взагалі комплексність у застосуванні правил переважає у розвинутих країнах, а також тих, що швидко розвиваються: більшість розвинених країн, які застосовують фіскальні правила, мають у комплексі правило боргу та балансове правило, а майже половина, крім вказаних, використовують і правило витрат. На противагу, близько третини із тих країн, що швидко розвиваються, мають тільки одне правило, яке найчастіше є правилом боргу, і тільки країни ЄС із цієї групи застосовують більше двох правил одночасно [184].

## Види фіскальних правил та їх вплив на фіскальну гнучкість

Види правил	Вплив на макроекономічну стабілізацію	Вплив на боргову стійкість і дефіцит балансу	Інші переваги	Інші недоліки
Боргове правило	Переважно проциклічний вплив. Можливе його зменшення на основі застосування правила «впродовж циклу»	Прямий і позитивний вплив. Однак через лаг фіскального впливу на рівень боргу через сальдо балансу, необхідні дії можуть запізнюватися	Безпосередній зв'язок із борговою стійкістю; легка комунікація та моніторинг	Борг є волатильною величиною; вплив на рівень боргу факторів, які знаходяться поза межами контролю влади; не забезпечує оперативне управління; таке правило повинно бути доповнено іншими правилами
Правило балансу бюджету (як абсолютна величина та відсоток від ВВП)	Переважно проциклічний вплив	Позитивний ефект унаслідок безпосереднього зв'язку із величиною боргу; позабалансові операції можуть спотворити цей ефект	Правило відповідає принципам простоти, зрозумілості та прозорості, простоти моніторингу та комунікації; головна операційна складність – обмеження своєчасності та надійності даних	Не забезпечує оперативне управління; засобами досягнення цілі, можуть бути витрати та доходи, які не враховують вплив циклу; вплив на рівень дефіциту факторів, що знаходяться поза межами контролю влади
Правило структурного балансу бюджету (відкоригованого на цикл)	Контрциклічний вплив, тому що циклічна компонента усувається із визначення параметру, що є об'єктом таргетування	Позитивний ефект на сальдо балансу, але його ефективність суттєво залежить від рівня встановленої цілі	Відносно прозоре операційне керівництво для дії, дозволяє враховувати різні фактори	Складне для моніторингу і комунікації внаслідок складності розрахунку гету ВВП, складності диференціації тимчасових і постійних впливів під час встановлення цільового параметру
Правило балансу «впродовж циклу»	Зменшення проциклічності завдяки можливостям дискреційних дій	Позитивний ефект. Однак позабалансові операції можуть спотворити цей ефект	Аналогічні правилу балансу бюджету	Складно визначити стадіно циклу та поворотні точки
Правило витрат	Правило підтримує стабілізацію (контрциклічний вплив) якщо параметр таргетування обирається на основі відсотка зростання, якщо використовується відсоток від ВВП – може викликати проциклічність	Позитивний ефект, тому що враховує основні джерела генерації дефіциту бюджету. Збільшення ефективності через додаткове застосування правила доходів або балансу бюджету	Нескладний моніторинг, якщо параметр таргетування визначається на номінальній основі; зрозуміле операційне керівництво до дії, обмежує розмір державних витрат, легка комунікація та моніторинг	Може вести до небажаних змін у розподілі витрат, якщо обмеження у витратах зміщує навантаження на витрати, що не підлягають таргетуванню
Правило доходів	Залежно від визначення правила: правило на основі доходів до ВВП може бути проциклічним унаслідок прогресивності податкової системи; правило, що спрямовує додаткові доходи на зменшення дефіциту або боргу – може бути контрциклічним на стадії економічного підйому	Позитивний або негативний ефект залежно від визначення правила: правило, що ставить ліміти на доходи держави для стабілізації податкового навантаження може мати негативний ефект на вартість боргу; додаткові доходи, які спрямовуються на зниження боргу, можуть зменшити контрциклічність	Моніторинг динаміки залежить від чинного адміністрування податків; у разі ефективного адміністрування моніторинг є нескладним; є прозорим сигналом для прийняття рішень, контролю стійкості та запобігання проциклічності на етапі економічного підйому.	Не пов'язано безпосередньо із борговою стійкістю, оскільки не впливає на величину витрат



Світова фінансова криза, необхідність проведення в багатьох країнах консолідаційної фіскальної політики привернули увагу до необхідності удосконалення механізму фіскальних правил. Виникла потреба переходу до правил «другого покоління», які повинні мати більшу контрциклічну дію, бути гнучкішими, збільшити відповідальність за їх дотримання з боку влади.

Складна ситуація у фінансовій сфері в ЄС призвела до впровадження фіскальної реформи та прийняття у 2012 р. Фіскальної Угоди (Угоди про стабільність, координацію та регулювання в Економічному та Монетарному союзі), відповідно до якої впроваджуються декілька нових елементів фіскальних правил на рівні окремих держав вже з 2014 р.: обов'язкове таргетування відкоригованого на циклічність сальдо бюджету (воно повинне бути не більше 0,5 % ВВП та для країн із боргом до 60 % – не більше 1 %); впровадження автоматичного корегувального механізму на національному рівні в разі відхилення показників від фіскальних правил; упровадження зобов'язань постійного зниження державного боргу до 60 % ВВП на величину не менше 5 % відхилення між фактичною та граничною величиною боргу через 3 роки після подолання надмірного бюджетного дефіциту (до 3 % ВВП); упровадження таргетування динаміки витрат, яка не повинна перевищувати довгострокове зростання ВВП; посилення ролі незалежного прогнозування та моніторингу [417].

Однією з новацій стало обов'язкове застосування правила витрат, яке довело свою ефективність у забезпеченні контрциклічності. За висновками Європейської комісії, такі правила здатні підтримувати оптимальний баланс між фіскальною дисципліною та завданням фінансової стабілізації [359]. Аналогічні результати отримані і Даблю Н. та ін., що свідчать про більшу ефективність у досягненні контрциклічності, ніж за іншими правилами, але такий ефект досягнуто переважно у розвинутих країнах [185]. Важливість таргетування державних витрат підтверджується і результатами аналізу фіскальної консолідації у світі протягом останніх десяти років – саме контроль витрат виявився визначальним фактором її успішності [291]. Середній коефіцієнт покриття фіскальним правилом витрат у публічних фінансах у країнах ЄС – 40,4 %. Привабливість цього виду правил для України визначається не тільки необхідністю після консолідації та реформування фіскальної сфери підтримання державних витрат на безпечному рівні, але у

майбутньому мати можливість на етапі економічного підйому сформувати належний фіскальний потенціал та забезпечити довіру кредиторів. Серед позитивних характеристик цього правила слід назвати їх безпосередню контрольованість з боку влади, достатню прозорість із позиції моніторингу порівняно з іншими правилами та доступність для сприйняття суспільством.

Іншим моментом упровадження та застосування комплексу фіскальних правил є рівень їх застосування, ступінь централізації, масштабність охоплення сфер публічних фінансів. На кінець 2009 р. у світі нараховувалось 53 країни із національними фіскальними правилами, інші є учасниками наднаціональної системи фіскальних правил у складі ЄС, Центрального африканського економічного і монетарного союзу, Східного карибського валютного союзу. При цьому національний механізм фіскальних правил може будуватися як на основі найширшого охоплення публічних фінансів (general government) – разом із державними та місцевими фінансами, фондами державного страхування та соціального забезпечення, також пенсійним, так і функціонувати в межах тільки рівня центральної влади – державного бюджету. Зараз співвідношення країн, які застосовують широкий рівень впровадження фіскальних правил та вузький (на рівні центральної влади), становить майже 50 на 50 %.

Варто зазначити, що загальною тенденцією є перехід до більш глобального підходу, коли фіскальні правила охоплюють всі публічні фінанси, разом із соціальним забезпеченням. До країн, які застосовують більш широкий підхід, належать: більшість країн ЄС, Аргентина, Австрія, Бразилія, Грузія, Індонезія, Гонконг, Панама, Росія, Великобританія. До країн, які застосовують фіскальні правила на рівні тільки центральної влади, – Чилі, Швейцарія, Вірменія, Канада, США, Фінляндія, Ізраїль, Індія, Ісландія, Люксембург, Мексика, Нігерія, Норвегія, Перу, Сінгапур, ЮАР та ін. [263]. У деяких країнах чинні обидва підходи залежно від обраних правил: для правила балансу бюджету здебільшого використовується рівень всього публічного сектору, для правила витрат – рівень центральної влади. До таких країн відносяться: Литва, Росія, Іспанія, Швеція, Франція, Німеччина.

Реформа фінансової децентралізації в Україні робить актуальним питання про впровадження фіскальних правил у перспективі на рівні місцевих фінансів, що дозволяє забезпечити фіскальну стійкість на всіх рівнях бюджетної системи країни.

Особливо актуальним це є для країн із федеративним устроєм, де, як вказує аналіз фіскальної політики, проциклічність в умовах останньої глобальної фінансової кризи була домінантною для місцевої влади [307].

Використання в Україні підходу, відповідно до якого фіскальні правила охоплюють усі публічні фінанси або *фінанси «розширеної» влади*, є привабливим, але таким, яке сьогодні складно реалізувати. Найбільш агрегованими даними на сьогодні є дані про Зведений бюджет України, що поки унеможлиблює отримання більш-менш оперативної та надійної інформації про загальний стан Державного і місцевих бюджетів, що не інтегрується із даними про стан позабюджетних державних фондів, державних підприємств та банків. Для таргетування окремих фіскальних агрегатів це має різнобічний вплив. Так для оцінки загального рівня дефіциту коштів публічних фінансів украї важливо враховувати значний дефіцит Пенсійного фонду України, який складав з 2010 по 2014 р. від 1 до 2,7 % ВВП [82]. Аналогічним чином спотворюють загальний стан публічних фінансів збитки НАК «Нафтогаз», які у 2014 р. склали 5,6 % ВВП [78]. Якщо для балансового правила пріоритетом є агрегування сальдових показників різних сфер публічних фінансів, то для правила витрат це має дискусійний характер. Складність застосування світового досвіту визначається різним способом побудови бюджетної сфери – у деяких країнах фінансування соціального забезпечення повністю покладається на органи центральної влади (наприклад, Нідерланди) та, відповідно, покривається правилом витрат цього рівня, в той час, як в інших вона є суттєво децентралізованою та підпадає під регулювання правил регіонального рівня. Водночас низка витрат зазвичай взагалі не підлягає дії правила витрат: інвестиційні витрати, витрати на виплату допомоги безробітним (унаслідок їх автоматичної стабілізації), фінансові витрати.

Досягнення ефективної дії фіскальних правил потребує механізму відповідальності за їх дотриманням. Сьогодні такий механізм мають майже 30 країн, що складає більше 30 % від тих, хто застосовує таргетування фіскальних агрегатів. Серед них слід назвати Австралію, країни ЄС, Грузію, Росію, Монголію, Перу, Сінгапур, Швейцарію, США, Бразилію, Мексику та ін. Слід зазначити, що в країнах із ефективним фінансовим ринком, високим фінансовим розвитком, суттєвою інтегрованістю у міжнародний фінансовий ринок та високим ступенем фіскальної

дисципліни механізм реалізації відповідальності засновується на впливі результатів дотримання фіскальної дисципліни на репутацію держави. Для країн із тривалою історією низької фіскальної дисципліни та невідповідності фактичних фіскальних агрегатів запланованим такий підхід не є доречним. У цьому разі більш доцільним є застосування механізмів примусу до виконання правил, що заснуються на інституційних санкціях, що відповідає і ситуації в Україні.

Наведемо приклади застосування *механізму автоматичного коригування та відповідальності за виконання фіскальних правил*:

– у Словаччині механізм автоматичних санкцій починає діяти в разі досягнення величини державного боргу до 50 % ВВП – Міністр фінансів повинен запропонувати заходи зі зменшення величини боргу; в разі досягнення 53 % Кабінет міністрів пропонує пакет заходів зі зменшення боргу та заморожує свою оплату праці; в разі 55 % – державні витрати повинні бути знижені на 3 %, а в наступному році витрати повинні бути замороженими; 57 % дає підставу для затвердження збалансованого державного бюджету, а при 60 % парламент повинен проголосувати про довіру діям уряду;

– у країнах ЄС відсутність прогресу у зниженні дефіциту бюджету може призвести до впровадження санкцій – стягнення 0,2 % ВВП на безвідсотковий депозит або від 0,2 – 0,5 % ВВП штрафу в разі неефективних дій, аналогічним чином діють санкції в разі неефективних дій зі зниження боргу до ВВП.

Наступним елементом системи інституційного забезпечення застосування фіскальних правил є *незалежні фіскальні інституції*. У найбільш широкому розумінні такі інституції фінансуються державою та забезпечують незалежну оцінку фіскальної політики. Останнім часом такі інституції з'явилися у Канаді, Ірландії, Португалії, Швеції і Великобританії. Вважається, що вони можуть забезпечити більш якісною та об'єктивною інформацією суспільство та суттєво збільшити витрати від недотримання фіскальної дисципліни. Як основні, можна розглядати такі функції:

– здійснення незалежного макроекономічного прогнозу або здійснення припущень про основні параметри, на яких засновується бюджетне прогнозування;

– незалежне прогнозування доходів та витрат зведеного бюджету як відповідно до фактичних, так і до передбачуваних змін у політиці;

– моніторинг у межах середньострокової бюджетної моделі, реалізація позитивного економічного аналізу, який дозволяє збільшити прозорість та визначити реальні витрати фіскальних рішень.

Передбачається, що навіть у країнах зі слабкою довірою до влади внаслідок довготривалої фіскальної кризи формування фіскальної політики на основі нормативних прогнозів незалежних фіскальних інституцій може збільшити підтримку суспільства. Загалом згода влади на найбільш широке залучення незалежної фіскальної інституції до бюджетного процесу є необхідною передумовою для ефективності останньої.

Таким чином, відповідно до досвіду чинності фіскальних правил у різних країнах, існують наступні *умови їх ефективного застосування*:

1. Упровадження ефективної структури фіскальних правил у межах контрциклічного фіскального впливу та стійкості:

– фіскальні правила повинні бути простими, прозорими, пов'язаними із загальними цілями державної політики та економічного розвитку;

– фіскальні правила повинні покривати усі релевантні фіскальні (квазіфіскальні) операції публічного сектору економіки, що обмежує можливості уникнення правил завдяки переводу витрат на позабюджетні фонди, державні підприємства, місцеві бюджети;

– відповідність високим стандартам прозорості та обліку для забезпечення ефективного моніторингу з боку суспільства;

– посилення дії фіскальних правил через уведення відповідальності за їх порушення із наявністю чіткого взаємозв'язку між кількісними правилами та санкціями;

– автоматичність застосування санкцій;

– пріоритетність у перспективі застосування фіскальних правил на місцевому рівні – у випадку, коли державна влада не має конституційної можливості застосування єдиної фіскальної моделі із єдиними правилами на всіх рівнях, необхідно ініціювання впровадження таких правил на місцевому рівні, особливо правил боргу, балансового правила та правила витрат.

2. Забезпечення посилення контрциклічності та гнучкості:

– розробка надійних індикаторів ідентифікації стадії циклу;

– у разі складності визначення циклічної компоненти для відсотків за боргом фіскальні правила повинні застосовуватися до балансу бюджету, що не містить відсотків;

– з огляду на значну волатильність державних доходів та обслуговування боргу у країнах, які розвиваються, пріоритетним є таргетування відкоригованих на циклічність фіскальних агрегатів;

– встановлення контрциклічних фіскальних правил має відповідати середньостроковій фіскальній стійкості;

– застосування правила доходів для накопичення коштів у період економічного піднесення;

– важливим є застосування правила витрат, яке повинне мати середньострокову перспективу та містити широкий склад бюджетних витрат;

– підвищення ефективності дії автоматичних стабілізаторів на основі розширення застосування прогресивного оподаткування, зниження податкових пільг та підвищення ефективності системи соціальних виплат у разі безробіття;

– підвищення якості управління боргом для зниження проциклічності фіскальної політики, зниження залежності від зовнішнього капіталу, збільшення строковості боргу;

– формування можливостей відходу від правил (можливості порушення правил), які повинні застосовуватися у виняткових обставинах та мати чітке тлумачення у законодавстві;

### 3. Формування якісного інституційного забезпечення:

– формування законодавчого забезпечення фіскальної дисципліни та контрциклічної фіскальної політики, що визначають механізм застосування фіскальних правил та відповідної структури фіскальної моделі;

– формування фіскальної агенції, що надає аналітичне забезпечення, незалежний макроекономічний прогноз та вплив фіскальних показників на економічний розвиток;

– формування стабілізаційних фондів, які обмежують витрачання коштів або зниження податків у період економічного підйому. Функціонування таких фондів повинно відповідати світовим стандартам та бути пов'язаним із контрциклічними фіскальними правилами.

На противагу багатьом країнам, які мають вже доволі тривалий досвід у застосуванні фіскальних правил, Україна, на жаль, не впровадила дієвого механізму фіскального регулювання

економіки із обмеженням її дискреційного впливу, що досі зазнає величезного політичного тиску. За визначенням експертів МВФ, саме цей фактор є основною причиною високого рівня проциклічності фіскальних агрегатів, наслідком чого є посилення циклічних коливань [418]. Водночас однією із головних перепон до впровадження фіскальних правил в Україні, з точки зору МВФ, крім високої нестабільності макроекономічних показників та відповідної складності прогнозування, є слабкий рівень бюджетних інститутів. Саме якість інституційного забезпечення або якість бюджетних інститутів, які встановлюють формальні і неформальні правила, процедури в процесі бюджетного планування, затвердження та виконання, визначають суттєвою мірою зниження проциклічності фіскальних агрегатів. Підтвердження цьому знайдено в останніх дослідженнях фіскальної політики у країнах, які розвиваються, та країнах із малими доходами [275].

За методикою Даблі-Норіс Е. та ін. [185], оцінка якості бюджетних інститутів здійснюється на основі наступних характеристик бюджетного процесу: ступеня централізації прийняття рішень відносно державного бюджету, наявності та ефективності фіскальних правил та контролю, фіскальної стійкості та кредитоспроможності держави, комплексності і прозорості бюджетного процесу. Застосування нами цієї методики до оцінки якості бюджетних інститутів в Україні дозволяє стверджувати, що найнижчу якість бюджетні інститути мають на стадії планування – 2,11 (з 4-х можливих), тоді, як на стадії затвердження – 3,8, стадії виконання – 3,19. Однак саме перша і остання отримують згідно із методикою найбільші ваги (0,4 кожна), що визначає і загальний рівень якості бюджетних інститутів – 3,21 (табл. 5.2).

Попри досить задовільний результат оцінки якості бюджетних інститутів за вказаною методикою, бюджетні процедури не є єдиним фактором, який визначає сприятливість інституційних умов упровадження фіскальних правил, підвищення фіскальної дисципліни та відповідно зниження фіскальної проциклічності в Україні. Треба зазначити важливі висновки для країн із низькими доходами: більш прозорий і комплексний (всебічний) бюджет є важливішим, ніж централізація прийняття рішень під час розгляду та затвердження бюджету. Тобто зовнішній аудит є більш ефективним інструментом, ніж внутрішній моніторинг, а більша централізація бюджетного процесу в руках виконавчої влади в умовах відсутності прозорості та публічного контролю може негативно впливати на фіскальну дисципліну [185].

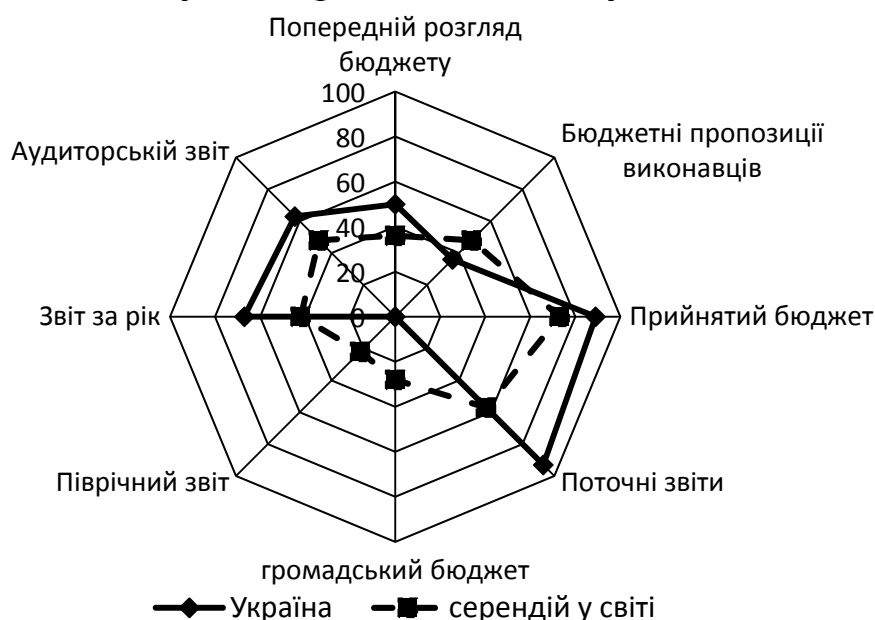
## Оцінка якості бюджетних інститутів в Україні

Бюджетне планування та затвердження								
Бюджетування «Зверху-вниз»		Фіскальні правила та контроль		Стійкість і кредитоспроможність				
Фрагментація бюджетного менеджменту 4	Формування програми (наявність лімітів для міністерств) – 4	Кількісні фіскальні правила, визначені у законодавстві 0	Наявність стелі (обмежень) витрат для міністерств 0	Середньострокове планування і інтеграція із річним бюджетом 2,67	Витрати, виходячи з стратегії 2	Макроекономічні прогнози обговорюються у бюджетних документах – 4	В бюджетних документах представлено аналіз чутливості -0	Ідентифікація окремого впливу поточної та нової політики у бюджеті -2
Подвійне бюджетування 4	Екстра-бюджетні витрати 1,33	Включення інформації про фінансування донорських проєктів допомоги – 2	Включення інформації про державний борг 4	Огляд сукупного фіскального ризику у бюджетних документах – 0	Прозорість			Бюджетна класифікація 4
Затвердження бюджету							Прозорість	
Бюджетування «Зверху-вниз»		Правила та контроль		Стійкість і кредитоспроможність			Повнота	
Межі поправок, внесених законодавчою владою – 4	Послідовність затвердження бюджету 4	Обмеження часу для затвердження бюджету 4	Ступінь законодавчої експертизи 3	Інформація, яка міститься в бюджеті, який представляється законодавчому органу 3	Публікація проєкту бюджету виконавців та їх пропозицій 4			Публічні слухання про бюджетну політику – 4
Виконання бюджету							Стійкість і кредитоспроможність	
Бюджетування «Зверху-вниз»		Правила та контроль		Прозорість			Стійкість і кредитоспроможність	
Асигнування, що отримують міністерства 4	Наявність та ефективність внутрішнього контролю 3	Поправки до бюджету протягом року 4	Внутрішній аудит 4	Зовнішній аудит 4	Моніторинг державних підприємств та місцевих бюджетів – 4	Величина та моніторинг заборгованості за витратами 4	Звіт про стан та менеджмент державного внутрішнього та зовнішнього боргу 4	
Прозорість								
Стандарти обліку 2	Повнота та своєчасність звітності 2	Законодавче дослідження зовнішнього аудиту 4	Частота та своєчасність звітів 4	Публікація та охоптя річного звіту 2				



Говорячи про прозорість як найважливішу якість інституційного забезпечення фіскальної гнучкості, доречно навести дані незалежного Міжнародного бюджетного співтовариства (ІВР), яке з 2006 р. визначає рівень бюджетної відкритості майже ста країн світу на основі виміру прозорості, можливості участі суспільства у бюджетному процесі та нагляду за бюджетом з боку законодавчого та контролюючого органів [310]. Україна оцінюється із 2008 р. та у 2015 році отримала найгірший рівень бюджетної відкритості – 46 балів із 100 можливих, що на 2 % менше, ніж у 2010 р., та на 17 % ніж у 2008 і 2012 роках. Відповідно суттєво погіршився і рейтинг України серед інших країн – якщо у 2010 р. вона займала 19 позицію із 92 країн, то у 2012 р. – вже 35, у 2015 р. – 56 місце.

За повнотою та відкритістю бюджетної інформації Україна перевищила середній бал, розрахований по ста країнах, за такими елементами оцінки: інформацією, яка є доступною під час попереднього розгляду Державного бюджету; під час прийняття бюджету, під час формування поточних звітів; звіту за рік та аудиторського звіту (рис. 5.3). Водночас менше середнього Україна отримала бал відповідно до прозорості і повноти інформації під час попереднього розгляду бюджетних пропозицій; за нескладання Громадського бюджету та піврічного бюджету.



**Рис. 5.3 Відкритість та прозорість бюджетного процесу в Україні [19]**

Показовою є також оцінка повноти інформації за її видами: за інформацію про бюджетні витрати наша держава отримала 52 бали,

про доходи – 53, про борг – 50, загальна репрезентація – 13 зі 100 можливих.

З метою визначення участі громадськості оцінюється також ступінь, з яким уряд надає можливості для участі суспільства у бюджетних процесах. Такі можливості повинні надаватися протягом усього бюджетного циклу виконавчою владою, законодавчим органом і головним контрольним органом. Україна отримала 23 бали зі 100, що вказує на недостатню можливість участі громадськості в бюджетному процесі. Це нижче, ніж загальний середній бал 25. Це нижче, ніж загальний середній бал 25. Водночас у світі на сьогодні влада тільки 7 країн надає адекватні можливості суспільству для участі у бюджетному процесі.

Така ситуація значно погіршує можливості ефективного впровадження фіскальних правил. Найгірше впливає на такий потенціал наступне:

- відсутність у бюджетній пропозиції виконавчої влади інформації щодо видатків та доходів за їх класифікацією за попередні та на майбутні роки, а також за бюджетними програмами;

- відсутність інформації про вплив зроблених макроекономічних припущень про витрати, доходи, інфляцію, зростання реального ВВП та вартість капіталу або аналіз чутливості до їх зміни;

- відсутність інформації про фінансові і нефінансові активи держави, які потенційно формують фіскальний простір фінансової політики;

- у бюджетних пропозиціях відсутня інформація про результати оцінки майбутніх фінансових зобов'язань держави на довгострокову перспективу – така інформація повинна покривати щонайменше 10 років та містити макроекономічні та демографічні припущення, оцінку їх впливу на зроблений прогноз;

- відсутність у бюджетній пропозиції інформації про вплив чинної або передбаченої фіскальної політики на цілі державної політики у середньостроковій перспективі;

- відсутність у бюджетній пропозиції інформації про оцінку впливу фіскальної політики на забезпеченість найбільш незахищених верств населення;

- недостатня повнота піврічного та річного звіту, де відсутнє порівнювання планової і фактичної заборгованості, процентного доходу, а також порівняльна інформація про фактичні показники роботи.

З метою визначення участі громадськості оцінюється також ступінь, з яким уряд надає можливості для участі суспільства у бюджетних процесах. У світі останнім часом суттєво зросла актуальність проблеми доступу громадськості до фіскальної інформації та участі у бюджетному процесі, що підтверджується директивами провідних міжнародних організацій – МВФ, ООН, ОЕСР. Такі можливості повинні надаватися протягом усього бюджетного циклу виконавчою владою, законодавчим органом і головним контролюючим органом.

Таким чином, інституційне забезпечення впровадження гнучких механізмів фіскального реагування та відповідного підвищення стабілізаційної ролі фіскальної політики в Україні нині є досить обмеженим та потребує суттєвих кроків із підвищення фіскальної дисципліни, збільшення прозорості та надійності бюджетної інформації, посилення системи незалежного прогнозування, моніторингу та контролю.

Достатньо дискусійним питанням є і визначення періоду впровадження фіскальних правил. Треба зазначити, що відповідно до звіту МВФ, зробленого у 2008 р., на той час Україна ще не мала достатніх умов для ефективного впровадження фіскальних правил [418]. Як доводить світовий досвід, у більшості випадків (особливо в Латинській Америці та Південній Африці) фіскальні правила було впроваджено впродовж фіскальної або під час боргової криз. Отже, це було частиною або одним з етапів середньострокових планів із фіскальної стабілізації, що часто передбачало формування відповідної правової бази у вигляді «права фіскальної відповідальності» [170]. На противагу цьому, в інших випадках (переважно у країнах Східної Європи та в Африці) фіскальні правила були елементом прикінцевих етапів економічної лібералізації як результату попередньо проведеної фіскальної консолідації та відповідного зниження державних витрат. У цих випадках впровадження фіскальних правил здебільшого асоціюється із більш широкою за сутністю моделлю середньострокового планування витрат [164]. Водночас у країнах, які розвиваються та які не є учасниками валютних об'єднань, правила було впроваджено відповідно до програм підтримки МВФ.

Дослідження, проведені МВФ, вказують на те, що в умовах високого рівня державного боргу, суттєвої невизначеності та необхідності впровадження політики зниження боргового наван-

таження встановлення фіскальних правил або швидке повернення до них є недоцільним – необхідне корегування може бути досить суттєвим. Найбільш доречним у цієї ситуації є застосування перехідного періоду із окресленням середньострокових цілей із графіком переходу до фіскальних правил та досягнення цільових орієнтирів. Цей період має стати часом поступової соціальної адаптації та сприйняття населенням фіскальної політики із застосуванням фіскальних правил, узгодження їх застосування на різних рівнях фіскальної влади.

Відповідно до Меморандуму про економічну і фінансову політику, який було підписано на початку 2015 р. між Україною і МВФ, урядом взято зобов'язання із відновлення надійності державних фінансів і забезпечення сталої динаміки державного боргу на основі тривалого середньострокового фіскального корегування та консолідації. Встановлено цільові фіскальні показники, досягнення яких передбачено до 2018–2020 рр.: зниження відношення державного боргу до ВВП до 71 %, об'єднаного дефіциту сектору загальнодержавного управління та НАК «Нафтогаз» до 2,6 %, первинного сальдо балансу бюджету до 1,6 % профіциту [53]. Фактично такі цільові орієнтири є квазіправилами, досягнення яких уможливорює отримання фінансової підтримки від МВФ. Такі кроки визначають подальше впровадження повноцінного механізму фіскальних правил, які є інструментом обмеження дискреційних дій уряду та відповідної проциклічності публічних фінансів.

Водночас для ефективного *впровадження фіскальних правил необхідним є формування низки наступних умов:*

1) серед політичних факторів: наявність деполітизованої моделі фіскальної політики і стійкого політичного консенсусу відносно впровадження та дотримання фіскальних правил; наявність чіткого уявлення та підтримки з боку суспільства; політична стабільність у період упровадження правил;

2) серед факторів якості бюджетних інститутів: почата програма фіскальної стабілізації; наявність своєчасної, точної, надійної та релевантної фіскальної статистики; наявність простих процедур моніторингу та обмежені можливості маніпулювання даними; розпочате впровадження моделі середньострокового бюджетування (планування), спрямованої на підвищення фіскальної дисципліни та відповідальності; наявність перехідного

періоду до фіскальних правил із визначенням перехідних цілей (2–3 роки); наявність надійного індикатора циклічної позиції економіки та її впливу на бюджет;

3) серед факторів платоспроможності та макроекономічної стабільності: відповідність фіскальної політики платоспроможності держави та рівня боргу; впровадження основних реформ у сфері соціального захисту та податків; прогнозованість зміни ВВП, бажана відсутність рецесії, сильної девальвації, погіршення умов торгівлі; бажане закінчення фіскальної консолідації та впровадження структурних реформ.

Отже, відповідно до підписаного Меморандуму більшість фінансово-економічних факторів у перспективі 2–3 років повинні відповідати умовам ефективної інституціоналізації нового фіскального механізму, дія якого суттєвим чином може збільшити можливості стабілізаційного фіскального впливу на економічний і соціальний розвиток в Україні, значно знизити політизованість бюджетного процесу та ручне управління державними фінансами.

Важливо зазначити, що перспективність упровадження механізму фіскальних правил в Україні значною мірою обумовлюється не тільки необхідністю виконувати зобов'язання перед міжнародними фінансовими інституціями, але наявністю політичної волі та готовності суспільства до переходу до відповідальної фіскальної політики.

## **5.2 Вибір моделей фіскального правила витрат в Україні**

Відсутність своєчасних консолідаційних заходів в сфері державних фінансів та структурних реформ в Україні після фінансово-економічної кризи призвели до накопичення суттєвих фінансових дисбалансів.

В подальшому впровадження механізму фіскальних правил, які є інструментом обмеження дискреційних дій уряду публічних фінансів дозволять подолати тенденцію проциклічності та ручного управління державними фінансами.

Оскільки збалансування публічних фінансів після фінансової кризи в розвинутих країнах внаслідок виникнення суттєвих проблем із дефіцитом державних бюджетів та відповідного надзвичайного зростання рівня державного боргу, а також

обмеженості задіяння тільки інструментів монетарної політики, в сфері досліджень виник неабиякий інтерес до ефективності застосування фіскальних правил. Серед вчених, які на сучасному етапі провели такі дослідження, слід відзначити експертів Європейської комісії, які підготували розгорнутий звіт про перспективи застосування правила витрат у країнах ЄС [360]. Група вчених на чолі із Хауптмейєром С. проаналізувала структуру і детермінанти публічних витрат в країнах ЄС [223]. Виявлено експансивну фіскальну політику протягом 1999–2009 рр. у Франції, Ірландії, Італії, Греції, Іспанії і Португалії, що було спричинено, в першу чергу, розширенням державного споживання. Трансферти та субсидії було розширено на основі антикризової політики, а бум державних інвестицій спостерігався тільки напередодні кризи. Порівняння фактичних витрат в цих країнах із правилом можливого обмеження витрат вказало на те, що кумулятивне перевищення перших над другими склало від 2 в.п. у Франції, до 8 в.п. від ВВП у Греції [416]. Доречно також відзначити підтверджену закономірність позитивного впливу зростання боргу на розмір державних витрат, який суттєво зменшує можливості бюджетного маневру. В Україні не реформованість фіскальної сфери, не сформованість необхідного інституційного забезпечення та відсутність політичної волі визначили фактичну неможливість впровадження фіскальних правил. Разом із тим, зараз намітилися не тільки надзвичайна актуальність впровадження, а й деякі перспективи формування інституційної основи.

Відтак доцільним є визначення ступеня можливого впливу фіскальних обмежень державних витрат на накопичення дисбалансу державних фінансів згідно із підходами, який використовується протягом останнього десятиріччя в ряді країн.

Правило витрат набуло суттєвої популярності у розвинутих країнах – майже 30% країн, які застосовують фіскальні правила ввели фіскальні обмеження на зростання витрат. При цьому, необхідність введення такого регулювання в розвинутих країнах визначалася суттєвим зростанням їх розміру в останньому десятиріччі. На противагу цьому, застосування правила витрат має певні обмеження та складність впровадження у бідних країнах та країнах, що розвиваються внаслідок суттєвого незадоволеного попиту у забезпеченні соціальних послуг та покращення інфраструктури.

Серед переваг використання державних витрат в якості фіскального показника, що застосовується як агрегат лімітування у фіскальному правилі, такі:

- застосування правила витрат в період економічного підйому дозволяє сформувати своєрідний фіскальний буфер за рахунок обмеження темпів нарощування державних витрат та, відповідно, зниження рівня державного боргу відносно ВВП;

- воно безпосередньо контролює бюджетні ресурси, що збільшує ефективність їх обліку;

- саме витрати є основним джерелом виникнення дефіциту;

- воно є прозорим із точки зору моніторингу у порівнянні із балансовим правилом або правилом балансу, із врахуванням циклічності;

- можливість використання субправил до окремих статей витрат, що підвищує ефективність фіскальної політики відповідно до різних пріоритетів.

Разом із тим, використання правила витрат має і недоліки:

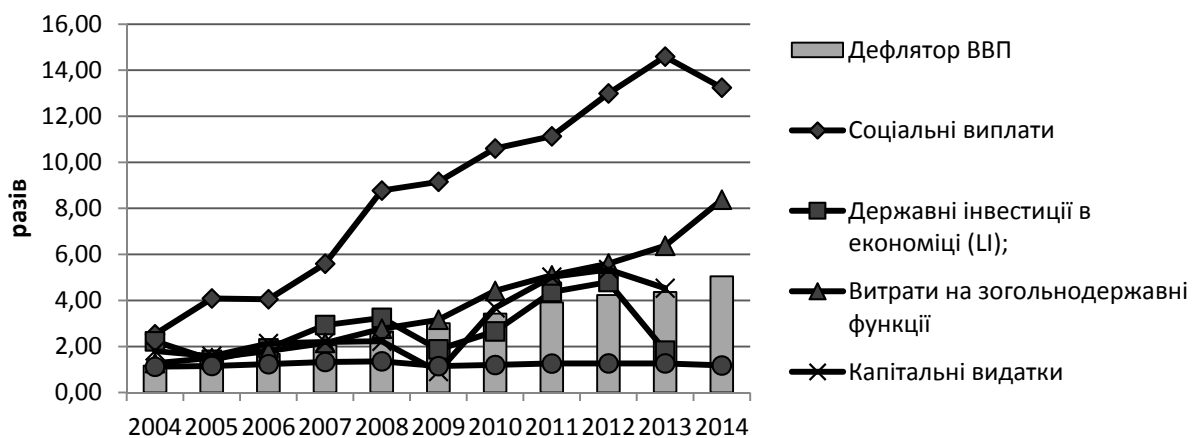
- в залежності від моделі застосування та відсутності гнучких механізмів переходу на послаблення обмежень в період економічної кризи, воно може підтримувати проциклічність;

- складно впровадити у країнах із значним незадоволеним соціальним попитом.

В Україні спостерігалася вкрай висока динаміка зростання державних витрат за умови неефективного їх використання. Зокрема, з 2003 до 2014 р. витрати, пов'язані із соціальною функцією держави (витрати на соціальний захист і соціальне забезпечення, освіту, охорону здоров'я і духовний розвиток) виросли майже у 15 разів, витрати на загальнодержавні функції – у 8 разів (рис. 5.4). Разом із тим, це значно менше дефлятора ВВП, збільшення якого за той же період склало 5 разів, зростання реального ВВП – 1,1 разів.

Отже, питання впровадження у перспективі фіскального правила витрат, визначення яких буде пов'язано із певним макроекономічним або фінансовим агрегатом є досить актуальним у вирішенні завдання формування контрциклічного потенціалу фіскальної політики в Україні. При цьому для формування механізму обмеження витрат необхідно вирішити наступне: база застосування (масштаб охопту державних витрат або публічних витрат, що підлягають цьому правилу); варіант застосування стелі

витрат (обмеження відносного зростання, встановлення стелі у абсолютному вимірі); встановлення правил відхилення від обмежень; вибір механізму відповідальності за порушення правила.



**Рис. 5.4 Динаміка витрат Державного бюджету України за період 2003–2014 рр. – ланцюговий індекс (розраховано на основі [75])**

У світовій практиці існує декілька підходів до встановлення стель державних витрат:

1) встановлення *номінальних стель для витрат* (Австрія – на 4 роки, Швеція – на 3 роки, Фінляндія, Швеція, Словенія, Нідерланди, США), в тому числі у зв'язці із величиною дефіциту балансу (Чехія – на 2 роки), в залежності від величини доходів від інвестицій та монетарних і інвестиційних резервів держави (Сінгапур – не більше 50%);

2) встановлення *відносних стель на зростання відповідних витрат* (Німеччина, Мексика – не більше 2 %, Бельгія – 1,5 % зростання витрат на охорону здоров'я, Японія – основні витрати не повинні бути більшими за аналогічні у попередньому році), в тому числі відносно зростання у реальному вимірі (Данія – для державних споживчих витрат, Ісландія – не більше 2 % для споживчих витрат, 2,5 % – для трансфертів; Косово – зростання не більше 0,5 %, Польща – не більше 1% у реальному вимірі); в залежності від ставки зростання економіки у перспективі після виходу економіки з кризи (Люксембург, Австралія – реальне зростання не більше 2 % поки не буде досягнуто позитивного сальдо балансу 1 % від ВВП), в залежності від величини дефіциту бюджету та середньої ставки зростання доходів бюджету за декілька попередніх років (Литва);



3) встановлення *стелі зростання витрат в залежності від відсотка темпу зростання ВВП* (ЄС, Аргентина, Монголія, Румунія, Іспанія – не може перевищувати темп зростання ВВП, Хорватія – не віще відсотка зростання потенціального ВВП, Ізраїль – не більше 1,7 % від реального зростання ВВП, з 2010 р. – за формулою суми відсотка зростання населення та частки від ділення 50 на показник боргу до ВВП)

4) встановлення *стелі на частку витрат у ВВП* (Болгарія – 40 % витрат публічного сектору до ВВП, Грузія – 30 % від ВВП, Данія – зобов'язання знизить витрати відносно циклічно відкоригованого ВВП до 25,6 %) [263].

Таким чином, у світовій практиці є певні тенденції та переваги у застосуванні тієї чи іншої моделі застосування фіскального правила. Зокрема, потенціальними статтями, які не підпадають під регулювання правила витрат є такі, що не підпадають під дискреційну політику влади (такі, що покриваються цільовими іноземними грантами), фінансові витрати держави (відсотки за боргом), пенсійні витрати та фінансування інвестиційних програм. Найкращий досвід свідчить також про пріоритетність використання відносних показників під час таргетування, більш рідкою є практика застосування частки від ВВП або номінальних стель. Бажаним є також застосування номінальних витрат, що сприяє прозорості та легкості проведення моніторингу. Крім того, це дає можливість контролювати зростання витрат внаслідок зростання інфляції, а також превентивно запобігти можливості маніпулювання номінальними витратами шляхом встановлення завищеного дефлятора. Виключенням для більш ефективного застосування реальних витрат може бути тільки застосування мультиперіодного підходу до фіскального правила.

Базуючи на цьому, дослідимо гіпотетичне впровадження фіскального правила витрат в Україні у період із 2003–2014 рр. з метою визначення можливостей створення фіскального простору у передкризовий період до 2009 р., або у посткризовий – після 2010 р. із точки зору його впливу на державний дефіцит і рівень державного боргу. В якості методології аналізу застосуємо аналогічне дослідження, проведене Хауптмайером С. та ін. [223].

Аналіз побудуємо на наступних припущеннях:

– базою для розрахунків виступають планові та фактичні витрати Державного бюджету України за період 2003–2014 рр., за

якими є повна і співставна інформація. В якості бази застосування правила використовуються первинні державні витрати як різниця між загальними витратами і сплаченими відсотками за державним боргом. Відповідно в якості гіпотетичного результату застосування правила використовується первинний дефіцит Державного бюджету;

- в якості варіантів правила витрат беруться два підходи – обмеження витрат в залежності від зростання державних доходів і в залежності від зростання номінального ВВП;

- відсоток зростання витрат – ланцюговий, що застосовується до фактичних витрат у період  $(t-1)$ . Розрахунок здійснюється впродовж всього періоду з 2003 по 2014 р. із послідовним врахуванням сценаріїв можливого початку застосування правил у кожному періоді послідовно, починаючи із 2003 р.;

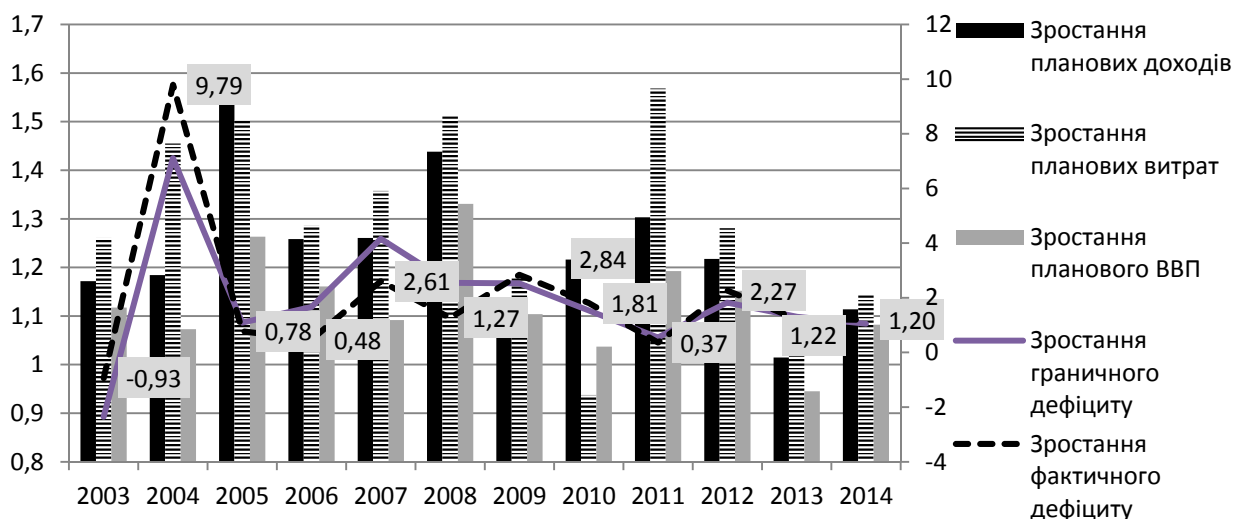
- якщо розраховані відповідно до правила витрати більше, ніж витрати фактичні за основу береться фактична величина;

- результатом впровадження фіскального правила є оцінка перерахованого дефіциту Державного бюджету із відповідним корегуванням величини державного боргу;

- оцінку проведено без врахування зворотного зв'язку – впливу зменшення витрат на зміну ВВП із врахуванням фіскального мультиплікатора витрат з причини суттєвого коливання останнього та складності передбачення фіскального мультиплікатора доходів, що буде з'ясовано нижче.

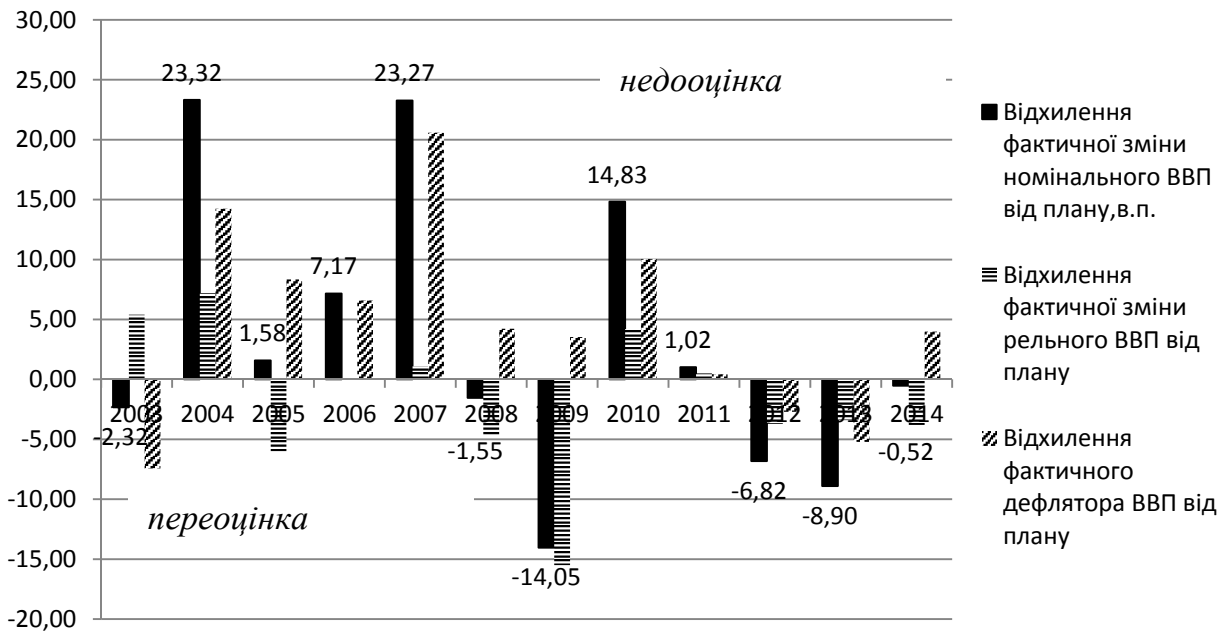
Співставлення динаміки планових показників Державного бюджету та його дефіциту впродовж дослідженого періоду дозволяє стверджувати про суттєву проциклічність фіскальної політики, що було закладено в показники вже на етапі бюджетного планування. Такий підхід визначив формування значних бюджетних дисбалансів. Звертає на себе увагу суттєве перевищення динаміки, як доходів, так і витрат над зростанням номінального ВВП протягом всього періоду, за виключенням 2010 р. (рис. 5.5). Мінімальний розрив між запланованим зростанням витрат і ВВП спостерігається тільки у 2014 р. – 10 в.п., максимальний – у 2004 р. і 2011 р. (38 в.п.). Середній розрив до кризи 2009 р. складає 20 в.п., після – 12 в.п., що підтверджує факт налаштування на нарощення розміру держави через збільшення витрат у період економічного зростання без врахування закономірностей економічного циклу. Доречно також відзначити в цілому надзвичайно високий середньорічний темп зростання, як витрат – 30 %, так і доходів –

23 %. Отже, витрати держави зростали в 1,3 швидше, ніж доходи. Така динаміка визначила розбалансованість фонду державних коштів – у 2007 р. дефіцит склав 2,61 %, 2008 р. – 1,27, 2009 р. – 2,84 із подовженням цієї тенденції у 2012–2014 рр. Із динаміки граничної величини боргу, що встановлювалась як плановий показник, бачимо, що цей ліміт не виконував якоїсь обмежувальної ролі та підтягувався до планових показників балансу та його дефіциту.



**Рис. 5.5 Динаміка зростання планових ВВП, доходів та витрат Державного бюджету України – ланцюговий індекс (розраховано на основі [75])**

Треба зазначити, що не дивлячись на вказані закономірності динаміки бюджетних показників і ВВП, частка первинних витрат Державного бюджету у ВВП майже не виросла за останні 12 років та коливалася від 20 до 26%. Основною причиною цього явища є досить низький рівень прогнозування, як макроекономічних показників, так і бюджетних показників у частині співставлення плану та виконання бюджету. Так, протягом 2003–2014 рр. в абсолютної більшості випадків фактична величина ВВП перевищувала планову. При цьому, середнє перевищення факту над планом – 5 в.п., найбільші розриви – у 2004 р. (23 в.п., 2007 р. – 23 %, 2010 р. – 15 %, 2013 р. – 9 %). Відповідно, можливості завищення показників витрат були у 2003р., 2008–2009 рр., 2014 р. Звертає на себе увагу також наявність суттєвих розривів у періоди саме високого рівня інфляції і навпаки (рис. 5.6), що підтверджує пріоритетність використання фіскального правила витрат саме на основі номінальних показників.



**Рис. 5.6 Відхилення планових значень ВВП та дефлятора ВВП від фактичних в Україні (помилка прогнозу), в.п. (розраховано на основі [75])**

Розглянемо *варіанти застосування правила витрат*, що обираються для подальшого аналізу:

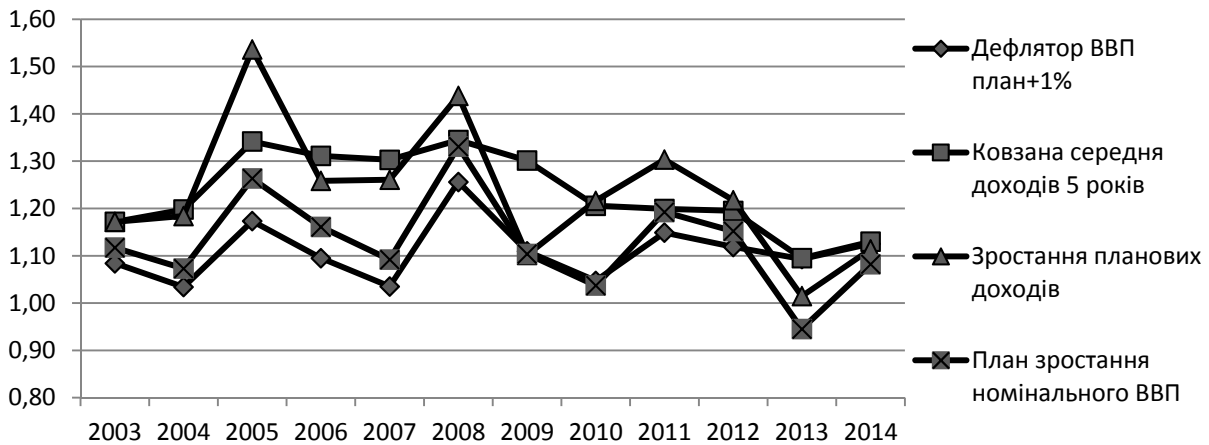
1) темп зростання витрат визначається на основі темпу зростання доходів та не повинен перевищувати їх середнє значення за останні 5 років;

2) темп зростання витрат визначається на основі темпу зростання доходів та не повинен перевищувати темпу зростання запланованих доходів;

3) темп зростання витрат визначається на основі темпу зростання дефлятора ВВП із додаванням 1% темпу зростання реального ВВП;

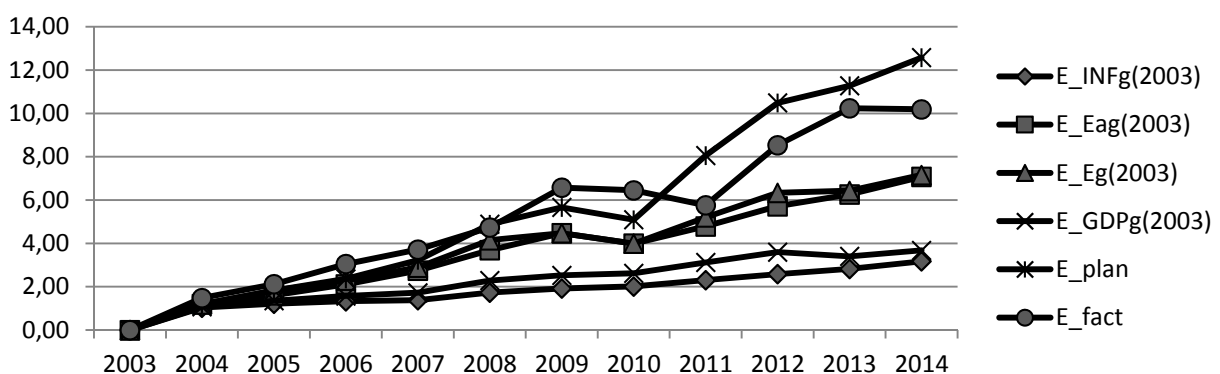
4) темп зростання витрат визначається на основі темпу зростання планового ВВП.

Динаміка бази для розрахунку державних витрат відповідно до зазначених моделей показана на рис. 5.7. Згідно з даною динамікою більш жорсткими обмеженнями володіє модель, що визначається динамікою ВВП. З іншого боку, вона в більшій мірі корелює із динамікою ділової активності та, відповідно, є більш проциклічною.



**Рис. 5.7 Динаміка показників – бази для застосування різних моделей правила витрат (ланцюговий індекс)**

В результаті розрахунку всіх сценаріїв отримано варіанти витрат, кумулятивна величина яких дозволяє визначити такі, які не відповідають умові ефективності застосування правила (якщо використання фіскального правила відповідно до конкретної моделі не дозволяє отримати кращий кумулятивний результат ніж фактичний). До таких відноситься сценарій впровадження правила витрат у 2012 році із використанням правила «не вище темпів зростання доходів Державного бюджету або їх середньої величини). Усі інші сценарії вказують на найкращий варіант в разі впровадження правил у 2003 р. Кумулятивне зростання витрат за ними показано на рис. 5.8.



**Рис. 5.8 Динаміка розрахованих первинних витрат Державного бюджету за умови впровадження правила витрат у 2003 р. (базисний індекс зростання до 2003 р.)**

Отже, до фінансово-економічної кризи витрати за першим варіантом (E\_GDPg) склали б 45 % від факту та зросли б тільки

1,92 рази, за другим варіантом (E\_Eag) – 86 % від фактичних та зросли б у 4,7 рази; за третім (E\_Eg) – аналогічно другому; за четвертим (E\_GDPg) – 56% та 2,52 рази відповідно.

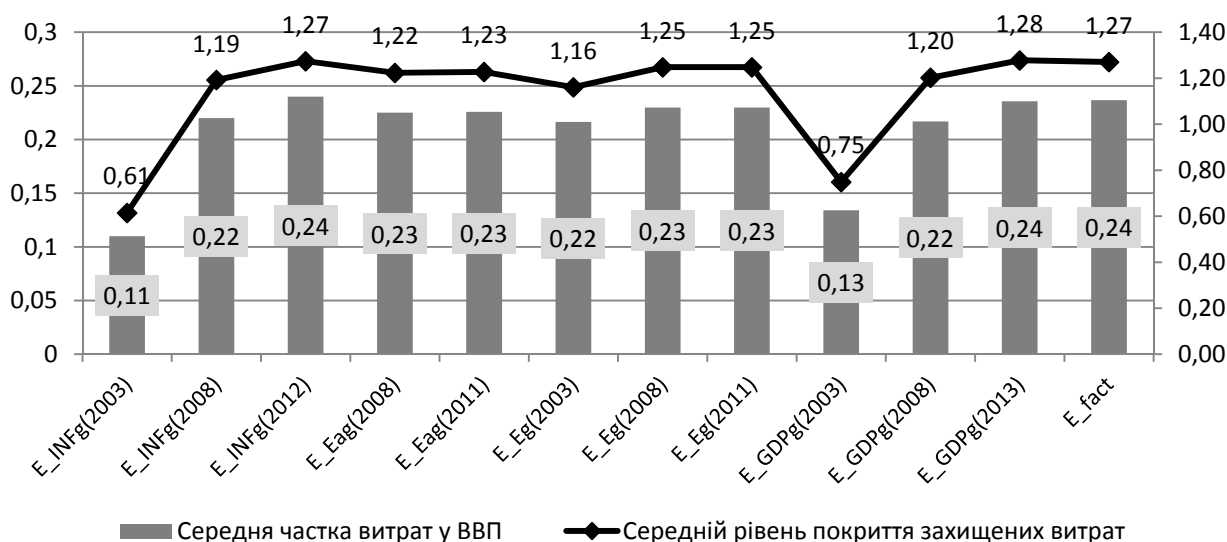
Відзначаючи загальне логічне погіршення ефекту від впровадження фіскального обмеження у більш відтермінованій від початку досліджуваного періоду ретроспективі, доречно зіставити варіанти впровадження правила. Та к, 90% від фактичних витрати державного бюджету досягають при першому варіанті в разі їх впровадження пізніше 2008 р., для другого – після 2004 р., четвертого – після 2011 року. Найбільш неефективний та наближений до факту третій варіант, коли експансія розміру держави обмежується темпом зростання її доходів.

Треба зазначити, що в цьому дослідженні не розглядаються шляхи зниження державних витрат, що є достатньо спрощеним підходом. Отже, реалістичність або допустимість такого скорочення витрат за умови збереження бюджетного механізму, що існував, доречно перевірити на основі порівняння варіантів розрахованих витрат із величиною захищених їх статей. Отже, покриття таких витрат за умови використання першого варіанту відбувається в разі впровадження фіскального обмеження тільки після 2006 р., для другого та третього варіанту – за будь яким сценарієм виконується умова покриття захищених витрат; для четвертого – після 2005 р.

Зазначимо, що майже усі варіанти застосування правила в середньому забезпечують покриття захищених статей, окрім правил, динаміка витрат за якими пов'язана із динамікою ВВП. Цікавим є визначення частки первинних витрат Державного бюджету до ВВП. Їх фактична величина на кінець 2014 р. дорівнювала 26 % від ВВП, напередодні кризи 2009 р. – 25 %. Поряд із цим впровадження фіскального правила витрат до зазначеної кризи дозволило б сформувати певний фіскальний простір у вигляді потенціалу збільшення державних витрат під час кризи. Так, за умови застосування першої моделі рівень витрат на початок фінансової кризи склав би від 9 до 18 %, другої – від 20 до 24 %, третьої – від 23 до 25 %, четвертої – від 12 до 21 % (рис. 5.9). Отже, запас фіскального простору за цим показником склав би від 1 до 16 в.п.

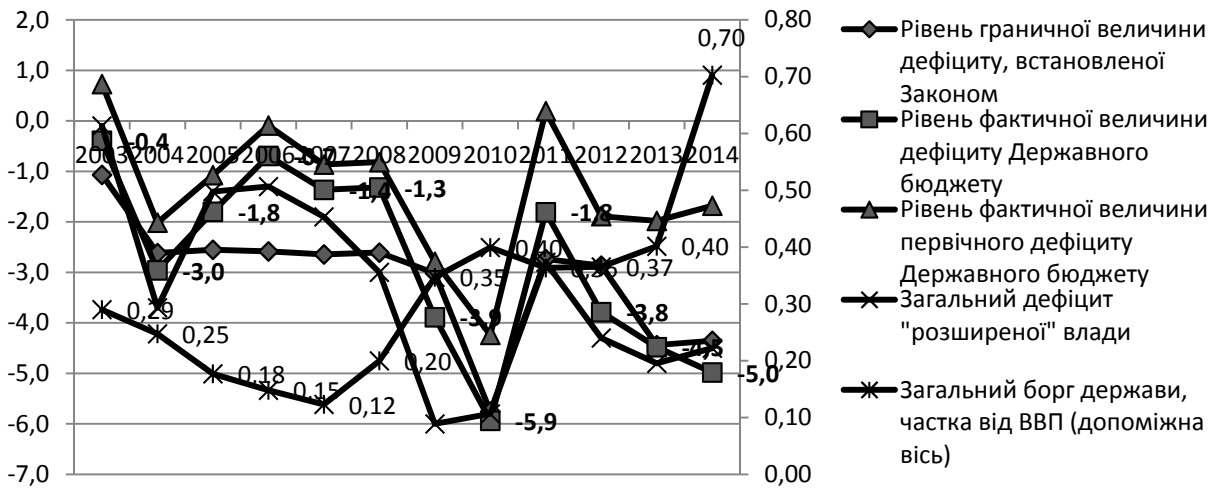
Основним ефектом від обмеження зростання витрат держави є зниження дефіциту бюджету і, відповідно, рівня державного боргу.

При цьому, якщо зміна первинних витрат визначає рівень первинного дефіциту, то зростання рівня державного боргу відповідним чином нарощує фінансові витрати, рівень дефіциту та, відповідно, рівень самого державного боргу. Діалектику цієї залежності в Україні протягом 2003–2013 рр. показано на рис. 5.10.



**Рис. 5.9 Частка витрат Державного бюджету і покриття ними захищених статей відповідно до різних сценаріїв застосування правила витрат**

Так, поступово розрив між первинним дефіцитом Державного бюджету і загальним мав тенденцію до зростання та склав на кінець 2014 р. 3,3 в.п., порівняно із цією величиною на кінець 2008 р. – 0,5 в.п. При цьому із 2009 р. не виконується і квазі-правило не перевищення граничної величини боргу, яку, хоч і встановлено у номінальному вимірі, але у відносному вимірі внаслідок фактичного падіння показника ВВП та неякісного прогнозування вона є суттєво меншою фактичного рівня. Збільшення дефіциту Пенсійного фонду України і НАК «Нафтогаз» збільшили дефіцит «розширеної» влади, який на кінець 2013 р. за даними Світового банку склав майже 5 %. Відповідно, рівень державного боргу на кінець 2014 р. склав 70 %.



**Рис. 5.10** Динаміка рівня первинного та загального дефіциту Державного бюджету України, «розширеного» дефіциту та відповідного рівня державного боргу, %

Визначення впливу впровадження фіскального правила обмеження зростання витрат на величину первинного дефіциту та, відповідно, рівень державного боргу здійснимо за наступною методологією:

$$\Delta DefP_t = DefP_t - (EP_{fact_t} - EP_{Est_t}) ,$$

$$Debt\_Est_t = Debt\_Est_{t-1} - \Delta DefP_t + (DefG_t - DefP_t),$$

де  $\Delta DefP_t$  – зміна рівня первинного дефіциту Державного бюджету відносно його фактичної величині внаслідок впровадження правила витрат, частка від ВВП;

$DefP_t$  – фактичний первинний дефіцит до ВВП;

$EP_{fact_t}$  – первинні фактичні витрати Державного бюджету до ВВП;

$EP_{Est_t}$  – первинні витрати Державного бюджету, розраховані за умови використання правила витрат до ВВП;

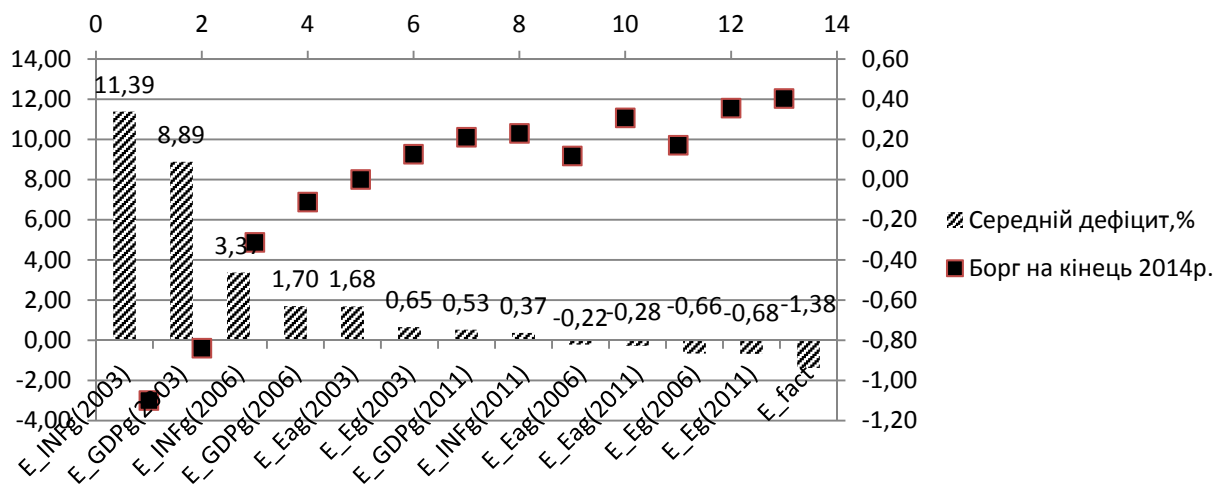
$Debt\_Est_t$  – розрахований рівень із урахуванням впливу застосування фіскального правила витрат до ВВП;

$DefG_t$  і  $DefP_t$  – рівень фактичного дефіциту «розширеної» влади і первинного дефіциту до ВВП.

Отже, розрахунок вказує на те, що в разі впровадження фіскального правила в найбільш ранній ретроспективі до фінансово-економічної кризи 2009 р., дефіцит (–) (профіцит (+)) за першим варіантом правила склав би від 5,8 до 15,9 %, в середньому за період 2003–2014 рр. – від 1,86 до 11,39 % (рис. 5.11). Навіть із



впровадженням правил після кризи було б отримано на кінець 2014 р. профіцит розміром 1,54 %. Фактичний же рівень первинного дефіциту склав -1,8%. За другим варіантом в разі впровадження обмежень на витрати до кризи, середній дефіцит за аналізований період склав би від -0,22 до 1,68, в разі впровадження після кризи – від -1,37 до 0,28. За умовою впровадження обмеження витрат відповідно до зростання доходів до кризи рівень дефіциту дорівнював би від -0,68 до 0,65 (майже у 2 рази менше фактичного), після кризи – його рівень збільшився би до -1,38. Обмеження витрат держави на рівні не вище номінального зростання ВВП дозволило б досягти за будь яким сценарієм впровадження до 2011 р. включно середнього позитивного балансу державного бюджету. В останньому випадку він би склав 0,53 %, а рівень боргу – 20 % (рис. 5.11).



**Рис. 5.11. Рівень дефіциту Державного бюджету і рівень боргу за умови впровадження фіскального правила витрат відповідно до різних моделей та в різні періоди**

Разом із тим, вплив та дефіцит та борг вказують на слабку ефективність певних моделей застосування правила витрат після кризи 2009 р. Більш за інші це відноситься до правила обмеження в залежності від динаміки доходів Державного бюджету, які в разі їх впровадження пізніше 2011 р. дадуть ефект у вигляді зниження боргу від 4 до 9 %.

Доречним є також визначення ступеня чутливості зниження боргу в залежності від відтермінування впровадження фіскального правила у досліджуваному періоді. Закономірно, що зазнавши більших коливань номінальний ВВП та його дефлятор в більший мірі і відзначиться на зміні ефекту впродовж періоду дослідження.

Так, за першим варіантом обмеження його відтермінування на 1 рік в середньому дає 15 в.п. нарощення боргів, за варіантом обмеження витрат відповідно до зростання номіналу ВВП відтермінування – 12 в.п. Натомість відтермінування впровадження правила витрат відповідно до темпів зростання доходів збільшує борг тільки на 4 в.п. щорічно. Найбільша чутливість зазнається у період до кризи 2008–2009 рр., менше – після кризи. Разом із тим, найбільш привабливим для реформи та впровадження фіскального правила після кризи був 2011 рік.

Як вже було зазначено вище, обраний підхід до такого аналізу є дещо спрощеним. Він не передбачає наявності оберненого ефекту з боку зниження державних витрат на динаміку ВВП. Між тим, такий вплив визначається мультиплікатором державних витрат, який залежить від величини імпортозалежності країни (граничної схильності до імпортування), граничної схильності до споживання, рівня оподаткування доходів [107]. Для України мультиплікатор державних витрат протягом досліджуваного періоду мав вкрай нестійку динаміку (табл. 5.3).

Таблиця 5.3

**Оцінка мультиплікатора витрат в Україні та його впливу на динаміку ВВП внаслідок обмеження витрат**

Показники	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Гранична схильність до споживання	0,65	0,70	0,79	0,87	0,82	0,84	0,28	0,62	1,16	0,86	0,88	-90,0
Гранична схильність до імпортування	0,82	0,51	0,40	0,40	0,53	0,71	2,39	0,86	0,96	0,35	-0,74	2,50
Гранична ставка оподаткування	0,14	0,13	0,17	0,18	0,17	0,18	0,16	0,16	0,19	0,18	0,18	0,16
Мультипліка-тор видатків держави	0,79	1,11	1,34	1,45	1,18	0,98	0,32	0,75	0,99	1,54	-1,62	0,01
Дефлятор ВВП план	0,07	0,02	0,16	0,08	0,03	0,25	0,10	0,04	0,14	0,11	0,08	0,12
Зростання фактич ВВП	1,09	1,31	1,28	1,23	1,32	1,32	0,96	1,19	1,20	1,08	1,03	1,08
Перерахований темп роста ВВП	1,08	1,22	1,12	1,05	1,15	1,16	0,91	1,11	1,05	0,82	1,29	1,08
Частка дефіциту у ВВП	0,01	0,03	0,06	0,06	0,06	0,06	0,01	0,01	0,01	-0,07	-0,03	-0,05
Перерахований державний борг		0,28	0,25	0,19	0,13	0,07	0,01	0,00	-0,01	-0,03	0,04	0,07

Динаміка мультиплікатора вказує на його суттєве погіршення в періоди економічної кризи, пов'язане, як із зменшенням споживання населенням, так і збільшенням імпорту, в першу чергу за рахунок збільшення курсу іноземної валюти. З 2014 р. ці два драйвери суттєво погіршили перспективи можливостей фіскального стимулювання на основі збільшення державних витрат. Поворотною точкою

напередодні фінансово-економічної кризи був 2007 р., коли відбулося суттєве зниження мультиплікатора. Цей період був найбільш прийнятним для впровадження фіскальних обмежень, коли економічне піднесення переросло у фінансово-економічний бум. Із точки зору впливу на ВВП цей момент був найменш витратним в разі зменшення державного фінансування. З іншого боку, для ефективного впровадження фіскальних обмежень необхідним є формування відповідного інституційного забезпечення бюджетного процесу.

Для визначення оберненого зв'язку між ВВП та дефіцитом, перерахуємо темп зростання ВВП із врахуванням обмежених витрат і мультиплікатора. Далі на основі припущення про величину мультиплікатора доходів на рівні одиниці та частки доходів до ВВП, відкоригуємо зростання ВВП (табл. 5.3). За першим варіантом використання фіскальних правил (де ліміт визначається на основі 1% зростання реального ВВП та дефлятора ВВП) за сценарієм впровадження правила у 2003 р. перерахуємо величину дефіциту і рівня боргу держави. Отримали значення, які суттєво погіршено із у порівнянні із розрахунком без оберненого зв'язку – в період економічного підйому різниця склала 2 рази, після кризи – майже у три рази рівень дефіциту і боргу вище за базовий варіант.

В якості висновків зазначимо наступне:

- із варіантів впровадження фіскального правила витрат найкращим є відносний у номінальному вимірі. Із позиції пригнічення проциклічності більш прийнятними альтернативами базою порівняння є середній темп зростання державних доходів або темп зростання номінального ВВП із правилом виключення в разі кризи;

- впровадження правила витрат дозволяє сформуванню фіскальний простір завдяки зниженню дефіциту державного бюджету і відповідного зменшення боргу. Бажаним є його застосування до всієї системи публічних фінансів;

- для ефективного застосування фіскальних обмежень необхідним є висока якість бюджетних інститутів із механізмами незалежного прогнозування і відповідальності за невиконання правил.

### **5.3 Макропруденційне регулювання як вектор забезпечення гнучкості фінансового ринку**

Проходження інститутів і фінансового ринку в цілому крізь стадії економічного і фінансового циклів потребує відповідного регулювання в частині формування резервів їх адаптації із

намаганням подолання їх «наделастичності» та «наджорсткості» з метою належного виконання ними функцій фінансового забезпечення економічних агентів, зниження фінансових ризиків.

Посткризова регуляторна фінансова політика, як на глобальному, так і національному рівнях, зазнала суттєвої модерації. Відповідно до резолюції країн Великої двадцятки, прийнятої у Пітсбургу у 2009 р., було затверджено Модель для сильного, стійкого та збалансованого зростання [278]. Зазначена модель передбачає реформування фіскальної, монетарної, структурної політики з метою їх більшої відповідності стійкої та збалансованої траєкторії розвитку, побудови більш надійної та гнучкої фінансової системи та зниження дисбалансів розвитку. Незважаючи на досягнутий суттєвий прогрес у покращенні управління ризиками, посиленні прозорості та міжнародної кооперації, ще багато зусиль є необхідними для збільшення захисту споживачів, вкладників та інвесторів від прямих наслідків та негативних екстерналій фінансових криз. В якості одного з основних завдань цим документом було передбачено визнання відповідальності за формування таких правил та мотиваційного механізму, що дозволили б забезпечити ефективність розподілу фінансових ресурсів задля стійкого економічного розвитку на основі посилення нагляду, прозорості та підзвітності фінансових інституцій. При цьому посилення фінансового нагляду повинно здійснюватися через запобігання виникненню у фінансовій системі надмірного зростання кредитування та левериджу на основі макропруденційної політики, яку спрямовано на попередження дестабілізуючого впливу кредитного циклу та циклу цін на активи. Отже, саме макропруденційну політику фактично визнано одним з основних інструментів контрциклічного впливу на процеси фінансового ринку.

Серед вчених, які на сучасному етапі досліджують можливості застосування макропруденційних інструментів в практиці антициклічного макроекономічного регулювання слід відзначити праці Боріо К., Каруна Дж., Ломбарді Д., Крішнамурті Д., Лі Ю., Мосчелло М., Ханнона Х. та ін. Серед вітчизняних вчених на цю проблему звертають увагу Лютий І. [58] Міщенко В., Швець О., Петрик О. [87], Коваленко В. [37], Унковська Т. [101] Юрчук М., та ін. Разом із тим, внаслідок суттєвої новизни цього питання, як у світовій, так і вітчизняній практиці пруденційної політиці, наукові розробки та пропозиції здійснюються дуже інкрементально із

застереженням на необхідність врахування національних особливостей та умов впровадження відповідних інструментів, що потребує дослідження потенціалу та ефективності застосування макропруденційної політики в Україні.

Таким чином, визначення елементів механізму макропруденційного регулювання, основних принципів його побудови та організаційного забезпечення підвищення гнучкості фінансового ринку задля збереження його фінансової стійкості та загальносистемних фінансових ризиків.

Підтвердженням положення про належність макропруденційної політики до основних інструментів збільшення гнучкості фінансового ринку свідчить аналіз визначених об'єктів її впливу. А саме, системних ризиків, що мають прояв у двох вимірах – часовому (ризик, що виникають внаслідок проциклічності фінансової системи – еволюції фінансових ризиків у часі); внутрісистемному (розповсюдження ризику у визначений період часу в фінансовій системі – вклад ризиків окремих інститутів у загальносистемний ризик). За визначенням головного менеджера Міжнародного банку розрахунків Ханнона Х. макропруденційна політика спрямована на підтримання фінансової стабільності з плином часу, а також стабільності у кожний момент часу [292]. Аналогічним чином визначає об'єкти впливу макропруденційної політики Каруна Дж. [202] – системні ризики, що виникають внаслідок взаємозв'язків та загальних загроз усіх фінансових інститутів, а також проциклічності фінансової системи. Відповідно до визначення Європейського центрального банку – це ризик розповсюдження дисбалансів, що накопичуються у часі, ризик ефекту доміно та ризик того, що макроекономічні шоки викликають одночасні проблеми у фінансовій системі [403]. При цьому перший тип ризику відноситься до спонтанних проциклічних тенденцій у фінансовому секторі, що призводять до підвищення левериджу та сприйняття надмірного ризику у період економічного буму і, навпаки, несприйняття ризику у період рецесії. В якості причин виникнення цих феноменів є інформаційна асиметрія, агентська проблема та неефективна внутрісистемна координація, що визначають ендогенність проблем (системні фінансові ризики розвиваються у часі через кумулятивний самопосилуючий механізм). З іншого боку, це масштаби фінансового сектору та окремих фінансових інститутів, складність

взаємозв'язків, високий рівень взаємозамінюваності фінансових послуг. Разом із тим, саме на проциклічність як основний феномен системного ризику звертає увагу Боріо К., який зазначає, що природа фінансової нестабільності не полягає у ефекті доміно, але у еволюції системних ризиків у часі, які безпосередньо взаємопов'язані із діловим циклом [183]. Взаємозв'язок фінансової системи і реального сектору економіки спричиняє надластичність у період економічного та фінансового буму, що є джерелом відповідного падіння в період фінансового стиснення.

У визначенні мети макропруденційної політики також використовується і безпосередньо зниження інформаційної асиметрії, що реалізується у ситуації «ілюзії ризику» на основі контрдії природному заниженню у вимірі ризиків під час економічного буму та відповідної переоцінки ризиків під час економічної рецесії [186].

Разом із визначенням об'єктів макропруденційної політики доцільно надати і інші характеристики останньої, що відокремлюють її від інших видів макроекономічної політики. Так, відповідно до тенденції виникнення суттєвих соціальних витрат внаслідок системних фінансових криз із значними витратами платників податків, скороченням кредитування замість збільшення власного капіталу фінансових інститутів, в якості мети макропруденційної політики вказується інтерналізація та контроль соціальних витрат, що асоціюються із скороченням активів фінансових інститутів внаслідок загальних шоків впливів [293]. Як показала остання фінансова криза такі витрати були значно більшими за аналогічні приватні збитки, що покривалися власниками. Отже, макропруденційна політика діє, як у інтересах застрахованих осіб (наприклад, застрахованих фондом гарантування вкладів), так і незастрахованих – стейкхолдерів.

На іншу ключову характеристику макропруденційної політики, пов'язану із попередньою, – отримання ефекту для всієї фінансової системи, звертає увагу Банк міжнародних розрахунків [344]. Дана характеристика є ключовою відмінністю між макро- і мікропруденційною політиками, які можуть застосовувати одні й ті ж інструменти, але із різним фокусом та відповідно, наслідками дії [372].

Оскільки в якості мети макропруденційної політики офіційно визнано зниження системних ризиків, доречно навести трактування

основної функції, яка за висловом Мішкіна Ф. є підтримання фінансової стабільності як ситуації, коли фінансова система спроможна тривало без суттєвих порушень здійснювати ефективний розподіл заощаджень у інвестиційні альтернативи [350]. Говорячи про наслідки фінансової кризи, віце-президент Європейського центрального банку узагальнив функцію макропруденційного нагляду як згладжування функціонування фінансових інститутів та ринків [341]. Відповідно до мети Європейської ради фінансової стабільності метою макропруденційного нагляду є «...попередження та зниження системних фінансових ризиків...», що дозволяє «...згладити функціонування міжнародного ринку та відповідно забезпечити стійкий вплив фінансового сектору на економічне зростання» [381]. Аналогічним чином бачить макропруденційну політику і Банк Англії, мета якої у загальному сенсі – це стабільне забезпечення захисту послуг фінансового посередництва – платіжних, кредитних та страхування від ризику для економіки, уникнення циклічності у пропозиції кредиту та ліквідності [163].

Треба також підкресли нетотожність макропруденційної та антикризової політики. Останню спрямовано на стабілізацію фінансового стану інститутів та ринків, що вже зазнали величезних втрат, маючи на увазі реалізацію накопичених фінансових дисбалансів та подолання структурних деформацій. Макропруденційна політика діє впродовж всього циклу. На це звертається увага у трактуванні фінансової стабільності центральним банком Естонії – «згладжене функціонування фінансового посередництва, як у нормальних умовах, так і в умовах непередбачених негативних обставин» [342]. На відмінність антикризового менеджменту та макропруденційної політики звертає увагу і Світовий банк, спеціалісти якого зазначають, що антикризовий менеджмент має справу із вже наявною фінансовою нестабільністю, макропруденційне регулювання – із буферізацією фінансової стабільності, знижуючи тим самим, як ймовірність нестабільності, так і негативний вплив від такої нестабільності [339].

Отже, мета макропруденційної політики значною мірою збігається із нарощенням гнучкості на рівні фінансового сектору, яке, як було зазначено вище, спрямовано на формування потенціалу системи для самовідновлення, здатності до поглинання шоківих

впливів. Такий потенціал в залежності від стадії економічного циклу відображає спроможність до врегулювання надмірного зростання (стримування надластичності) в період буму, спроможності до відновлення функціонального потенціалу в період кризи або шокового впливу, а також спроможності до його розширення на стадії економічної рецесії та пожвавлення. Зростання гнучкості при цьому повинно вплинути на зниження асиметрії тривалості і амплітуди відновлення до кризи, тривалості кризових явищ, скорочення періоду відновлення.

Інформативним є також визначення мети макропруденційної політики і через основні напрями впливу, в якості яких зазначаються: зниження можливостей (протидія) накопичення ризиків та підвищення пружності (гнучкості). При цьому, вважається, що саме останній напрям є найбільш досяжним та ефективним з токи зору зниження системних ризиків. Отже в якості основного завдання спеціалісти Міжнародного банку розрахунків та ФРС бачать посилення пружності системи через контрциклічний менеджмент протишовкових буферів [176, 351]. Відповідно до постанови Комітету фінансової політики Банка Англії буфер капіталу, в першу чергу, збільшить спроможність системи поглинання збитків та, в другу чергу, може зменшити самі фінансові ризики [254]. Аналогічну думку висловив Базельський комітет банківського нагляду: «Основна мета контрциклічного буферу капіталу – це досягнення більш широкої макропруденційної мети захисту банківського сектору від періодів надлишкового зростання кредитування, що часто асоціюється із накопиченням системного ризику... Пропозиція також може допомогти у період підйому циклу...Але цей модеруючий ефект може розглядатися тільки як додатковий...» [167]. На противагу цьому, саме монетарна політика спрямована на модерацію циклу (пригнічення розвитку циклічних процесів на стадії економічного підйому), вона не може забезпечити пружність фінансового сектору та відповідно здійснити буферізацію фінансової стабільності. В цьому аспекті впливу на економічні процеси макропруденційна і монетарна політики взаємодоповнюють одна іншу, що робить їх комолментарними та самостійними напрямками регуляторного впливу.

За видами макропруденційної політики в залежності від типу системних ризиків виокремлюють *структурну* – спрямовану на



ризика, що виникають внаслідок взаємозв'язків фінансових інститутів, або внаслідок їх системної важливості, та *циклічну* – спрямовану на ризики накопичення фінансових дисбалансів, що сприяють посиленню циклічних проявів.

Говорячи про об'єкти впливу комплексу інструментів підвищення гнучкості фінансового сектора зазначимо, що макропруденційне регулювання не може бути самостійним та вичерпаним видом регуляторного впливу для досягнення визначеної мети. В якості факторів, що формують адаптаційний потенціал нами було зазначено – ресурсні компоненти фінансового та нефінансового секторів, монетарну, вартісну та макроекономічну компоненти (рис. 5.12). При цьому, сферою безпосереднього впливу макропруденційної політики є тільки ресурси фінансового сектору та частково макроекономічна. Усі інші підпадають під опосередкований вплив, за виключенням можливостей застосування деяких нормативів кредитування відносно окремих позичальників, а також валютної політики відносно впливу на операції рахунку капіталу платіжного балансу. В свою чергу, монетарна компонента підпадає під безпосередній вплив монетарної політики. При цьому треба зауважити, що не дивлячись на встановлену її основну мету із забезпечення цінової стабільності, вона через свої трансмісійні канали, зокрема канал кредитування, очікувань та цін на активи, може впливати на фінансову стабільність. Разом із тим, в залежності від встановленої на рівні того чи іншого центрального банку ієрархії цілей або функцій, вплив на останню з боку монетарної політики може мати свої обмеження. Так, відповідно до ст. 6 Закону про Національний банк України, останній може у межах своїх повноважень сприяти фінансовій стабільності за умови, що це не перешкоджає досягненню та підтримці цінової стабільності в державі. В більшості випадків напрям впливу монетарної і макропруденційної політики будуть діяти односпрямовано, але можуть бути і виключення (рис. 5.13). Так, в період економічного буму показники інфляції можуть бути низькими на відміну від цін на нерухомість або фінансові активи, що розкручують кредитну спіраль. І, навпаки, на фоні високої інфляції спостерігаються процеси кредитного стиснення.

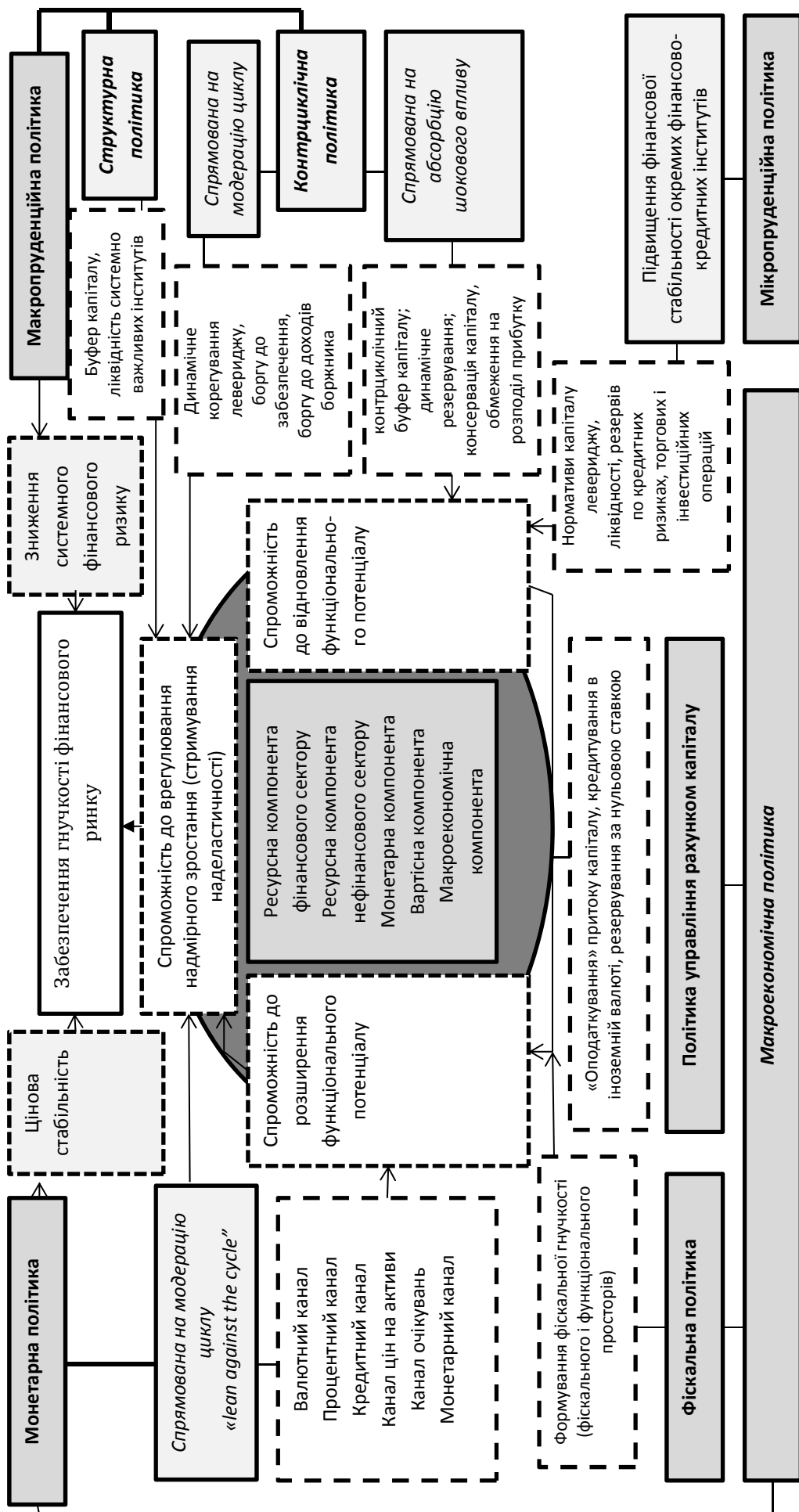
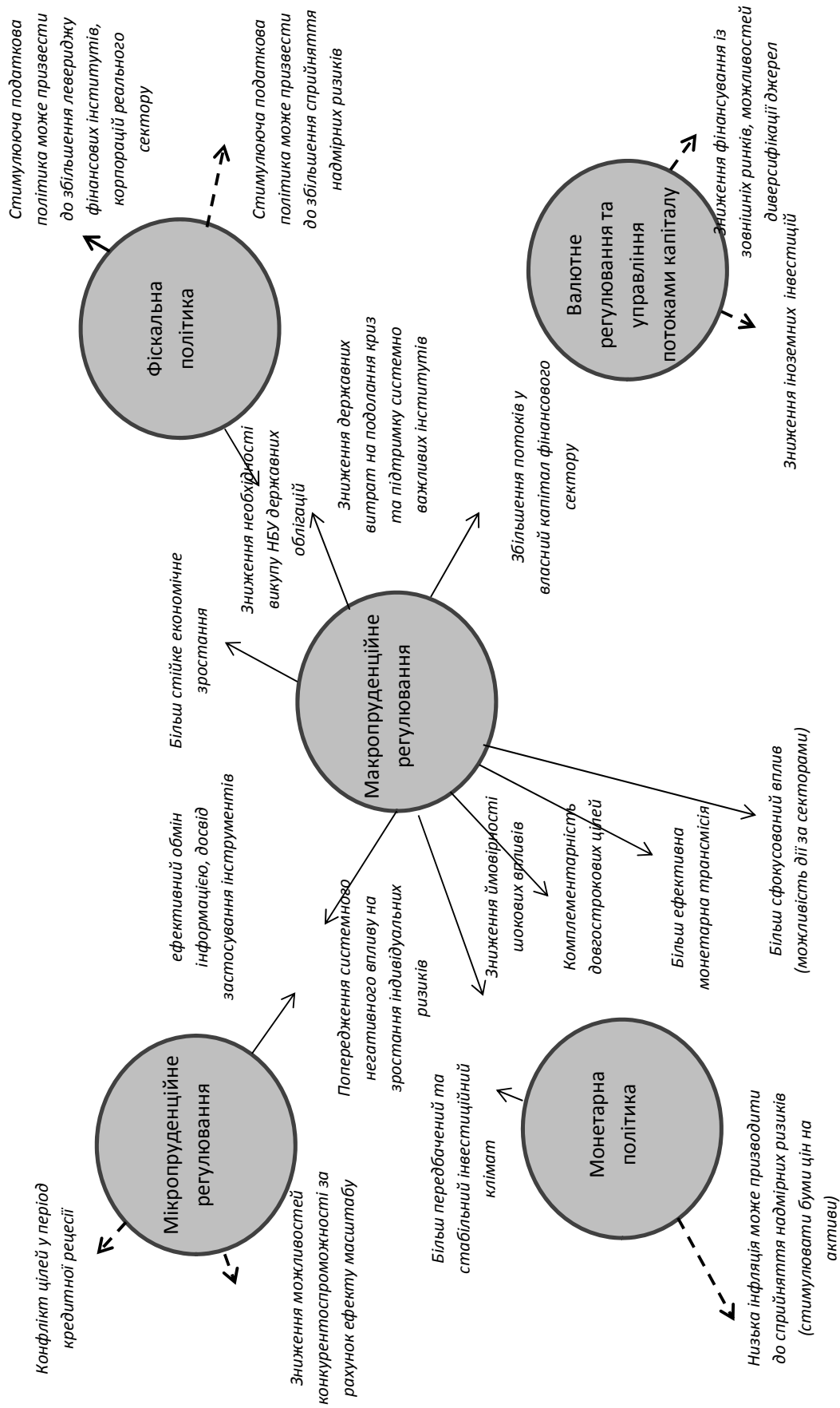


Рис. 5.12 Складові елементи комплексного забезпечення гнучкості фінансового ринку



**Рис. 5.13 Конфліктний та комплементарний взаємовплив між макропруденційним і іншими видами регулювання**

Найважливішими сферами макроекономічної політики, що можуть впливати на гнучкість фінансового ринку, є фіскальна і політика регулювання платіжного балансу, а саме, управління потоками капіталу. Так, відповідно до рекомендацій МВФ в разі суттєвого впливу потоків капіталу на системні ризики фінансового сектору необхідно застосовувати, як управління потоками капіталу платіжного балансу, так і макропруденційні інструменти[409]. Такий підхід спрямовано на регулювання із пріоритетом довгострокових потоків над короткостроковими, потоків вкладень у власний капітал над борговими ресурсами. Серед основних завдань, що можуть бути поставленими в рамках управління потоками капіталу відповідно до досвіду Індії, де механізм макропруденційного регулювання було ефективно впроваджено із 2004 р., є такі: розвиток потенціалу для застосування комплексу інструментів – кількісних лімітів, вартісних та адміністративних заходів безпосереднього впливу на боргову політику корпорацій в іноземній валюті; дозвіл на залучення короткострокових кредитів тільки для торгових операцій; пруденційне регулювання, спрямоване на зниження масштабів доларизації фінансового сектору, особливо банків; лібералізація та широкі можливості для зовнішніх інвестицій.

Отже забезпечення гнучкості на основі макропруденційного регулювання має такі характерні *ознаки*:

- спрямовано на подолання проциклічності фінансового сектору, що може генерувати фінансові цикли та флуктуації;

- діє в рамках всього фінансового сектору та має системний ефект, що посилює інтерналізацію соціальних витрат від нестабільності фінансовим сектором, підвищує вплив фінансового сектору на економічне зростання через забезпечення стійкого виконання своїх функцій;

- спрямовано, в першу чергу, на підвищення пружності через формування буферів стабілізації, в другу чергу, на модерацію циклу через зниження вірогідності накопичення системних ризиків;

- включає інструменти додаткової буферизації капіталу і ліквідності, динамічного резервування, кредитні нормативи, а також такі, що застосовуються для зниження ступеня концентрації, поширення ризиків крізь фінансовий сектор, прийняття надмірних ризиків системно важливими фінансовими інститутами;

- є одним із елементів макроекономічної політики та має комплементарну дію разом із монетарною, фіскальною, політикою управління потоками капіталу.

Виходячи з цих характеристик в якості *загальних принципів забезпечення гнучкості фінансового ринку* зазначимо такі:

– *контрциклічності* – регулювання повинно здійснюватися в напряму згладжування фінансових циклів на основі формування потенціалу контрдії із динамічним застосуванням інструментів для зниження асиметрії тривалості і амплітуди відновлення до кризи, тривалості кризових явищ, скорочення періоду відновлення;

– *проактивності* – формування буферів капіталу (консервації та контрциклічного) повинно здійснюватися в період найбільш привабливого періоду – економічного підйому та посилюватися під час економічного буму. При цьому, з метою зменшення негативних наслідків у вигляді скорочення кредитної діяльності фінансового сектору перехід до нових пруденціальних нормативів передбачає зазвичай деякий лаг (2–4 роки). Так, у зв'язку із подовженням подолання наслідків кризи в Україні впроваджені нормативи буферів капіталу (консервації і контрциклічного) почнуть діяти тільки із 01.01.2020 р. Причому, буфер запасу основного капіталу буде формуватися банками поступово до 2023 р. [33];

– *симетричності* – деякі інструменти повинні діяти впродовж циклу в протилежному напряму – посилюватися на етапі фінансового буму та послаблюватися в період кризи. Зазвичай, це відноситься до коефіцієнтів зважування активів за ступенем ризику, коефіцієнту співвідношення боргу до вартості забезпечення, резервних вимог,

– *реалістичності* – метою макропруденційного регулювання не може бути елімінація або нівелювання циклу, але зменшення його амплітуди та негативної асиметрії;

– *гнучкості* – з одного боку, це наявність комплексу інструментів для макропруденційного регулювання, з іншого, це застосування помірної дискретності, що передбачає знаходження певного балансу між використанням інструментів за правилами та дискреційно. Останнє дає певну можливість маневру у регулюванні, але має і свої вади у зв'язку із наявністю часового лагу у прийнятті рішень, а також розвитку конфлікту інтересів між різними учасниками регуляторного процесу;

– *координації* – у зв'язку із необхідністю застосування різних сфер макроекономічної політики, а також охоптом різноманітних учасників фінансового ринку, необхідним є досягнення ефективної координації між ними, що є насправді вкрай складним завданням,

та вирішується на основі ефективного розподілу повноважень та функцій;

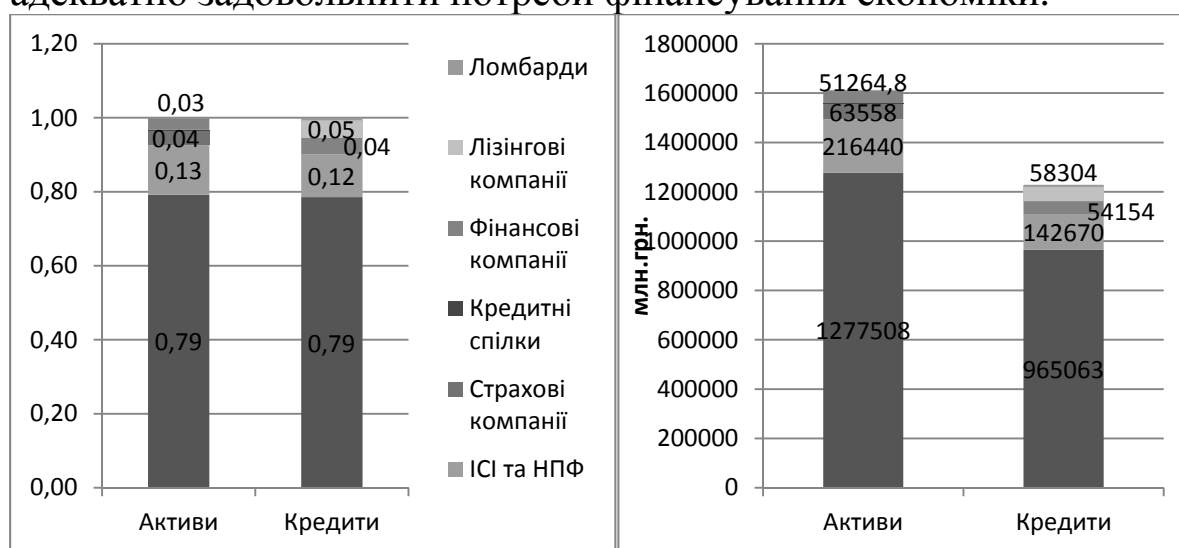
– *системного регулятора* – для реалізації функцій макропруденційної політики із пригнічення або попередження надмірної еластичності фінансового ринку у вигляді надзвичайного зростання кредитування або левериджу, зниження або попередження ризиків неліквідності ринку та ускладнення доступу до капіталу, обмеження високої концентрації та колективної поведінки фінансових інститутів, що зашкоджує стабільності фінансової системи, контролю системно важливих фінансових інститутів, прерогативою є визначення одного регулятора, на який покладається реалізація макропруденційної політики (операційний мандат);

Для формування *концептуальної моделі забезпечення гнучкості* необхідно: визначити мету, завдання; периметр регулювання; сформувати систему раннього попередження із відповідними індикаторами; визначити операційну стратегію, інституційне забезпечення і організацію регулювання; сформувати систему координації та обміну інформацією. Внаслідок того, що до кожної країни не може бути застосовано універсальну модель, необхідним є врахування національних особливостей розвитку фінансового ринку та функціонування фінансового сектора із одночасним вивченням найкращих практик. Приймаючи до уваги дуже короткий час, що пройшов із моменту впровадження макропруденційного регулювання в більшості країн, доречним є поетапне формування такої моделі політики в Україні із її інституційним закріпленням у найближчому часі, аналізом ефективності та поступовою адаптацією до найбільш ефективного варіанту.

Надзвичайно важливим є питання *периметру макропруденційної політики*, яке вирішується на основі вибору масштабів покриття ним тих і інших фінансових інститутів, а також фінансової інфраструктури. При цьому на користь розширення периметру за рахунок збільшення охопту фінансових інститутів свідчать такі безперечні аргументи – більший охопту дозволить наростити можливості моніторингу і протидії системним фінансовим ризикам, особливо якщо такі інститути суттєво пов'язані із іншими інститутами фінансового сектору, мають суттєві масштаби своєї діяльності та відіграють значну роль у фінансуванні економіки країни; це дозволить уникнути арбітражу, що може виникнути внаслідок посилення регулювання банків на

фоні інших інститутів, та відповідного перетікання послуг та процесів кредитування у інші ніші фінансового сектору. Але є і негативні моменти – таке регулювання потребує високого рівня, як самого фінансового розвитку, так і регулювання.

Треба відзначити, що на відміну від країн із розвиненим фінансовим ринком, у країнах із ринком, що формується, небанківські фінансові інститути («shadow banking») та інші інституційні інвестори грають менш суттєву роль поряд із банками. Отже, для таких країн питання розширення периметру макропруденційного регулювання має стояти менш гостро. В Україні поки що склалася саме така ситуація. Так, аналіз активів фінансового сектору (за виключенням НБУ) свідчить, що банкам належить майже 80 % (рис. 5.14), 13 % припадає на ІСІ та недержавні пенсійні фонди, на всі інші – біля 7 %. Отже, активи небанківських установ складають 23 % від ВВП на кінець 2015 р., що безумовно вкрай недостатньо для адекватної конкуренції банкам із позиції їх ролі в економіці. Теж саме можна казати і про безпосередньо кредитування економіки. Так, відповідно до даних про залишки коштів, об'єм кредитування фінансовими компаніями на кінець 2014 р. складає біля 7 млрд. грн., за операціями факторингу – 23,5 млрд. грн. При цьому, у порівнянні із 2013 р., коли умови банківського регулювання були більш послабленими, надання фінансових кредитів скоротилося на 20,7 %, за операціями факторингу – зростання склало 134%. Разом із тим, це майже у 15 разів менше, ніж банківське кредитування, що не може адекватно задовольнити потреби фінансування економіки.



**Рис. 5.14. Об'єми та структура активів і кредитів фінансових інститутів в Україні (на кінець 2015 р.) (розраховано автором на основі [79,80])**

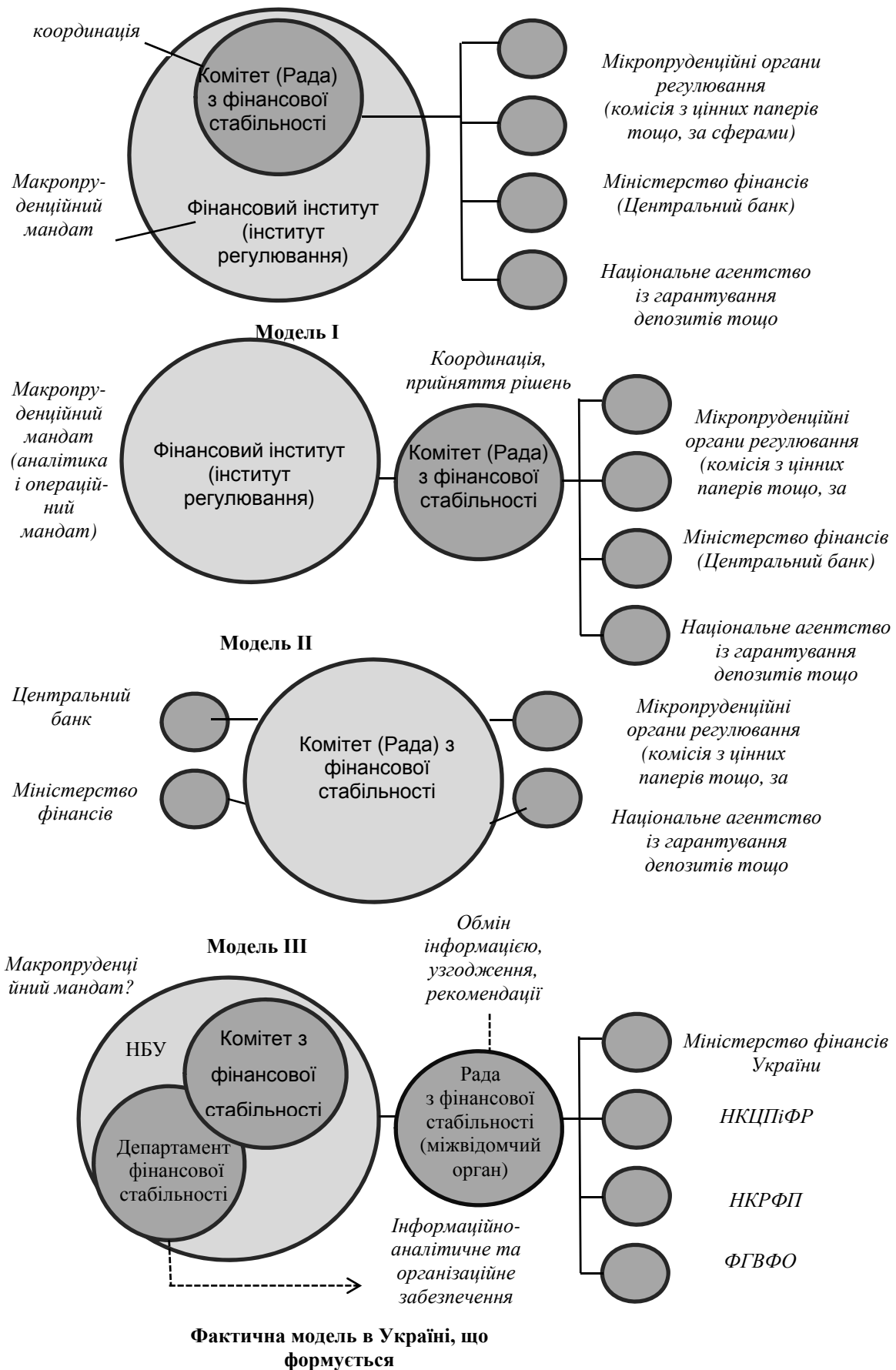
Потребує аналізу також безпосередній взаємозв'язок між небанківськими та банківськими установами. За даними НБУ залишки коштів недепозитних фінансових корпорацій на рахунках банків на кінець 2015 р. складають 29,02 млрд. грн., що відповідає приблизно 5 % від їх активів, що не є критично важливим каналом розповсюдження банківської кризи на інші інститути; розмір кредитування банками небанківських установ ще нижчий – 15,5 млрд. грн. Разом із тим, оскільки такі інститути переважно здійснюють свої операції через фондовий ринок, цей канал розповсюдження кризи є суттєвішим. Однак треба відзначити, що негативного впливу такі установи зазнають не безпосередньо від банківської системи, а опосередковано – через реальний сектор економіки та домашні господарства.

Таким чином, передбачаючи поетапне впровадження механізму макропруденційного регулювання із поширенням на весь фінансовий сектор у перспективі в Україні (переходу від «пруденційної» через «еклектичну» до «розширеної» макропруденційної моделі), протягом перехідного етапу в найближчій перспективі доцільно передбачити впровадження індикаторів фінансової стабільності на рівні небанківських установ, а також методичного підходу до визначення системно важливих фінансових інститутів.

Найважливішим питанням у впровадженні макропруденційної моделі регулювання є формування організаційної архітектури: визначення системного регулятора; циклу регуляторної діяльності та прийняття рішень; законодавчого закріплення функцій та відповідальності органів регулювання; визначення системи контролю, підзвітності і координації.

Зараз у світі поширюються декілька моделей організації макропруденційного регулювання (рис. 5.15). Кожна із вказаних моделей включає спеціальний інститут (існуючий або наново створений), що відповідає за ті чи інші функції в цій сфері. Такий інститут, як правило, є колегіальним органом – Європейська рада системного ризику у ЄС (створена у 2011 р.), Виконавчий комітет фінансової стабільності у Малайзії (з 2009 р.), Рада фінансової стабільності у Мексиці (з 2010 р.), Комітет фінансової політики у Великобританії (з 2010 р.), Наглядова рада за фінансовою стабільністю у США (з 2010 р.), Комітет фінансової стабільності у Німеччині (з 2013 р.) тощо. В залежності від моделі цей колегіальний орган виконує різні функції та організаційно знаходиться в рамках існуючого органу регулювання або існує окремо від них:





**Рис. 5.15** Моделі організації макропруденційного регулювання

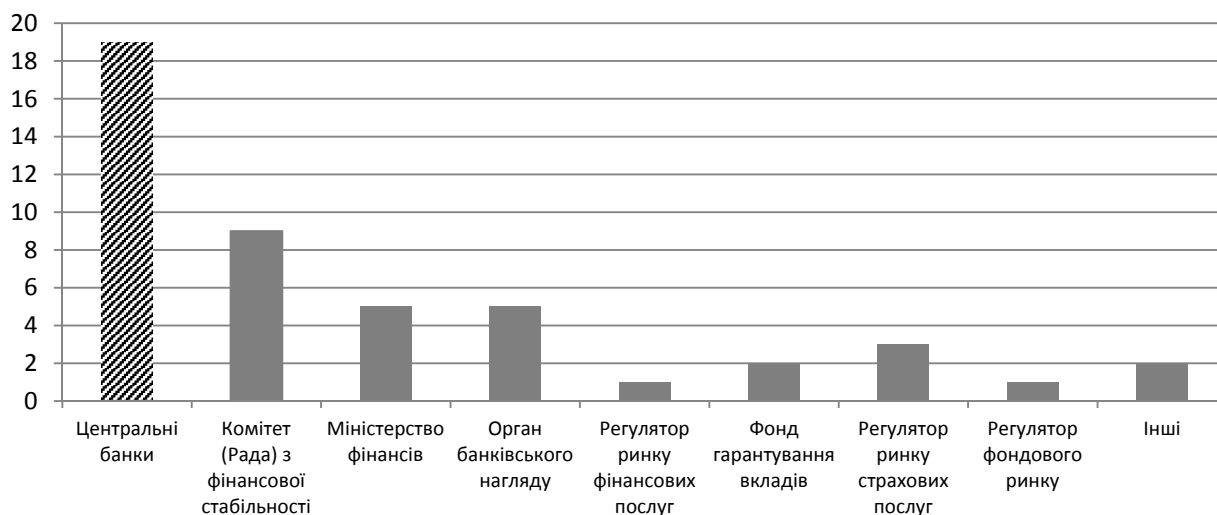
– відповідно до *першої моделі* – мандат на здійснення макропруденційного регулювання покладено на існуючий регулюючий інститут (Центральний банк, Міністерство фінансів, тощо), що має в своєму складі комітет (раду) із фінансової стабільності, яка виконує, як правило, координаційні та консультативні функції. В такий комітет можуть входити інші регулятори. Цей підхід застосовується у Малайзії, Великобританії. В Малайзії центральний банк має повний мандат та відповідні широкі повноваження на проведення макропруденційної політики – регулювання та нагляду за фінансовими інститутами і ринками з метою забезпечення фінансової стабільності. Він має можливість надавати рекомендації будь-якому із органів пруденційного контролю через схвалення Виконавчим комітетом фінансової стабільності, що входить в структуру Центрального банку;

– відповідно до *другої моделі* – відповідальність за здійснення макропруденційної моделі розподілена між мікропруденційними регуляторами, координаційні функції або функції прийняття рішень делеговано сформованому комітету, який знаходиться поза структурою інших регуляторів. При цьому, центральному банку, як правило, надається центральна роль – бути головуючим комітету (у Австралії), здійснювати аналітичне забезпечення та моніторинг системних ризиків (у ЄС), мати більшість голосів в комітеті (у Мексиці) або право вето (у Німеччині), мати виключну відповідальність за нагляд (у США) [320].

– *третья модель* передбачає створення окремого комітету (ради), що виконує роль макропруденційного регулятора, включаючи координаційну роль. Прикладом цієї моделі слугує Мексика, де Рада з фінансової стабільності була створена для здійснення координації та обміну інформацією між різними регуляторами, а також оперативної ідентифікації, оцінки ризиків фінансової системи. Комітет очолює міністр фінансів та містить у складі Центрального банку, Секретаріат з фінансів і державного кредиту, Інститут захисту вкладників банків та інші.

Отже, перша модель має найбільшу концентрацію функцій макропруденційного регулювання на базі одного із фінансових регуляторів, остання – найменше. І, навпаки, в першій моделі Комітет (Рада) з фінансової стабільності виконує тільки свої координуючу та дорадчу функції. При цьому перша та друга моделі є пріоритетними в разі, якщо фінансовий регулятор, на базі якого здійснюється макропруденційне регулювання (або виконуються більшість функцій) виконує і функцію мікропруденційного регулювання.

Як свідчить аналіз впровадження макропруденційної моделі регулювання у 51 країні, проведений у 2011р. МВФ, у 90 % країн, що мали формальний або законний мандат на здійснення такого регулювання, центральні банки грають ключову роль (із 22 таких країн – 19 із головною роллю центральних банків, з них 13 – це країни із ринками, які розвиваються – рис. 5.16). Міністерство фінансів має такий мандат тільки у 5 країнах [340].



**Рис. 5.16 Інститути, які мають мандат на макропруденційне регулювання в різних країнах, кількість країн**

Серед факторів, що визначають необхідність надання *провідної ролі центральним банкам*, слід відзначити такі:

– центральні банки мають незалежність, що безперечно грає позитивну роль, як для монетарної так і макропруденційної політики. Особливого значення це набуває у періоди економічного буму, коли, як із політичної, так і соціальної точки зору, у короткостроковій перспективі більш вигідним є досягнення компромісу за рахунок подовження кредитної експансії та високих державних витрат. На противагу цьому, виходячи із довгострокових цілей стійкого розвитку країни така політика є програшною. Отже, маючи незалежність від політичного тиску та керуючись чіткими цілями цінової і фінансової стабільності, центральні банки, як ніхто інший повинен мати мандат на проведення обох видів політик;

– на рівні центрального банку може бути досягнуто синергія між його функціями забезпечення ліквідністю, кредитора останньої інстанції та інструментами макропруденційного регулювання. Більшість із інструментів, при цьому, є модифікованими до циклу мікропруденційними інструментами. Керуючись позитивними ефектами між компліментарністю виконання центральним банком

таких функцій, можна стверджувати про достатню зацікавленість та вмотивованість останнього у своєчасності та ефективності проведення макропруденційного регулювання;

– макропруденційне регулювання, яке повинно фокусувати свій вплив на внутрішньо системних зв'язках та екстерналіях, є надскладною та відповідальною сферою економічної політики. В цьому аспекті центральний банк має найбільший експертний потенціал, інформаційні та аналітичні можливості.

Як свідчить аналіз досвіду делегування функції макропруденційного регулювання центральним банкам, проведений Ломбарді Д. та Мосчелло М. [427], концентрація функцій такого регулювання на рівні центральних банків доцільна в тому випадку, коли останній вже виконує більшість функцій із регулювання та нагляду у фінансовому секторі. Навпаки, розподіл функцій макропруденційного регулювання між різними агентами із делегування деяких з них незалежному комітету можливий в тому випадку, коли функції пруденційного нагляду та регулювання вже виконуються різними фінансовими регуляторами. Іншою підставою для вибору окремого комітету в якості системного регулятора є наявність однозначного визначення основної мети центрального банку. Якщо така мета однозначна – забезпечення цінової стабільності, то її можлива конфліктність із макропруденційним мандатом може знизити впевненість у досягненні найбільш пріоритетної мети.

Відповідно до практичних рекомендацій Світового банку для країн із ринками, що розвиваються, визначено, що у зв'язку із їх орієнтованою на банки фінансовою системою, макропруденційне регулювання варто концентрувати саме на рівні центрального банку [339]. Якщо у такій країні Комітет з фінансової стабільності створено поза центральним банком, доречно розглянути питання про доцільність такої організаційної моделі та визначити можливість вбудування такого Комітету в структуру останнього. При цьому доречно мати оптимальну чисельність представників різних органів регулювання у складі комітету задля спрощення підзвітності та прискорення прийняття рішень, обмеження тиску інтересів мікропруденційного регулювання на загальносистемні питання.

Треба відзначити, що в Україні вже розпочато процес із впровадження механізму макропруденційного регулювання. Так, Указом Президента від 24.03.2015 р. створено міжвідомчу Раду з фінансової стабільності, основними завданнями якої є: обмін інформацією та своєчасне виявлення поточних та потенційних зовнішніх і внутрішніх загроз, системних ризиків для забезпечення фінансової стабільності й мінімізації їх негативного впливу на

фінансову систему держави; узгодження упереджувальних заходів та заходів швидкого реагування (антикризовий менеджмент) за наявності ознак нестійкого фінансового стану банківської системи, а також обставин, які загрожують стабільності банківській та/або фінансовій системам держави [92]. Її формування узгоджено із процесом розбудови в Україні повноцінного, дієвого та ефективного фінансового ринку, збалансування всіх його сегментів та зміцнення стійкості до загроз, що було задекларовано у прийнятій Комплексній програмі розвитку фінансового сектору України до 2020 року Національною радою реформ 15.05.2015 р. Заходи Комплексної програми здійснюватимуться за трьома ключовими напрямками: забезпечення фінансової стабільності, розбудова інституційної спроможності регуляторів фінансового ринку, захист прав споживачів та інвесторів фінансового сектору. А саме, передбачається впровадження макропруденційного нагляду на основі оцінки наявних і потенційних ризиків (risk based supervision), передбачено необхідність досягнення стійкості фінансової системи до макроекономічних шоків і контрциклічність фінансового сектору[42]. Відповідно до внесених змін згідно Закону України № 541-VIII від 18.06.2015 НБУ у межах своїх повноважень сприяє фінансовій стабільності.

Отже, на сучасному етапі актуальним є співставлення тенденцій впровадження *механізму макропруденційного регулювання в Україні* із рекомендаціями світових фінансових інститутів:

1. Ефективна реалізація макропруденційного регулювання передбачає надання провідної ролі центральному банку. Відповідно до ст. 7 Закону України про НБУ, останній за наявності ознак нестійкого фінансового стану банківської системи, виникнення обставин, що загрожують стабільності банківської та/або фінансової системи країни, має право визначати тимчасові особливості регулювання та нагляду за банками або іншими особами, які можуть бути об'єктом перевірки НБУ. Серед основних можливостей впровадження особливого режиму вказано: підтримання ліквідності банків, застосування економічних нормативів, формування та використання резервів для відшкодування можливих втрат за активними операціями банків, можливості обмеження їх діяльності, у тому числі обмеження або заборона видачі коштів з поточних та вкладних (депозитних) рахунків фізичних та юридичних осіб, а також обмеження або тимчасова заборона проведення валютних операцій на території України, зокрема операцій з вивезення, переказу і пересилання за межі України валютних цінностей. Крім того, Голова НБУ є співголовою разом із Міністерством фінансів у міжвідомчій

Раді з фінансової стабільності, має можливість позачергово скликати засідання Ради. В структурі НБУ створено Департамент фінансової стабільності, у функції якого входить: аналіз фінансової стабільності; розроблення модельного інструментарію; проведення стрес-тестування фінансового сектору; розроблення інструментарію макропруденційної політики; аналітична та адміністративна підтримка діяльності міжвідомчої Ради з фінансової стабільності та координація робіт з цих питань (рис. 5.17). Отже, відповідно до діючого законодавства, незважаючи на відсутність формального мандату на впровадження макропруденційної політики, НБУ надано доволі широкі базові можливості для виконання цієї функції. Разом із тим, периметр охопту фінансового сектору НБУ обмежується поки тільки банками та «іншими особами, які можуть бути об'єктом перевірки НБУ». Крім того, наявність ознак нестійкого фінансового стану фінансової системи повинно бути підтверджено колегіально Радою з фінансової стабільності при наявності більшості голосів.

2. Макропруденційне регулювання не повинно бути фрагментарним та складним у адмініструванні. В Україні внаслідок незавершеності реформування системи нагляду за фінансовим сектором, включаючи реформування організаційної структури НБУ, наразі існують всі передумови для фрагментарності або частковості охопту ринку. Так, проектами Законів 2413а, 2414а, внесених Президентом України, у складі НБУ передбачається створення окремого блоку нагляду за небанківськими фінансовими установами як результату консолідації функцій із державного регулювання ринків фінансових послуг. Отже, макропруденційний периметр охоплення регуляторною політикою і наглядом буде розширено і, відповідно, збільшено можливості безпосереднього впливу. Разом із тим, залишиться актуальним питання інституціоналізації координації між НБУ і Національною комісією з цінних паперів і фондового ринку. Така реформа буде сприяти, як зниженню рівня фрагментарності макропруденційного регулювання, так і підвищенню її ефективності за рахунок більшої спрямованості за сферами ділової активності, аніж за видами фінансових інститутів. Зниженню фрагментарності також буде сприяти формування ефективної системи обміну інформацією між НБУ як системним регулятором та іншими органами і інститутами (Міністерством фінансів, НКЦПіФР тощо). НБУ має мати доступ та можливість отримання оперативної інформації із будь якого джерела відносно можливих факторів та обставин, що формують системні фінансові загрози, включаючи інформацію про стан системно важливих фінансових інститутів.

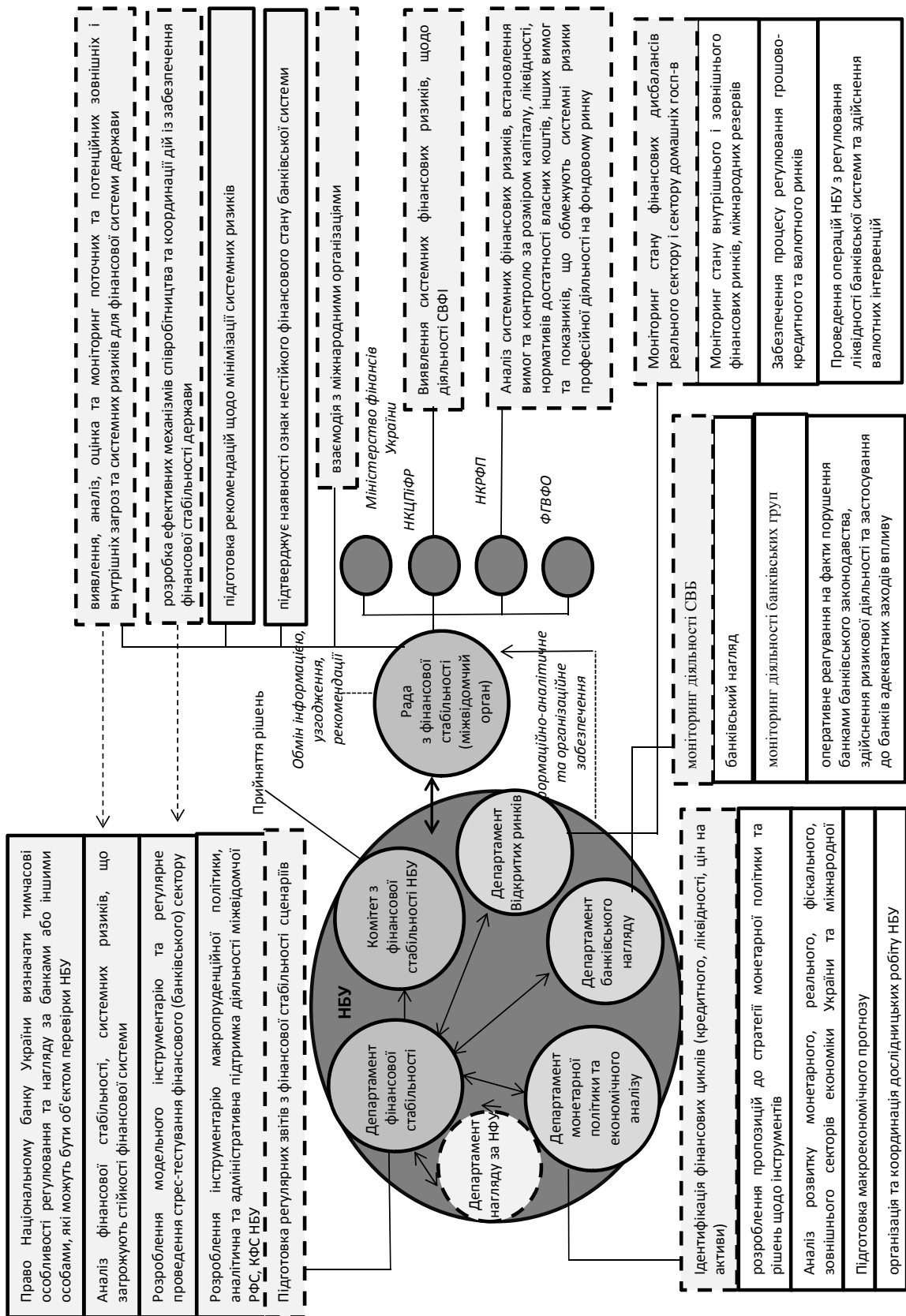


Рис. 5.17 Організаційна модель макропруденційного регулювання в Україні

3. Підвищення повноважень та ролі Міністерства фінансів у макропруденційному регулюванні має свої загрози. Відповідно до Положення Про Раду із фінансової стабільності Міністерство фінансів є співголовуючим із НБУ. Оскільки саме із боку Міністерства фінансів можливий політичний тиск у період економічного буму, позитивним процесом, який знизить цю інституційну деформацію, може бути впровадження фіскальних правил у бюджетний механізм. Відповідно, контрциклічне регулювання фінансового сектору буде за необхідності супроводжуватися контрциклічною фіскальною політикою. Виходячи із вкрай важливої функції антикризового менеджменту у фінансовій системі, яка в значній мірі залежить від Міністерства фінансів, доцільним також буде впровадження методичних підходів до оцінки фіскального простору, що створить аналітичні можливості для проведення своєчасних превентивних дій з боку фіскального регулятора.

4. В макропруденційному регулюванні необхідним є непорушність автономії окремих фінансових регуляторів. Дотримання цього принципу передбачається на основі Положення «Про Раду із фінансової стабільності», відповідно до якого її рішення носять рекомендаційний характер для окремих фінансових регуляторів. Разом із тим, вимагаючи відповідальності від учасників макропруденційного процесу, як правило, в разі відхилення від постанов Ради фінансовий регулятор повинен звітувати про причини прийняття таких рішень та обґрунтувати свою позицію [135].

5. Під час побудови механізму макропруденційного регулювання доцільно максимально враховувати особливості фінансового розвитку країни, структури фінансового сектору, факторів накопичення системних фінансових ризиків. Оскільки для України, як і для багатьох інших країн із ринками, що розвиваються, суттєвим фактором зростання системних фінансових ризиків є потоки іноземного капіталу, валютна політика разом із управлінням рахунком капіталу платіжного балансу є найважливішими сферами проактивної макропруденційної політики. Це є ще однією підставою пріоритетності концентрації функцій із макропруденційного регулювання на рівні НБУ, який відповідно до Декрету Кабінету Міністрів «Про систему валютного регулювання і валютного контролю» здійснює валютну політику виходячи з принципів загальної економічної політики України.



6. Оцінка системних фінансових ризиків або фінансової стабільності на рівні всієї системи повинна здійснюватися на базі одного фінансового регулятора, який в результаті має звітувати про стан фінансової стабільності в країні. В Україні таким інститутом має стати НБУ, низка департаментів якого має такі функціональні можливості: Департамент відкритих ринків – здійснює оперативний аналіз та прогнозування, забезпечення регулювання грошово-кредитного та валютного ринків, здійснює моніторинг стану внутрішнього і зовнішнього ринків; Департамент статистики та звітності – здійснює методологічне забезпечення системи статистики фінансового сектору, статистики зовнішнього сектору; Департамент фінансової стабільності – здійснює її аналіз, в тому числі фінансових ризиків та загроз фінансової системи, проводить стрес-тестування; Департамент монетарної політики та економічного аналізу – здійснює аналіз державної економічної політики, розвитку монетарного, реального, фіскального, зовнішнього секторів економіки України та міжнародної економіки, готує макроекономічні прогнози, організує координацію дослідницьких робіт НБУ та робить фундаментальні і прикладні дослідження. Наразі виходячи із задекларованих функцій Ради з фінансової стабільності існує певне подвоювання функціональних обов'язків між Радою та НБУ. Виходячи із того, що Рада є в більшій мірі консультативним органом, який не має свого аналітичного агентства, доцільно вилучити ці функції із її мандату.

7. Мандат на проведення макропруденційного регулювання має давати достатні можливості для ініціювання застосування відповідних інструментів макропруденційного регулювання. В разі потреби повинен існувати механізм для розширення таких повноважень. Як вже зазначалося, прийняття рішень відносно застосування інструментів макропруденційної контрциклічної дії повинно схвалюватися Радою фінансової стабільності, що має збиратися кожні три місяці, або позачергово. При цьому, факт загрози стану фінансової стабільності має також підтвердити Рада з фінансової стабільності. Отже, для підвищення обґрунтованості пропозицій та аналітичних звітів НБУ необхідно як найскоріше ввести регулярний аналітичний Звіт з фінансової стабільності, який би надавав широкі можливості ознайомлення громадськості із поточним станом та сценаріями реалізації загроз фінансової

стабільності країни. Прозорість та підзвітність є необхідними елементами ефективного макропруденційного регулювання.

8. В організації макропруденційного регулювання, яке є складним механізмом колективної дії декількох фінансових регуляторів, важливим є запобігання утворенню конфліктів інтересів окремих його учасників. Як було зазначено вище, найкращим варіантом організації у країнах із банкоцентричним фінансовим сектором є модель, де центральний банк виконує головну роль, а колегіальний орган із прийняття макропруденційних рішень та координації знаходиться в самому центральному банку та є одним із його Комітетів. Отже, виходячи із подальшої оптимізації системи регулювання фінансового сектору, доцільним є перехід України від другої до першої моделі, де зазначений Комітет, зберігаючи свою незалежність та колегіальність, входить в структуру НБУ.

Таким чином, впровадження системи макропруденційного регулювання в Україні є надважливим питанням. Разом із тим, для ефективної реалізації цього процесу необхідними є не тільки ретельна оцінка та співставлення можливих позитивних і негативних ефектів на реальний сектор економіки та можливості його фінансового забезпечення, але і бажано сприятливі зовнішні умови. Отже, найбільш вірогідним періодом встановлення контуру регулювання є 2018–2020 рр. за умови успішної реалізації основних етапів прийнятої стратегії розвитку фінансового ринку.

## ЛІТЕРАТУРА

1. Агошкова Е. Эволюция понятия системы [Текст] / Е. Агошкова, Б. Ахлибининский // Вопросы философии. – 1998. – №7. – С. 170–179.
2. Андреев Ю.П. Общественные отношения: сущность, содержание, структура: Автореф. дис. д-ра. филос. наук. – М., 1990.
3. Анфилатов В.С. Системный анализ в управлении: Учебное пособие [Текст] / В.С. Анфилатов, А.А. Емельянов, А.А. Кукушкин/ Под ред. А.А. Емельянова. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 368 с.
4. Белолипецкий В. Финансы в современном воспроизводственном процессе [Текст] / В. Белолипецкий // Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика. – 2008. – № 2. – С. 105–113.
5. Бланк И.А. Словарь-справочник финансового менеджера / И.А. Бланк. – К.: «Ника-Центр», 1998. – 480 с.
6. Брегеда О.А. Ринок небанківських фінансово-кредитних установ в Україні, сучасний стан та тенденції розвитку / О.А. Брегеда // Фінанси, облік і аудит. – 2011. – Вип. 17. – С. 24–31.
7. Буряк П.Ю. Фінанси: курс для фінансистів. Підручник [Текст] / Буряк П.Ю., Жихар О.Б. – К.: «Хай-Тек Прес», 2010 – 528 с.
8. Васильєва Т.А. Фінансовий інструментарій забезпечення ефективного функціонування інвестиційного ринку / Т.А. Васильєва, С.В. Леонов // Ринкова система України: стан та перспективи розвитку: Монографія / За заг. ред. О.В. Макарюка, В.М. Жмайлова, Ю.І. Данька. – Х.: «Міськдрук». – 2011. – С. 330–342
9. Вахович І.М. Фінансова спроможність регіону: діагностика, та механізми забезпечення: Монографія [Текст] / І.М. Вахович. – Луцьк: «Надстиря». – 2009. – 400 с.
10. Вдовиченко А.М. Дискреціонна складова фінансової політики в Україні [Електронний ресурс]/ А.М. Вдовиченко. – Режим доступу: <http://ndi-fp.asta.edu.ua/files/doc/publications/vdovichenko-cycle-budget.pdf>
11. Вдовиченко А.М. До проблем інтерпретації циклічно скоригованого бюджетного балансу країни [Електронний ресурс]/ А.М. Вдовиченко // Ефективна економіка. – 2012. – № 12. – Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/index.php?operation=1&iid=1618>
12. Вдовиченко А. Фінансовий потенціал населення: нові можливості інноваційного розвитку економіки України / А.М. Вдовиченко: Монографія. – Ірпінь: Національний університет ДПС України, 2012. – 225 с.
13. Власенко М.О. Методичні підходи до дослідження розвитку фінансового ринку / М.О. Власенко // Інвестиції: практика та досвід. – 2012. – № 12 (черв.). – С. 54–59.
14. Гаманкова О.О. Концепція «страхового фонду суспільства» в сучасній вітчизняній теорії страхування / О.О. Гаманкова, О.В. Мурашко, О.В. Димніч // Фінанси, облік і аудит / Зб. наук. праць. – Вип.17. / Відп. ред. А.М. Мороз. – К.: КНЕУ, 2011. – С. 51–59.
15. Гаманкова О.О. Реформування системи державного регулювання фінансових ринків / Інновації у фінансовій сфері: монографія [В.М. Опарін,

Т.В. Паєнтко, В.М. Федосов та ін.]; за заг. ред.. В.М. Опаріна. – К.: КНЕУ, 2013. – 444 с., с.416–432.

16.Гражевська Н.І. Економічні системи епохи трансформаційних змін / Н.І. Гражевська. – К.: Знання, 2008. – 431 с.

17. Діяльність банків у забезпечення сталого розвитку фінансового ринку України: монографія / За ред. В.В. Коваленко. – Одеса: Видавництво «Атлант», 2014. – 358 с.

18. Дмитренко Г. Роль фіскальної політики в антициклічному регулюванні економіки / Г. Дмитренко // Вісник Нац. акад. держ. упр. – 2009. – № 3. – С. 79–86 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [irbis-nbuv.gov.ua](http://irbis-nbuv.gov.ua).

19. Доцільність запровадження моделі мегарегулятора фінансового ринку в Україні / Л.В. Кривенко, О.В. Ісаєва / Economic Annals-XXI. – 2015. – № 3–4(2). – С. 33–36.

20. Економіка України: шоківі впливи та шлях до стабільного розвитку / О.Г. Білоцерковець, Т.В. Бурлай, Н.Ю. Гончар та ін./ за ред. д-ра екон. наук І.В. Крюкової. – НАН України, Ін-т екон. та прогнозув. – К., 2010. – 480 с.

21. Економічна енциклопедія: У трьох томах. Т. 1 / Редкол.: С.В. Мочерний (відп. ред.) та ін. – К.: Видавничий центр «Академія», 2000. – 864 с.

22. Економічна теорія: Політекономія: Підручник / За ред. В.Д. Базилевича. – К.: Знання-Прес, 2001. – 581 с.

23. Ерохина Е.А. Теория экономического развития: (системно-синергетический подход) / Елена Анатольевна Ерохина. – Томск: Изд-во Том. ун-та, 1999. – 159 с.

24. Єфименко Т.І. Формування фіскального простору економічних реформ / Т.І. Єфименко // Фінанси України. – № 4. – 2011. – С. 3–23.

25. Забезпечення фінансової стабільності в Україні в умовах посткризової економіки : аналітична доповідь / Я.В. Белінська [та ін.]; за ред. Я.В. Белінської ; Нац. ін-т стратегічних досліджень. – К.: НІСД, 2011. – 86, [1] с.

26. Зимовець В.В. Державна фінансова політика економічного розвитку [Текст]: [монографія] / Владислав Вікторович Зимовець. – К.: Ін-т економ. і прогнозування НАНУ, 2010. – 356 с.

27. Зиновьева Е.Г. Бытие предприятия: диалектика устойчивости и изменчивости. Диссертация на соиск к.э.н. по специальности 09.00.01 «Онтология и теория познания», Магнитогорск 2006.

28. Зінченко В.О. Сутність і поняття стійкості банківської системи/ В.О. Зінченко// Вісн. УАБС. – 2007. – № 2(23). – С. 83–86.

29. Иванов В.М. Финансовый рынок: Конспект лекций [Текст] / В.М. Иванов. – К.: МАУП, 1999. – 112 с.

30. Институциональная архитектура и динамика экономических преобразований / Под ред. д-ра экон. наук А.А. Грищенко. – Х.: Форт, 2008. – 928 с.

31. Иоффе Л.Ш. Системный анализ и структурное моделирование целенаправленных систем [Текст] / Л.Ш. Иоффе, Г.Б. Клейнер. – М.: Информэлектро, 1978. – 56 с.

32. Іваницька О.М. Фінансові ринки: Навч. посібник [Текст] / Іваницька О.М. – К.: Вид-во УАДУ, 1999. – 96 с.

33. Інструкція про порядок регулювання діяльності банків в Україні, затверджена Постановою Правління Національного банку України від 28.08.2001 № 368.
34. Інтеграційні процеси на фінансовому ринку України : монографія / за заг. редакцією д-ра екон. наук А.О. Єпіфанова, д-ра екон. наук І.О. Школьник, д-ра екон. наук Ф. Павелки; [А.О. Єпіфанов, І.О. Школьник, Ф. Павелка та ін.]. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2012. – 258 с.
35. Канцір І. Державне регулювання фінансової системи України / І. Канцір // Технологічний аудит і виробничі резерви. – 2014. – № 2/2 (16). – С. 58–64.
36. Карлін М.І. Проблеми функціонування фінансового ринку та інвестиційна безпека України. /М.І. Карлін, О.А. Івашко/ Банківська справа. – № 3 (105). – 2012. – С. 54–65.
37. Коваленко В.В. Стратегічні напрями реалізації макропруденційного банківського нагляду та регулювання [Електронний ресурс]/ В.В. Коваленко. – Режим доступу: <http://dspace.oneu.edu.ua/jspui/bitstream/123456789/1151/1/>
38. Коваленко Ю.М. Структуризація сучасного фінансового ринку/ Ю.М. Коваленко // Фінанси України. – 2010. – № 10. – С. 91–99.
39. Державні фінанси: теоретико-організаційні аспекти [Текст] : навч. посіб. / Ю.В. Ковбасюк ; Національна академія держ. управління при Президентові України. – К.: КИИ, 2007 – 260 с.
40. Колесова І.В. Теоретическая концептуализация понятия «финансовый механизм [Электронный ресурс] / И. В. Колесова. – Режим доступу: [nbuv.gov.ua/Portal/natural/VNULP/Management/2007\\_606/29.pdf](http://nbuv.gov.ua/Portal/natural/VNULP/Management/2007_606/29.pdf). – Название с экрана.
41. Комаринець С.О. Фінансова гнучкість підприємства в умовах невизначеності середовища / С.О. Комаринець // Вісник Національного університету «Львівська політехніка». Серія «Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку». – Львів, 2007. – С. 186–191.
42. Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020, затверджена 18 червня 2015 року Правлінням Національного банку України №391.
43. Кравець В.І. Кількісні параметри розвитку інституційної структури фінансового ринку України / В.І. Кравець // Економічний аналіз : зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет. – Тернопіль : Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету «Економічна думка», 2013. – Вип. 12. – Частина 2. – С. 246–251.
44. Кравець В.І. Особливості функціонування мотиваційного механізму фінансового ринку // Науковий вісник Чернівецького національного університету: збірник наукових праць. Випуск 254: Економіка. – Чернівці: ЧНУ, 2005. – С. 102–105.
45. Крисоватий А.І. Фіскальна політика держави у фінансовому забезпеченні формування суспільства сталого розвитку [Текст] / А.І. Крисоватий, Т.Я. Маршалок // Сучасна парадигма фіскальної політики України в умовах формування суспільства сталого розвитку : монографія / А. І. Крисоватий, Л.П. Амбрик, М.П. Бадида, Є. П. Бондаренко ; за наук. ред. А.І. Крисоватого. – Тернопіль : ТНЕУ, 2015. – С. 50–58.

46. Крисоватий А. Інституційна трансформація теорії податкової політики соціально-ринкової держави / Андрій Крисоватий // Світ фінансів. – 2010. – № 1. – С. 62–73.
47. Лактионова А.А. Анализ факторов формирования финансовой гибкости субъектов хозяйствования в Украине / А.А. Лактионова, И.С. Чишко // Финансы, учёт, банки: Сборник научных трудов. Выпуск 14 / Под общ. ред. П. В. Егорова. – Донецк: ДонНУ, Каштан, 2010. – С. 10–24.
48. Лактионова А.А. Механизмы оценки и формирования финансовой гибкости субъектов хозяйствования [Текст]: монография / А.А. Лактионова, И.С. Чишко. – Донецк : Донбасс, 2013. – 218 с.
49. Лактіонова О. Аналіз дисфункцій фінансового сектору України / О. Лактіонова. – Вісник Тернопільського національного економічного університету, 2011. – С. 429–440.
50. Лактіонова О.А. Методологічний підхід до оцінки гнучкості фінансового ринку в умовах циклічного розвитку економіки/ Олександра Анатоліївна Лактіонова // Проблеми економіки. – 2014. – № 4. – С. 439–454.
51. Лактіонова О.А. Передумови формування національної моделі фінансових обмежень суб'єктів господарювання [монографія] // Теоретико-методологічні основи дослідження процесів формування стратегії сталого розвитку соціально-економічної система в умовах інтеграції та глобалізації: монографія / за загальною редакцією д.е.н., професора І.Ю. Швеця / – Сімферополь: ДІАЙПІ, 2013. – С. 96–105.
52. Леоненко П.М. Сучасні економічні системи: навч. посіб / П.М. Леоненко, О.І. Черепніна. – К.: Знання, 2006.
53. Лист про наміри та Меморандум про економічну та фінансову політику. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=20163929](http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=20163929)
54. Луцишин З. Асиметрія та парадокс фінансової глобалізації / З. Луцишин // Міжнародна економічна політика. – 2008. – № 8–9. – С. 78–103.
55. Львовчкін С.В. Суперечності фінансової теорії і практики в контексті циклічності економічного розвитку [Текст] / С.В. Львовчкін, В.М. Опарін, В.М. Федосов // Фінанси України. – 2011. – № 5. – С. 3–13.
56. Львовчкін С.В. Макрофінансова стабілізація в Україні у контексті економічного зростання [Текст] / Львовчкін С.В. – К.: Наша культура і наука, 2003. – 432 с.
57. Любіч О.О. Теоретичні основи прийняття фінансових рішень на макрорівні/ О.О. Любіч. – К.: НДФІ, 2004. – 348 с.
58. Лютий І.О. Банківські інститути в умовах глобалізації ринку фінансових послуг: [монографія] / І. О. Лютий, О. М. Юрчук. – К. : Знання, 2011. – 357, [3] с. : граф., табл. – Дод.: с. 317–339. – Л-ра: с. 340–357. – Бібліогр. в підрядковій прим. – ISBN 978-966-346-920-1 : 62.00 грн
59. Малиновський В.Я. Словник термінів і понять з державного управління [Текст] / Малиновський В.Я. – К.: Атака, 2005. – 240 с.
60. Масенко В. Фінансовий механізм: суть і його парадигма [Текст] / В. Масенко // Вісник Східноукраїнського університету економіки і менеджменту. Випуск 2 (4), 2008. – С. 71–78.

61. Методика розрахунку рівня економічної безпеки України, затверджена Міністерства економіки України № 60 від 02.03.2007 року.
62. Методологические проблемы кибернетики: в 2 т. М.: МГУ, 1970.
63. Моисеев Н.Н. Современный антропогенез цивилизационные разломы. Эколого-политологический анализ / Н.Н. Моисеев // Вопросы философии. – 1995, № 1. – С. 3–30.
64. Науменкова С.В. Розвиток фінансового сектору України в умовах формування нової фінансової архітектури [Текст]: [монографія] / Науменкова С.В. – К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2011. – 324с.
65. Новый курс: реформы в Украине 2010–2015. Национальная доповідь / за заг. ред. В. М. Гейця [та ін.]. – К. : НВЦ НБУВ, 2010. – 232 с.
66. Новый світовий економічний порядок та глобальні виклики для України [Текст] : монографія / О.В. Булатова, Ю.Г. Козак, В.В. Козюк [та ін.] ; за наук. ред. А. Крисоватого, Є. Савельєва. – Тернопіль : ТНЕУ, 2014. – 504 с.
67. Норт Д. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики / Д. Норт. – М.: Начала, 1997.
68. Онишко С.В. Розвиток фінансових відносин на сучасному етапі відновлювального поступу / С.В. Онишко, І.І. Чуницька / Науковий вісник НУДПСУ. – 2011 – № 1 (52). – С. 92–97.
69. Онишко С. Деякі проблеми кредитного забезпечення потреб економіки інноваційного типу: досвід України/ С.В. Онишко // Вісник НБУ. – 2004. – № 4. – С. 50–53.
70. Онишко С.В. Фінансове забезпечення інноваційного розвитку: Монографія/ Онишко С.В. – Ірпінь: Національна академія ДПС України, 2004. – С. 145.
71. Онишко С.В. Державне регулювання кластеризації економіки як напрямок розбудови національної інноваційної моделі / Св. В. Онишко, С.В. Онишко // Актуальні проблеми економіки. – 2010. – № 11. – С. 55–61
72. Онишко С.В. Динамика совокупного спроса в Украине: структурные деформации и перспективы их преодоления / С.В. Онишко, С.П. Карпенко// Бізнес Інформ. – 2015. – №2. – С. 8–14.
73. Опарін В. Фінансова система України (теоретико-методологічні аспекти) [Текст]: [монографія] / Опарін В. – К.: КНЕУ, 2005. – 240 с.
74. Офіційний сайт Банку міжнародних розрахунків [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.bis.org/>
75. Офіційний сайт Державної казначейської служби України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.treasury.gov.ua/](http://www.treasury.gov.ua/)
76. Офіційний сайт Державної служби статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>
77. Офіційний сайт Міністерства фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.minfin.gov.ua/](http://www.minfin.gov.ua/)
78. Офіційний сайт НАК Нафтогаз [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.naftogaz.com/www/3/nakweb.nsf?Open>.
79. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/>

80. Офіційний сайт Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. – Режим доступу: <http://nfp.gov.ua/>
81. Офіційний сайт Організації економічного співробітництва і розвитку (OECD) [Electronic resource]. – Access mode: <https://data.oecd.org/>
82. Офіційний сайт Пенсійного фонду [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.pfu.gov.ua/pfu/control/uk/index>.
83. Офіційний сайт Світового банку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://data.worldbank.org/topic/financial-sector>
84. Офіційний сайт Української асоціації інвестиційного бізнесу [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ\\_ici\\_quart/151968.html](http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ_ici_quart/151968.html)
85. Офіційний статистичний портал ЄС [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/national\\_accounts/data/databas](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/national_accounts/data/databas)
86. Перекрестова Л.В. Увеличение бюджетной ёмкости территории на основе эффективного бюджетного регулирования / Л.В. Перекрестова, Е.Б. Дьякова // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. – 2011. – № 30 (123). – С. 21–28.
87. Петрик О.І. Основні аспекти макропруденційної політики в сучасних умовах / О.І. Петрик // Вісник Національного банку України. – 2013. – № 9(211). – С. 3–5.
88. Петровська І.О. Фінанси (з елементами статистики фінансів) [Текст] / І.О. Петровська, Д.В. Клиновий. – К.: ЦУЛ, 2002. – 300 с.
89. Підхомний О. М. Вплив міжнародних потоків капіталу на фінансову політику країн з неусталеною економікою / О. М. Підхомний, В. А. Вишневський, В. С. Хар // Вісник Хмельницького національного університету. – 2011. – № 2. – Т. 1 : Економічні науки. – С. 153–157.
90. Підхомний О. М. Інституційні основи стратегії фінансової безпеки України / О. М. Підхомний, Л. С. Яструбецька // Актуальні проблеми розвитку економіки регіону : науковий збірник. – 2010. – Вип. 6. – Т. 2. – С. 175–182.
91. Підхомний О.М. Фінансова безпека України в умовах глобалізації : монографія / О.М. Підхомний; Львівський національний університет імені Івана Франка. – Львів: СПОЛОМ, 2012. – 360 с.
92. Положення про Раду з фінансової стабільності, затверджене Указом Президента України від 24 березня 2015 року № 170/2015.
93. Полтерович В.М. Институциональная динамика и теория реформ / В.М. Полтерович / Сборник докладов «Эволюционная экономика и «мэйнстрим» /. М.: Наука. – 2000. – С. 31 – 54.
94. Пономаренко Е.В. Экономика и финансы общественного сектора (основы теории эффективного государства) [Текст] / Е.В. Пономаренко, Е.А. Исаев. – М.: Инфра-М, 2007. – 427 с.
95. Поправка О. Регулювання й нагляд за фінансовим сектором в країнах ЄС, перспективи для України / О. Поправка // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. – 2010. – № 10. – С. 263–271.
96. Пурій Г.М. Інститут ійне забезпечення розвитку фінансового ринку України / Г.М. Пурій // Економіка АПК. – 2010. – № 2. – С. 95–101.



97. Рекуненко І.І. Інфраструктура фінансового ринку: сучасний стан та перспективи розвитку : монографія / І. І. Рекуненко – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2013. – 411 с.
98. Рекуненко І. І. Функції інфраструктури фінансового ринку/ І.І. Рекуненко // Актуальні проблеми економіки. – 2011. – № 9. – С. 244–249.
99. Рузавин Г. Самоорганизация и организация экономики и поиск новой парадигмы экономической науки / Г. Рузавин // Вопр.экономики. – 1993. – № 11. – С. 24–32.
100. Система ключових індикаторів результативності діяльності органів Міністерства доходів і зборів України: монографія / [Бридун Є. В., Вдовиченко А. М., Зубрицький А. І., Кирилюк І. В., Маланушенко Є. Л., Серебрянський Д. М.]; за заг. ред. А. М. Вдовиченка. – К.: Алерта, 2013. – 336 с.
101. Системні ризики і макропруденційна політика [Текст] / Т. Унковська // Економічна теорія. – 2014. – № 1. – С. 51–60. – Те саме [Електронний ресурс]. – Режим доступу: електрон. чит. зал ПУЕТ. – На укр. яз.
102. Скворцов Н.Н. Бизнес-план предприятия / Н.Н. Скворцов . – К.: Вищ. шк., 1995. – 189 с.
103. Смагін В.Л. Фінансовий ринок в трансформаційній економіці: закономірності формування і розвитку: Автореф. Дис...д-ра екон. Наук / В.Л. Смагін/ КНЕУ. – К., 2010. 35с.
104. Соколов В.Г. Исследование гибкости и надежности экономических систем / В.Г. Соколов, В.А. Смирнов. – Новосибирск: Наука. Сиб.отд-е, 1990. – 253 с.
105. Соколова Л.В. Організаційно-економічне забезпечення адаптації підприємств до невизначеності бізнес-середовища. Дис. ... доктора екон. наук: 08.06.01 – Економіка, організація і управління підприємствами. – Харків. – 2005.
106. Статистический портал [Electronic resource]. – Режим доступу: <http://www.statista.com/statistics/276617/sovereign-wealth-funds-worldwide-based-on-assets-under-management/>
107. Стігліц Дж. Е. Економіка державного сектора/ Дж.Е. Стігліц: Пер. з англ. А. Олійник, Р. Скільський. / Дж.Е. Стігліц – К.: Основи, 1998. – 854 с.
108. Структурні суперечності монетарної сфери та напрями посилення стабілізаційно-стимулюючого впливу грошово-кредитних механізмів: – Режим доступу: Аналитическая записка. <http://www.niss.gov.ua/articles/1441/>
109. Сунцова О.О. Вплив фінансового розвитку на економічне зростання: теоретичне визначення [текст] / О.О. Сунцова //Актуальні проблеми економіки. – 2011. – №12. – С. 152–159.
110. Суторміна В.М. Фінанси зарубіжних корпорацій [Текст] : навч. посіб. / В.М. Суторміна; В.М. Федосов, Н.С. Рязанова. – К. : Либідь, 1993. – 247 с.
111. Теория систем и системный анализ в управлении организациями: Справ очник: Учеб. Пособие/ Под ред. В.Н. Волковой и А.А. Емельянова. – М.: Финансы и статистика, 2006. – 848 с.
112. Теорія фінансів: Навчальний посібник / [Леоненко П.М., Юхименко П.І., Ільєнко А.А. та ін.] – К.: Центр навчальної літератури, 2005. – 480 с.
113. Теорія фінансів: Підручник / [Юхименко П.І., Федоров В.М., Лазерник Л.Л. та ін.] / за ред. проф. В.М. Федосова, С.І. Юрія ; Центр учбової

літератури. – К.: 2010. – 576 с.

114. Ткаченко В.А. Перехідна економіка: закономірності, соціально-економічні чинники та концептуальні підходи / В.А. Ткаченко // Вісн. Акад. екон. наук України: Наук. щорічник. – 2003. – №1(3). – С. 72–78.

115. Финансы: учеб пособие для студентов вузов и слушателей системы дистанционного обучения / [Вавилов В.Я., Егорычева И.Н., Седова М.Л. и др.] – М.: Издательский Дом «Социальные отношения», 2003. – С. 13.

116. Фінанси. Грошовий обіг. Кредит / [Дробозіна Л.О., Окунева Л.П., Андропова Л.Л. та ін.]/ За ред. проф. Л.О. Дробозіної. Видавнича агенція «Вертекс», 2001. – С. 352.

117. Фінанси: вишкіл студії [Текст] / навч. посіб. / За ред. С.І. Юрія. – Тернопіль : Карт-бланш, 2002. – 357 с.

118. Фінанси: Підручник / [Буряк П.Ю., Смоленська С.Д., Татарін Н.Б. та ін.] – К.: «Хай – Тек Прес», 2010. – 392 с.

119. Фінанси: Підручник [Текст] / За ред. С.І. Юрія, В.М. Федосова. – К.: Знання, 2008. – 611 с.

120. Фінансовий ринок України в умовах мінливого середовища : колект. моногр. / [Прядко В.В. та ін.] ; за заг. ред. В. В. Прядка ; Буков. держ. фін.-екон. ун-т. – Чернівці : Технодрук, 2014. – 215 с.

121. Фінансовий словник. – 3-тє вид. [Текст] / [Загородній А.Г., Вознюк Г.Л., Смовженко Т.С.]; за ред. А.Г. Загородного; К.: Т-во «Знання», КОО, 2000. – 587 с.

122. Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку: В 3 т. (Т. 2.: Механізми грошового та фондового ринків і їх вплив на розвиток економіки України)/ За ред.чл.-кор. АН України А.І. Даниленка. – К.: Фенікс, 2008. – 442 с.

123. Фоменко Є. О. Пріоритетні напрями реформування державного регулювання міжнародної економічної діяльності комерційних банків України / Є.О. Фоменко // Інвестиції: практика та досвід. – 2012. – № 5 (бер.). – С. 78–82.

124. Хома І.Б. Моделювання системи управління фінансовими потоками реального сектору економіки в умовах встановлення контролю над величиною «хаосності» ринку: [Математичні моделі регулювання фінансових потоків: монографія] / [П.П. Костробій, І.В. Алексєєв, І.Б. Хома, Б.В. Гнатів, І.І. Кавалець, В.І. Алексєєв]. – Львів: Видавництво «Растр – 7», 2012. – 134 с. / І.В. Алексєєв, І.Б. Хома. – Розділ 1. – С. 9–33.

125. Хома І.Б. Реструктуризація фінансової системи нестійких виробничо-господарських структур на засадах трансформації механізму формування фінансових ресурсів: [Управління у сферах фінансів, оподаткування, страхування і кредиту: монографія]. – Харків: ФОП Александрова К.М.; ВД «ІНЖЕК», 2009. – 168 с. / І.Б. Хома. – С. 26–37.

126. Хубиев К.А. Большой трансформационный цикл и императивы посткризисного развития / К.А. Хубиев // Проблемы современной экономики, #4 (36). – 2010. – С. 12–23

127. Черковец В.О. диалектике и векторе движения переходной российской экономики / В.О. Черковец // Рос. экон. журн. – 2004. – №5–6. – С. 83–103.

128. Черняк Ю.И. Системный анализ в управлении экономикой / Ю.И. Черняк. – М.: Экономика, 1975.

129. Чешков М. Развитие: философская идея и конкретные исследования / М. Чешков // МЭиМО. – 2004. – № 8. – С. 70–81.
130. Шелудько В.М. Фінансовий ринок [Текст]: [монографія] / Шелудько В.М. – К.:Знання 2011. – 234 – С. 12. Науменкова С.В. Розвиток фінансового сектору України в умовах формування нової фінансової архітектури [Текст]: [монографія] / Науменкова С.В. – К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2011. – 324с.
131. Шелудько В.М. Фінансовий ринок: Навчальний посібник [Текст] / Шелудько В.М. – К.: Знання, 2006. – 535 с.
132. Школьник І.О. Фінансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку [Текст]: [монографія] / Школьник І.О. – Суми: ВВП «Мрія» ТОВ, УАСБ НБУ, 2008. – 348 с.
133. Щава Р. П. Проблеми фіскальної політики в глобальних парадигмах економічного світового розвитку / Р. П. Щава // Бізнес Інформ. – 2015. – № 2. – С. 68–72
134. Ящук В.В. Ринки фінансових послуг як складова системи економічного розвитку / Ящук В.В. // Фінанси України. – 2010. – № 1. – С. 115–121.
135. A new approach to financial regulation: building a stronger system. Presented to Parliament by the Financial Secretary to the Treasury by Command of Her Majesty. – 2011 [Електронний ресурс]. – Режим доступу <http://www.official-documents.gov.uk/>
136. A New Database of Financial Reforms [Electronic resource]/Abdul Abiad, Enrica Detragiache, and Thierry Tressel. – Access mode : <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08266.pdf>
137. A review of global fiscal stimulus [Electronic resource]. – Access mode: <http://www.ilo.org/>
138. Accounting Information on Flexibility: Doctoral Thesis[Electronic resource] / Carolina Koornhof. – 1998. – University of Pretoria. – Access mode: <http://upetd.up.ac.za/thesis/available/etd-10232001-152437/>
139. Acemoglu D. Thoughts on Inequality and the Financial Crisis. Presentation at the American Economic Association Annual Meeting, January 7 / [Electronic resource]. – 2011. – Access mode: <http://economics.mit.edu/files/6348>
140. Acharya V. Is cash negative debt? Hedging perspective on corporate financial policies/ Acharya V., Heitor A., Murillo C.// Journal of Financial Intermediation. – 2007. – 16. – P. 515-554.
141. Aghion P. Appropriate growth policy: a unifying framework: The 2005 Joseph Schumpeter Lecture at the 20th Annual Congress of the European Economic Association/ P. Aghion, P. Howitt. – Amsterdam. – 2005.
142. Aguirre B.E. Dialectics of Vulnerability and Resilience / B.E. Aguirre// Georgetown Journal on Poverty Law and Policy. – 2007. – Vol. 14 (39). – P. 39–60.
143. Aikman D. Curbing the credit cycle / D. Aikman, A. Haldane // Columbia University Center on Capitalism and Society Annual Conference «Microfoundations for Modern Macroeconomics», New York, 2010.
144. Albacete N. Household vulnerability in Austria – a microeconomic analysis based on the household finance and consumption survey /Albacete N., Lindner P., 2013 <https://ideas.repec.org/a/onb/oenbfs/y2013i25b2.html>

145. Alesina A. Distributive Politics and Economic Growth / Alesina, A., D. Rodrik // *Quarterly Journal of Economics*. – 1994. – Vol. 109, No. 2. – Pp. 465–90.
146. Alesina A. Why is fiscal policy often procyclical? / A. Alesina, G. Tabellini, F. Campante // *Journal of the European Economic Association*. – 2008. – №6. – P. 1006–1036.
147. Almeida H. The cash flow sensitivity of cash. / Almeida H., Campello M., Weibach M. // *Journal of finance*. – 2004. – 59. – P.1777-1804.
148. Almeida H. Should business groups be dismantled? The equilibrium costs of efficient internal capital markets. / H. Almeida, D. Wolfenzon // *Journal of Financial Economics*. – 2006. – 79. – P. 99–144.
149. Altinkiliç O. Are there economies of scale in underwriting fees? Evidence of rising external costs/ Altinkiliç, O., R.S. Hansen// *Review of Financial Studies*. – 2000. – №13. – P. 191–218
150. Ampudia M. Financial fragility of Euro area households / Ampudia Miguel, Has van Vlokhoven, and Dawid Żochowski <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1737.en.pdf>
151. An Anatomy Of Credit Booms: Evidence From Macro Aggregates And Micro Data [Electronic resource]/ Enrique G. Mendoza Marco E. Terrones. – Access mode : <http://www.nber.org/papers/w14049>
152. Analysis of EU-27 household final consumption expenditure — Baltic countries and Greece still suffering most from the economic and financial crisis. – Access mode : <http://ec.europa.eu/eurostat/>
153. Ang J. Financial flexibility : do firms prepare for recession?/ Ang James, Smedema, Adam // *Journal of Corporate Finance*. – 2011. – Volume 17 (3). Jun 1.
154. Annual Report on exchange arrangements and exchange restrictions [Electronic resource]/ (Washington: International Monetary Fund). 2012. – Access mode : <http://www.imf.org/external/pubs/nft/2012/eaer/ar2012.pdf>
155. Arner D. Adaptation and Resilience in Global Financial Regulation [Electronic resource]/ Douglas W. Arner. 2011. – Access mode : <http://www.nclawreview.org/documents/89/5/arner.pdf>
156. Arslana Ö. Financial Flexibility, Corporate Investment and Performance: Evidence from East Asian Firms / Özgür Arslana, Chris Florackisb, Aydin Ozkan. / [Electronic resource]. – Access mode : [http://www.uic.edu/cba/cba-depts/finance/documents/arslan\\_florackis\\_ozkan.pdf](http://www.uic.edu/cba/cba-depts/finance/documents/arslan_florackis_ozkan.pdf)
157. Assessing Fiscal Stress [Electronic resource] / Emanuele Baldacci, Iva Petrova, Nazim Belhocine, Gabriela Dobrescu, Samah Mazraani. – 2011. – Access mode: [imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11100.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11100.pdf)
158. Assessing global liquidity from a financial stability perspective. [Electronic resource]. – Access mode :<http://www.bis.org/speeches/sp121122.pdf>
159. Asymmetric Partial Adjustment towards Target Leverage: International Evidence/ Viet Dang, Ian Garrett, and Cuong Nguyen, Manchester Business School / [Electronic resource]. – Access mode : <http://www.efmaefm.org/>
160. Back to Basics. Fiscal Space: What It Is and How to Get It [Electronic resource]. – Access mode: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2005/06/basics.htm>
161. Balassone F. Cyclicalitly of fiscal policy" in «Promoting fiscal discipline» / Balassone, F., M. S. Kumar, IMF 2007.

162. Bank competition and leverage adjustments/ Fuxiu Jiang School of Business [Electronic resource]. – Access mode <https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download>.
163. Bank of England. The role of macroprudential policy, Bank of England Discussion Paper, November. – 2009. – Режим доступа [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1003h.htm](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1003h.htm)
164. Barbone L. The Great Crisis and Fiscal Institutions in Eastern and Central Europe and Central Asia/ Barbone L., I. Roumeen, L.A. Sanchez/ World Bank Policy Research Working Paper 5453 (Washington: World Bank), 2010.
165. Bario C. Global imbalances and the financial crisis: link or no link / C. Bario, P. Disayat / BIS Working paper, 2011.
166. Bartholomew P. Fundamentals of Systemic Risk in Banking, Financial Markets, and Systemic Risk/ Bartholomew Philip, and Gary Whalen// Research in Financial Services: Private and Public Policy, 1995, Volume 7 of JAI Press, pp. 3–17.
167. Basel III Countercyclical Capital Proposals [Электронный ресурс]. – Режим доступа <http://media.mofo.com/files/Uploads/Images/Basel.III.Countercyclical.pdf>
168. Baum K. The Impact of Financial Structure on Firms' Financial Constraints: A Cross-Country Analysis [Electronic resource]/ Baum Christopher F., Schaefer, Dorothea, Talavera, Oleksandr. – 2009. – Access mode: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1431344> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1431344>
169. Becker B, Sivadasan Jagadeesh. The effect of financial development on the investment-cash flow relationship: cross-country evidence from Europe / Becker B., Sivadasan Jagadeesh. – Access mode: [http://webuser.bus.umich.edu/jagadees/papers/cfeu\\_jan25\\_rev\\_final.pdf](http://webuser.bus.umich.edu/jagadees/papers/cfeu_jan25_rev_final.pdf)
170. Berganza J. C. Fiscal Rules in Latin America: A Survey/ J. C. Berganza/ Bank of Spain Occasional Paper 1028 (Madrid: Bank of Spain). – 2012.
171. Bernanke B. Agency costs, net worth, and business fluctuations / B. Bernanke, M. Gertler // American Economic Review. – 1989. -#79. – P. 14–31
172. Bernanke B. Financial fragility and economic performance / B. Bernanke, M. Gertler // Quarterly Journal of Economics 105:87-114, 1990. What does a financial shock do? First international evidence: [Электронный ресурс]/ F. Fornari, L. Strassa// European Central Bank, 2011. – Режим доступа к статье: [http://www.bis.org/events/bokbisimf2012/session2\\_what\\_does\\_a\\_financial\\_shock\\_do.pdf](http://www.bis.org/events/bokbisimf2012/session2_what_does_a_financial_shock_do.pdf). – – Название с экрана
173. Bernstein L.A. Financial Statement Analysis: Theory, Application, and Interpretation, 5th ed. – Boston, Mass., Irwin. – 1993.
174. Bicchieri C., Rovelli C. Evolution and Revolution. The Dynamics of Corruption // Rationality and Society. 1996. Vol. 7. N 2.
175. Billet M. Financial flexibility and the cost of external finance for U.S. bank holding companies/ M. Billet, J. Garfinkel // Journal of money, Credit and banking – 2004. – № 36. – P. 827–852.
176. BIS, Addressing financial system procyclicality: a possible framework, Note for the Financial Stability Forum Working Group on Market and Institutional Resilience, September 2008. – Режим доступа к статье: [http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r\\_0904e.pdf?page\\_moved=1](http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_0904e.pdf?page_moved=1)

177. Blanchard O. The Long and Large Decline in U.S. Output Volatility / O. Blanchard, J. Simon // Brookings Papers on Economic Activity, 2001.
178. Blanchard O. The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question/ Blanchard O., J. C. Chouraqui, R. P. Hagemann, N. Sartor// OECD Economic Studies. – 1990. – 15.
179. Blanchard O. Disorganization/ Blanchard O., Kremer M. Preprint. Cambridge: MIT and NBER, 1996.
180. Bordo M. Aggregate Price Shocks and Financial Instability: an Historical Analysis/ M. Bordo, M. Dueker, D. Wheelock / NBER Working Paper 7652. – Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
181. Borio C. Global imbalances and the financial crisis: link or no link / C. Borio, P. Disayat / BIS Working Papers, Monetary and Economic Department, 2011.
182. Borio C. The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? [Electronic resource] / Claudio Borio. – 2012. – Access mode: <http://www.bis.org/publ/work395.pdf>
183. Borio C. A tale of two perspectives: old or new challenges for monetary policy?/ Borio C, A. Filardo/ BIS Working Paper No 127, February. – 2003.
184. Bova, E. Fiscal Rules and the Procyclicality of Fiscal Policy in the Developing World[Electronic resource]/Elva Bova, Nathalie Carcenac, Martine Guerguil. – 2014. – Access at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14122.pdf>
185. Budget Institutions and Fiscal Performance in Low-Income Countries [Electronic resource]/ Dabla-Norris, E., R. Allen, L. Zanna, T. Prakash, E. Kvintradze, V. Lledo, I. Yackovlev, S. Gollwitzer/ IMF Working Paper 10/80 (Washington: International Monetary Fund). – Access at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1080.pdf>
186. Buenaventura Rafael Carlos B. Money & Banking in the Philippines- Perspectives from Bangko Sentral ng Pilipinas, Manila: Bangko Sentral ng Pilipinas. 2003. – Режим доступа: [http://www.goodreads.com/author/show/4871422.Rafael\\_Carlos\\_B\\_Buenaventura](http://www.goodreads.com/author/show/4871422.Rafael_Carlos_B_Buenaventura)
187. Building Countercyclical Fiscal Policies in Latin America: The International Experience[Electronic resource]/ Mario Gutiérrez, Julio E. Revilla/ Policy Research Working Paper 5211. – 2010. – Access at: [www.wds.worldbank.org/servlet/.../WPS5211.pdf](http://www.wds.worldbank.org/servlet/.../WPS5211.pdf)
188. Business strategies and performance during difficult economic conditions. – 2009. <http://eprints.kingston.ac.uk/5852/1/Kitching-J-5852.pdf>
189. Byoun S. Financial Flexibility, Leverage, and Firm Size [Electronic resource] / Soku Byoun. – 2007. – Access mode: [http://finance.baylor.edu/seminars/papers/flexibility\\_fma200702.pdf](http://finance.baylor.edu/seminars/papers/flexibility_fma200702.pdf)
190. Byoun S. How and when do firms adjust their capital structures toward targets? / S. Byoun // Journal of finance. – 2008.
191. Byoun S. Financial Flexibility and Capital Structure Decision (March 19, 2011)/ Byoun Soku. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1108850> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1108850>
192. Calvo G. Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries /Guillermo A. Calvo, Carlos A. Vegh// NBER Working Papers 6925, National Bureau of Economic Research Inc., 1999.

193. Calvo G. Sudden Stops and Phoenix Miracles in Emerging Markets/ Calvo G., A. Izquierdo, E. Talvi // American Economic Review Papers and Proceedings. – 2006. – Vol. 96, No.2. – P. 405–10.
194. Campello M. Internal Capital Markets in Financial Conglomerates: Evidence from Small Bank Responses to Monetary Policy/ Murillo Campello// The Journal of Finance. – 2002. – Vol. 57.). – P. 2773–2805.
195. Campello M. Liquidity Management and Corporate Investment During a Financial Crisis / Murillo Campello, Erasmo Giambona, John R. Graham, Campbell R. Harvey [http://www.nber.org/papers/w16309.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w16309.pdf?new_window=1)
196. Campello M., John Graham, Campbell R. Harvey. The Real Effects of Financial Constraints: Evidence from a Financial Crisis Murillo Campello, John Graham, Campbell R. Harvey . NBER Working Paper No. 15552 <http://www.nber.org/papers/w15552>
197. Capital Structure Policy in Central Europe and BRIC: Interaction of Internal Determinants and Macroeconomic Factors/ Irina Ivashkovskaya, Alexey Kadurov, Maria Kokoreva [Electronic resource]. – Access mode: [http://www.hse.ru/data/2012/07/09/1254901374/CS%20in%20CEE%20countries\\_paper.pdf](http://www.hse.ru/data/2012/07/09/1254901374/CS%20in%20CEE%20countries_paper.pdf)
198. Capital Structure, Payout Policy, and Financial Flexibility [Electronic resource] / DeAngelo H. and L. DeAngelo. – 2006. – Access mode: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=916093](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=916093).
199. Carlstrom C. Agency costs, net worth, and business fluctuations: A computable general equilibrium analysis/ Charles T. Carlstrom, Timothy S. Fuerst// The American Economic Review. – 87(5). – 1997.- pp. 893-910.
200. Carneiro F. New Evidence on the Cyclicity of Fiscal Policy [Electronic resource]/ Francisco G. Carneiro, Leonardo Garrido/ Policy Research Working Paper 7293. – 2015. – Access at: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2616064](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2616064)
201. Carroll C. How Important Is Precautionary Saving? /Carroll, Christopher D., Andrew A. Samwick. 1998. Review of Economics and Statistics 80, no. 3: 410–19.
202. Caruana J. Macroprudential policy: working towards a new consensus”. Remarks at the high-level meeting on “The Emerging Framework for Financial Regulation and Monetary Policy” jointly organised by the BIS’s Financial Stability Institute and the IMF Institute, Washington DC, 23 April. – 2010
203. Cash Holdings Speed of Adjustment [Electronic resource] / Svetlana Orlova. – 2013. – Access mode: [https://mediacast.blob.core.windows.net/production/Faculty/StoweConf/submissions/swfa2014\\_submission\\_245.pdf](https://mediacast.blob.core.windows.net/production/Faculty/StoweConf/submissions/swfa2014_submission_245.pdf)
204. Cash Holdings Speed of Adjustment [Electronic resource]. – Access mode: [https://mediacast.blob.core.windows.net/production/Faculty/StoweConf/submissions/swfa2014\\_submission\\_245.pdf](https://mediacast.blob.core.windows.net/production/Faculty/StoweConf/submissions/swfa2014_submission_245.pdf)
205. Causes and Consequences of Income Inequality: A Global Perspective 2015 [Electronic resource] – Access mode: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1513.pdf>
206. César C. Business cycles and fiscal policies: The role of institutions and financial markets / Calderón César, Klaus Schmidt-Hebbel// Central Bank of Chile Working Paper №481. – 2008.

207. Christopher F Baum, Dorothea Schäfer, Oleksandr Talavera The Impact of Financial Structure on Firms' Financial Constraints: A Cross-Country Analysis [Electronic resource] – Access mode: [http://www.diw.de/english/products/publications/discussion\\_papers/27539.html](http://www.diw.de/english/products/publications/discussion_papers/27539.html)
208. Claessens S. Financial cycles: what? How? When? / S. Claessens, M. Kose, M. Terrons // IMF Working paper /11/76, 2011.
209. Clarida, R. Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory / R. Clarida, J.Gali, M. Gertler // The Quarterly Journal of Economics, 2000.
210. Cleverley W. O. Predicting Financial Flexibility: A Key to Hospital Survival / W. O. Cleverley // Healthcare Financial Management. – 1985. – P. 28–38.
211. Corporate Debt Maturity and the Real Effects of the 2007 Credit Crisis / Almeida H. and Campello M., Laranjeira B. and Weisbenner S., (August 3, 2011) Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1405505> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1405505>.
212. Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups / Takeo Hoshi, Anil Kashyap, David Scharfstein// The Quarterly Journal of Economics. – 1991. – vol. 106(1). – P. 33–60.
213. Cottarelli C. Modernizing the Framework for Fiscal Policy and Public Debt Sustainability Analysis [Electronic resource] / Carlo Cottarelli and Reza Moghadam. – 2011. – Access mode: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/080511.pdf>
214. Counter-cyclical economic police: [Электронный ресурс]/ D. Sutherland, P. Hoeller // Economic department working paper, 2010. – Режим доступа к статье: <http://search.oecd.org/officialdocuments/displaydocumentpdf/?cote=ECO/WKP%282010%2916&doclanguage=en>. – Название с экрана
215. Covas F. The Role of Debt and Equity Finance over the Business Cycle/ Francisco Covas , Wouter J. Den Haan.
216. Credit Line Availability and Utilization in REITs/ William G. Hardin, Matthew D. Hill. <http://aux.zicklin.baruch.cuny.edu/>
217. Cyclical budgetary policies: their determinants and effects on growth, work in progress. [Electronic resource] / P. Aghion, R. Barro, I. Marinescu. – 2006. – Access mode: <http://www.un.org/esa/desa/desalert/cyclical.pdf>.
218. Dalsgaard T. Ongoing Changes in the Business Cycle: Evidence and Causes / T. Dalsgaard, J. Elmeskov // OECD Economics Department Working Papers, 2002
219. Dang, V.A. (2009). An Empirical Analysis of Zero-Leverage and Ultra-Low Leverage Firms: Some U.K. Evidence. Manchester Business School Working Paper, Number 584, available: <http://www.mbs.ac.uk/research/working-papers.aspx>.
220. David K. Backus. International Evidence on the Historical Properties of Business Cycles / K. David, J. Patric // American Economic review, 1002. Vol 82. Pp. 864-88.
221. De facto fiscal space and fiscal stimulus: definition and assessment [Electronic resource]/ Joshua Aizenman, Yothin Jinjarak/ Working Paper 16539. – Access mode: <http://www.nber.org/papers/w16539>
222. Debrun X. Tying Hands Is Not Commitment: Can Fiscal Rules and Institutions Really Enhance Fiscal Discipline? [Electronic resource] / Debrun X.



Bruegel Working Paper 1. Brussels. – 2007. – Access at: <http://bruegel.org/2006/12/>

223. Decomposition and determinants of public expenditure policies: the case of the euro area in the EMU period [Электронный ресурс]/ Sebastian Hauptmeier, Jesus Sanchez Fuentes and Ludger Schuknecht. – 2015. – Режим доступа: <https://editorialexpress.com/>

224. Dell’Ariccia D. Policies for Macrofinancial Stability: How to Deal with Credit Booms [Electronic resource] / Giovanni Dell’Ariccia, Deniz Igan, Luc Laeven, Hui Tong. – 2012. – Access mode: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2012/sdn1206.pdf>

225. Denis D. Debt Financing and Financial Flexibility — Evidence from Proactive Leverage Increases/ Denis D., S. McKeon// Review of Financial Studies. – 2012. – 25. – P. 1897–1929.

226. Devos E. Jagannathan and M. Krishnamurthy. Does Managerial Entrenchment Explain the «Low Leverage» Puzzle? Evidence from Zero-Debt Firms and Debt Initiations// Devos E., U. Dhillon M., Working Paper, 2012 University of Texas.

227. Differential Impact: [Электронный ресурс]/ P. Berkman, G. Gelos, R. Rennhack // Finance & Development, 2010. – Режим доступа к статье: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2010/03/pdf/berkmen.pdf> . – Название с экрана.

228. Dittmar A. Corporate governance and the value of cash/ A. Dittmar, J. Mahrt-Smith // Journal of Financial Economics. – 2007. – 83. – P. 599–634.

229. Dittmar A., R. Duchin. 2010. Dynamics of Cash. Working paper, University of Michigan

230. Do Large Cash Holdings Help or Hinder Firms’ Performance Recovery? . – 2012. <http://www.researchgate.net/publication/251341645>

231. Doing Business: Measuring Business Regulation [Electronic resource]. – Access mode : <http://www.doingbusiness.org>

232. Donaldson G. Strategy for Financial Mobility /G. Donaldson. – Harvard Business School Press, Boston, 1986.

233. Dreyer B. Uncertainty, flexibility, and sustained competitive advantage / B. Dreyer, K. Gronhaug. – Journal of Business Research. – 2004. – № 57 – P.484–494.

234. Duchin R. Costly External Finance, Corporate Investment, and the Subprime Mortgage Credit Crisis (August 28, 2009). Duchin Ran, Ozbas, Oguzhan and Sensoy, Berk A. // Journal of Financial Economics (JFE). – Marshall School of Business Working Paper No. MKT 01-09; Ross School of Business Paper No. 1121.

235. Duval R. Structural policies and economic resilience to shocks ECO / R. Duval, J. Elmeskov, L. Vogel // WKP, 2007.

236. Einfeldt A. Muir T. The Joint Dynamics of Internal and External Finance / [http://www4.gsb.columbia.edu/filemgr?file\\_id=7310066](http://www4.gsb.columbia.edu/filemgr?file_id=7310066)

237. Endegnanew. The Cyclicity of Fiscal Policy in Good and Bad Times [Electronic resource] / Endegnanew Yehenew. – 2013. – Access mode: <http://pareto.uab.es/yehenew/JMP.pdf>

238. Explaining The Procyclicality of Fiscal Policy in Developing Countries: [Электронный ресурс]/ H. Håvard, M. Bleaney // Centre for Research in Economic Development and International Trade, University of Nottingham – Access mode:

- <http://www.nottingham.ac.uk/credit/documents/papers/11-09.pdf>. – Название с экрана
239. Fagiolo G. Do liquidity constraints matter in explaining firm size and growth? Some evidence from the Italian manufacturing industry Fagiolo, G. and Luzzi A. // *Industrial and Corporate Change*. – 2006). – № 15. – P. 1–39.
240. Fama E. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt / E. Fama, K. French// *Review of Financial Studies*. – 2002. – №15. – С. 1–33.
241. Fama E. Banking in the theory of finance [Текст] / Fama E // *Journal of Monetary Economics*. – 1980. – № 6. – P. 39 – 58.
242. Faulkender M. Corporate financial policy and the value of cash/ Faulkender M., Wang R.// *Journal of finance*. – 2006. – 61. – P. 1957–1990.
243. Faulkender M. Cash flows and leverage adjustments /Faulkender M., Flannery M., Hankins K., Smith J. // *Journal of Financial Economics*. – 2012. – № 103. – P. 632–646.
244. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports Macprudential Supervision of Financial Institutions: Lessons from the SCAP [Electronic resource]. – Режим доступа: [https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff\\_reports/sr409.pdf](https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr409.pdf)
245. Ferrando A. Financial Flexibility across the Euro Area and the UK/ Ferrando A., Marchica M., Mura R. [Electronic resource]. – Режим доступа: [http://www.eea-esem.com/files/papers/eea-esem/2013/448/FerrandoMarchicaMura\\_Financial%20Flexibility%20and%20Investment%20Decisions\\_February.pdf](http://www.eea-esem.com/files/papers/eea-esem/2013/448/FerrandoMarchicaMura_Financial%20Flexibility%20and%20Investment%20Decisions_February.pdf)
246. Ferreira T. Financial Development and Economic Fluctuations/ Tiriyaki Gisele Ferreira// *Middle East Technical University Studies in Development*. – 2003. – 30(1). – С. 89-106.
247. Financial Constraints Risk: [Электронный ресурс]/ M. Toni, Wu Guojun // *Journal of Business and Economic Statistics*. – 2003. – № 16. – P. 532–559. – Режим доступа: [http://www.bauer.uh.edu/wu/Papers/RFS2006\\_FinConstr.pdf](http://www.bauer.uh.edu/wu/Papers/RFS2006_FinConstr.pdf)
248. Financial Development, Financial Fragility, and Growth [Electronic resource]/ Loayza, Norman, Ranciere Romain. Access mode: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp05170.pdf>.
249. Financial Factors in Business Cycles: [Электронный ресурс]/ L. Christiano, M. Roberto, M. Rostago// Unpublished manuscript, Northwestern University and European Central Bank, 2008. – Режим доступа к статье: [http://www.ecb.int/events/pdf/conferences/ecbcf\\_cbfm/MottoRostagno\\_paper.pdf](http://www.ecb.int/events/pdf/conferences/ecbcf_cbfm/MottoRostagno_paper.pdf). – Название с экрана
250. Financial Flexibility and the Impact of the Global Financial Crisis: Evidence from France [Электронный ресурс] / Franck Bancel, Usha R. Mittoo. – Access mode: <http://ssrn.com/abstract=1587302>
251. Financial Flexibility, Corporate Investment and Performance: Evidence from East Asian Firms [Электронный ресурс] /Özgür Arslana, Chris Florackisb, Aydin Ozkan. – Access mode: [http://www.uic.edu/cba/cba-depts/finance/documents/arslanflorackis\\_ozkan.pdf](http://www.uic.edu/cba/cba-depts/finance/documents/arslanflorackis_ozkan.pdf)
252. Financial Flexibility, Investment Ability and Firm Value: Evidence from Low Leverage Firms / R. Mura, M.T. Marchica. – 2009. – Access mode: <http://ssrn.com/abstract=891562>

253. Financial globalization: Retreat or reset? Global capital markets 2013 [Electronic resource]. – Access mode : <http://www.mckinsey.com/>
254. Financial Policy Committee statement from its policy meeting, 16 March 2012. [Электронный ресурс]. – Режим доступа <http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/documents/fpc/statement120323.pdf>
255. Financial Stability Review. ECB. [Electronic resource]. – 2007. – June. – Access mode : <https://www.ecb.europa.eu/>
256. Financial Structure and Economic Growth: A Cross-country Comparison of Banks, markets and development [Electronic resource]/ Asli Demirgüç-Kunt, Ross Levine. – Access mode: <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>
257. Financial structure and growth [Electronic resource]. – 2014. – Access mode : [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1403e.htm](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1403e.htm)
258. Financing obstacles and growth an analysis for euro area non-financial corporations [Electronic resource] / Chiara Coluzzi, Annalisa Ferrando, Carmen Martinez-Carrascal. – 2009. – Access mode: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp997.pdf>
259. Fiscal Adjustment in an Uncertain World. Fiscal monitor [Electronic resource]. – 2013. – Access mode: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2013/01/fmindex.htm>
260. Fiscal Monitor. Public Expenditure Reform: Making Difficult Choices [Electronic resource]. – 2014. – Access mode: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2014/01/pdf/fm1401.pdf>
261. Fiscal policy for growth and development. Attached for the April 23, 2006, Development Committee Meeting is a background report entitled "Fiscal Policy for Growth and Development: An Interim Report. [Electronic resource]. – Access mode: <http://siteresources.worldbank.org/DEVCOMMINT/Documentation/20890698/>
262. Fiscal Rules at a Glance [Electronic resource]/ Elva Bova, TidianeKinda, Priscilla Muthoora, Frederik Toscani. – 2015. – Access at <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/.../wp14122.pdf>
263. Fiscal Rules Dataset [On-line, webpage]. – Access at: <http://www.imf.org/external/datamapper/FiscalRules/matrix/matrix.htm>.
264. Fiscal Rules in Response to the Crisis—Toward the «Next-Generation» Rules [Electronic resource]. / Andrea Schaechter, Tidiane Kinda, Nina Budina, and Anke Weber <https://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=26094.0>
265. Fiscal space for what? Analytical issues from a human development perspective/ Roy R., Heuty A., Letouze E. [Electronic resource]. – 2007. – Access mode: <http://www.undp.org/>
266. Fiscal Space in Developing Countries [Electronic resource]. – Access mode: <http://www.no.undp.org/content/dam/aplaws/publication/>
267. Fiscal Space: A New Gauge of Sovereign Risk [Electronic resource]. – Access mode: [https://www.economy.com/dismal/article\\_free.asp?cid=226883](https://www.economy.com/dismal/article_free.asp?cid=226883).
268. Flannery M. Partial adjustment toward target capital structures/ Flannery M., K. Rangan// Journal of Financial Economics. – 2006. – № 79. – P. 469–506.

269. Flannery M.J. Estimating dynamic panels in corporate finance/ M.J. Flannery., K.W. Hankins// *Journal of Corporate Finance*. – 2012. -№19. – C. 1-19.
270. Flexibility in Management Theory: Towards Clarification of an Elusive Concept [Electronic resource]/ Martin R. Fellenz. – 2000. – Access mode: <http://ssrn.com/abstract=1098111> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1098111>
271. Florackis C. The role of cash holdings in reducing investment–cash flow sensitivity: Evidence from a financial crisis period in an emerging market/ Florackis Chris, Ozkan Aydin, Arslan-Ayaydin, Özgür// *Emerging Markets Review*. – 2006. – 7(4). P. 320–338.
272. Franck B. Financial Flexibility and the Impact of the Global Financial Crisis: Evidence from France [Electronic resource]/ Franck Bancel, Usha R. Mittoo. – Access mode: <http://ssrn.com/abstract=1587302>
273. Frank M. Corporate leverage: How much do managers really matter? Frank M, Goyal V, Working paper, University of Minnesota, 2007. Minneapolis.
274. Frank M. Capital structure decisions: which factors are reliably important?/ Frank M., V. Goyal// *Financial Management*. – 2009. – № 38. –P. 1–37.
275. Frankel J. On Graduation from Fiscal Procyclicality/ J. Frankel, C. Vegh, G. Vuletin// *NBER Working Papers* №17691. – 2011.
276. Frankel, J. A. On Graduation from Fiscal Procyclicality/ J. A. Frankel, C. A. Végh, G. Vuletin // *Journal of Development Economics*. – 2013. – Vol. 100 (No. 1). – Pp. 32–47.
277. Frenkel R. External debt, growth and stability / R. Frenkel. – Stanford University Press and ECLAC, 2005. – P. 189–209.
278. G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit September 24–25, – 2009, Pittsburgh.
279. Gali J. Fiscal Policy and Monetary Integration in Europe [Electronic resource]/ Jordi Gali, Roberto Perotti. – Access mode: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/>
280. Gavin M. Fiscal Policy in Latin America / M. Gavin, P. Perorri // *NBER Macroeconomics Annual*, 1997.
281. Gertler M. Corporate financial policy, taxation and macroeconomic risk/ Gertler, M., Hubbard R. // *Journal of Economics*. – 1993. – 24. – P. 286–303.
282. Global Financial Development Report 2013 «Rethinking the Role of the State in Finance» [Electronic resource]. – Access mode: [https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2012/spr/pdf/DK\\_p.pdf](https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2012/spr/pdf/DK_p.pdf)
283. Global Financial Stability Report: Transition Challenges to Stability [Electronic resource]. – 2013. – October. P. 36. – Access mode: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2013/02/index.htm>
284. Global liquidity – concept, measurement and policy implications [Electronic resource]. – Access mode: <http://www.bis.org/publ/cgfs45.htm>
285. Global Shadow Banking Monitoring Report 2015 <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/global-shadow-banking-monitoring-report-2015.pdf>
286. Global Wage Report. Wages and equitable growth. – 2012. – №13. <http://www.ilo.org/>
287. Goldstein R. An EBIT-based model of optimal capital structure /Golgstein R., Ju N., Leland H // *Journal of Business*. – 2001. – №74. – P. 483–512.

288. Graham J. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field, / John R. Graham, R. Harvey Campbell // Journal of Financial Economics. – 2001. – №61. – P. 187–243.

289. Granularity of Corporate Debt: Theory and Tests [Электронный ресурс]/ J. Choi, D. Hackbarth, J. Zechner. – 2012. – Access mode: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1966613](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1966613)

290. Gray J. Toward a More Resilient Financial System? [Electronic resource]/ Joanna Gray. – Access mode : <http://digitalcommons.law.seattleu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2156&context=sulr>

291. Guichard, S. What promotes fiscal consolidation / Guichard S., M. Kennedy, E. Wurzel, C. André, OECD Economic Department Working Paper – 2007. – No. 553.

292. Hannoun H. Towards a global financial stability framework. Speech at the 45th SEACEN Governors' Conference, Siem Reap province, Cambodia, 26-27 February 2010. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.bis.org/speeches/sp100303.pdf>

293. Hanson S. Macroprudential Approach to Financial Regulation /Hanson, S, A Kashyap and J Stein A. Forthcoming in The Journal of Economic Perspectives. – 2010. – Режим доступа: <https://www.aeaweb.org/articles.php?doi=10.1257/jep.25.1.3>

294. Harford J. Corporate governance and firm cash holdings in the US/ Harford J., Mansi S., Maxwell W. // Journal of Financial Economics. – 2008. – 87. –P. 535–555.

295. Hausmann R. The Challenge of Fiscal Adjustment in a Democracy: The Case of India/ Ricardo Hausmann, Catriona Purfield// IMF Working Papers 04/168. – 2004.

296. Heath L.C. Is working capital really working?/ L.C. Heath// Journal of Accountancy. – 1980. – 150 (2). –P. 55–62.

297. Hemming R. A Framework for Assessing Fiscal Vulnerability/ Richard Hemming, Murray Petrie. – 2000. – Access mode: [http://www.bancaditalia.it/studiricerche/convegni/atti/fiscal\\_sust/i/061-094\\_chalk\\_and\\_hemming.pdf](http://www.bancaditalia.it/studiricerche/convegni/atti/fiscal_sust/i/061-094_chalk_and_hemming.pdf)

298. Hennessy C. Testing Q Theory with Financing Frictions/ Hennessy C., A. Levy, T. Whited. // Journal of Financial Economic. – 2007. № 83. – P. 691–717.

299. Herrala R. Household Loan Loss Risks in Finland – Estimations and Simulations with Micro Data”, Herrala, R., and Kauko, K., 2007. “Bank of Finland Research Discussion Papers. – 2007. – №5.

300. Horton M. The Size of the Fiscal Expansion: An Analysis for the Largest Countries [Electronic resource] / M. Horton, A. Ivanova. – Feb 2009. – Access mode: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/020109.pdf>

301. Hovakimian A. In search of conclusive evidence: How to test for adjustment to target capital structure / A. Hovakimian, G. Li. – 2011. – № 1. – P. 33–44.

302. How Do Financial Systems Affect Economic Cycles? [Electronic resource]. – Access mode : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2006/02/pdf/weo0906.pdf>

303. Huang R. Testing theories of capital structure and estimating the speed of adjustment / R. Huang, J. Ritter // Financial Quant. Anal. – 2009. №2. – P. 237–271.

304. Hutchinson, J. Comparing the Impact of Credit Constraints on the Growth of SMEs in a Transition Country with an Established Market Economy/ J. Hutchinson, A. Xavier // Small Business Economics. – 2006. – №27. – P. 169–179.

305. Ilzetzi E. In How Big (Small?) Are Fiscal Multipliers? / Ethan Ilzetzi, Enrique Mendoza, and Carlos Vegh // NBER Working Paper No. 16479.

306. IMF (International Monetary Fund): Development of Corporate Bond Markets in Emerging Market Countries. Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues [Electronic resource]/. – Access mode: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2005/02/pdf/chp4.pdf>

307. Impact of the Global Crisis on Sub national Governments' Finances [Electronic resource]/ Teresa Ter-Minassian, Annalisa Fedelino. – Access at: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1985235](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1985235).

308. Inequality and Unsustainable Growth: Two Sides of the Same Coin? / [Electronic resource]. / Andrew G. Berg, Jonathan D. Ostry. – Access mode: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1108.pdf>

309. Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt / Raghuram G. Rajun // The Journal of Finance. – 1992. – Volume 47(Issue 4). – P. 1367–1400.

310. International Budget Initiative [Electronic resource]. – Accessmode : <http://internationalbudget.org/opening-budgets/open-budget-initiative>.

311. International Monetary Fund, Fiscal Responsibility Laws (Unpublished: Washington, International Monetary Fund)

312. Is Fiscal Policy Always Counter- (Pro-) Cyclical? The Role of Public Debt and Fiscal Rules [Electronic resource]/ J.L. Combes, A. Minea, M.N. Sow. – Access mode: <http://www.mbf-eu.info/Files/7aad1347-9445-40f3-9dd71>

313. Ivashina V. Bank Lending During the Financial Crisis of 2008 (July 30, 2009)/ Victoria Ivashina, David S. Scharfstein, / EFA Bergen Meetings Paper. – 2009. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1297337> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1297337>.

314. Jermann U. Financial Innovations and Macroeconomic Volatility/ Jermann U., V. Quadrini – 2006. – .NBER working paper No. 12308.

315. Jump up to: abc CBO Historical Tables-February 2013 [Electronic resource]. – Режим доступа: <http://cbo.gov/publication/43904>

316. Kaminsky G. When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies [Electronic resource] / Graciela L. Kaminsky, Carmen M. Reinhart, Carlos A. Végh. – Access mode: <http://www.nber.org/chapters/c6668>.

317. Kannan P. Credit Conditions and Recoveries from Recessions Associated with Financial Crises [Electronic resource]/ IMF Working Paper 10/83 (Washington: International Monetary Fund). – Access mode : <http://core.ac.uk/download/pdf/6353104.pdf>

318. Kannan P. From Recession to Recovery: How Soon and How Strong? / P/ Kannan, A. Scott, M. Terrones // World Economic Outlook (WEO), 2009.

319. Kayhan A, Titman S (2007) Firms' histories and their capital structures. J. Financial Econom. 83:1–32.

320. Key aspects of macroprudential policy. IMF. – 2013. – 10 June. [Электронный ресурс]. – Режим доступа <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/061013b.pdf>

321. Kiyotaki, N. Credit cycles/ Kiyotaki, N., Moore J// Journal of Political Economy. – 1997. – 105. – P. 211–248.
322. Konstantinos A. Does public sector efficiency matter? Revisiting the relation between fiscal size and economic growth in a world sample / Konstantinos Angelopoulos, Apostolis Philippopoulos, Efthymios Tsionas. // Public choice. – Volume 137, Issue 1–2. – October, 2008. – pp. 245–278.
323. Koo R. The holy grail of macroeconomics. Lessons of Japan's Great Recession / R. Koo // John Wiley & Sons: Singapore, 2009.
324. Kopits, G. Fiscal Policy Rules / G. Kopits, S. Symansky/ IMF Occasional Paper N° 162 (Washington: International Monetary Fund). – 1998.
325. Korajczyk R. Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints / Robert A. Korajczyk, Amnon Levy. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=281430](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=281430)
326. Koste L. L. Measuring dimensions of manufacturing flexibility / L. L. Koste, M.K. Malhotra, S. Sharma // Journal of Operations Management. – 2004. – Vol.22, № 2. – P. 171–196.
327. Krugman P. How Did Economists Get It So Wrong? [Electronic resource] // The New York Post. September 2, 2009. – Access mode : [http://www.nytimes.com/2009/09/06/magazine/06Economic-t.html?pagewanted=all&\\_r=0](http://www.nytimes.com/2009/09/06/magazine/06Economic-t.html?pagewanted=all&_r=0)
328. Kumhof M. Inequality, Leverage, and Crises / Kumhof M., R. Rancière. IMF Working Paper 10/268, International Monetary Fund, Washington. – 2010.
329. Laubach, T. New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt / T. Laubach// FEDS Working Paper. – No. 2003-12. – 2003.
330. Lemmon M, Roberts M, Zender J (2008) Back to the beginning: Persistence and cross-section of corporate capital structure.
331. Levine R. Finance and Growth: Theory and Evidence in Handbook of Economic Growth / Levine R /ed. by P. Aghion and S. Durlauf (The Netherlands: Elsevier Science), 2005.
332. Levy A. Why Does Capital Structure Choice Vary with Macroeconomic Conditions? / Levy A., C. Hennessy // Journal of Monetary Economics. – 2007. – 54. – P. 1545-1564.
333. Lins K.V. What drives corporate liquidity? an international survey of cash holdings and lines of credit/ K.V. Lins, H. Servaes, P. Tufano// Journal of Financial Economics – 2010. №98. – P. 160–176.
334. Liquidity Management and Corporate Investment During a Financial Crisis [Электронный ресурс]/ Murillo Campello, Erasmo Giambona, John R. Graham, Campbell R. Harvey. – Access mode: [http://www.nber.org/papers/w16309.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w16309.pdf?new_window=1)
335. Lockhart B. Credit lines and leverage adjustments / Lockhart B. J. // Corporate Finance. – 2014. – №25. – P. 274–288.
336. Lopez J. Financial Structure and Macroeconomic Performance over the Short and Long Run/ Lopez Jose A., Spiegel, Mark M. Pacific Basin Working Paper series No.PB02-05, 2002.
337. Lusardi A. Americans' Financial Capability" Report prepared for the Financial Crisis Inquiry Commission, Washington (February). 2010. <http://www.nber.org/papers/w17103>

338. Lusardi A. Financially Fragile Households: Evidence and Implications / Annamaria Lusardi, Daniel Schneider, Peter Tufano 2011 <http://www.nber.org/papers/w17072>

339. Macroprudential Policy Framework: A Practice Guide / Damodaran Krishnamurti, Yejin Carol Lee [Электронный ресурс]. – Режим доступа <http://dx.doi.org/10.1596/978-1-4648-0085-6>

340. Macroprudential Policy: An Organizing Framework.” Background Paper, International Monetary Fund, IMF Washington, DC, March.

341. Macro-prudential supervision in Europe. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp100927\\_3.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp100927_3.en.html)

342. Macroprudential policy framework [Электронный ресурс]. – 2015. – Режим доступа <https://www.eestipank.ee/sites/>

343. Manasse P. Procyclical Fiscal Policy: Shocks, Rules, and Institutions – A View From MARS /Paolo Manasse// IMF Working Papers 06/27. – 2006.

344. Marco Del Negro. The Great Escape? A Quantitative Evaluation of the Fed’s Non-Standard Policies / Marco Del Negro, Gauti Eggertsson, Andrea Ferrero, Nobuhiro Kiyotaki // Unpublished manuscript, Federal Reserve Bank of New York, 2010.

345. Martin R. Fellenz. Flexibility in Management theory: Towards Clarification of an Elusive Concept // Research Working Paper. – 2000. [Электронный ресурс]. – Режим доступа <http://ssrn.com/abstract=1098111>.

346. McCauley R. Special Feature: Size and Liquidity of Government Bonds / McCauley, R., E. Remolona // BIS Quarterly Review. – 2000. – November.

347. Mendoza G. Fiscal Policy and Macroeconomic Uncertainty in Developing Countries: The Tale of the Tormented Insurer / G. Mendoza // University of Maryland and Iowa State University, 2006.

348. Merton R. Design of financial systems: towards a synthesis of functional and structure. [текст] / Merton R., Robert C. // Journal of Investment management, 2005. – Vol. 3. – P. 1–23.

349. Milgrom P. Bargaining costs, influence costs, and the organization of economic activity/ Milgrom P., Roberts J/ Perspectives on positive political economy. Ed. by J.E. Alt and K.A. Shepsle. – Cambridge, 1990.

350. Mishkin F. Anatomy of financial crisis/ Mishkin Frederic S. / NBER Working Paper n. 3934. – 1991.

351. Monetary Policy and Cyclical Macroprudential Policy Tools [Электронный ресурс]/Rochelle M. Edge Federal Reserve Board April 17, 2012. – Режим доступа: [http://www.iadb.org/res/centralBanks/publications/cbm74\\_1079.pdf](http://www.iadb.org/res/centralBanks/publications/cbm74_1079.pdf)

352. Monetary Policy and Time Inconsistency in an Uncertain Environment [Electronic resource]/ Mersch Y. // Central Bank Articles and Speeches. Bank of International Settlements. – Access at: <http://www.bis.org/review/r060915a.pdf>

353. Monetary policy in a downturn: Are financial crises special? [Electronic resource]/ Morten L Bech, Leonardo Gambacorta and Enisse Kharroubi. – 2012. – Access mode : <http://www.bis.org/publ/work388.htm>

354. Motyka R. Liquidity Risk: A Fresh Look [Electronic resource] / Motyka R., Leuca A., Fawson J. – Access at: <http://ssrn.com/abstract=776924>



355. Murfin J. The Supply-Side Determinants of Loan Contract Strictness/ Murfin J. // *Journal of Finance*. – 2012. – 67. – P. 1565-1601.
356. Musso P. The Impact of Financial Constraints on Firms Survival and Growth: [Электронный ресурс]/ Musso P., Stefano S // Working paper. – 2007. – №37. – Режим доступа: <http://ofce.nexenservices.com/pdf/dtravail/WP2007-37.pdf>
357. Myers S.C. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have/ Myers, S.C., N.S. Majluf// *Journal of Financial Economics*. – 1984. – №13. – P. 187–221.
358. Naiwei C. Insider ownership and financial flexibility /Naiwei Chena E, Hsiaob// *Applied Economics*. – 2014. – Volume 46. – Issue 29. – Access at <http://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/00036846.2014.937035>
359. National Expenditure Rules – Why, How and When [On-line, webpage]. – Access at:[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/economic\\_paper/2012/pdf/ecp473\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2012/pdf/ecp473_en.pdf).
360. National Expenditure Rules: Why, How and When [Электронный ресурс]/ Joaquim Ayuso i Casals. – Режим доступа: [ec.europa.eu/economy\\_finance/publications](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications)
361. Navarro P. The well-timed strategy: managing the business cycle/ Navarro Peter. – Autumn 2005. – Volume: 48 Issue:1. – P.71–91.
362. Nobuhiro K. Liquidity, Business Cycle, and Monetary Policy / K. Nobuhiro, John H. // Unpublished manuscript, Princeton University and Edinburgh University, 2008.
363. OECD economic outlook [Electronic resource]. – Режим доступа: [http://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-outlook\\_16097408](http://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-outlook_16097408)
364. OECD economic outlook interim report: The effectiveness and scope of fiscal stimulus [Electronic resource]. – Access mode: <http://www.oecd.org/economy/outlook/42421337.pdf>
365. Oliveira B. Firm Growth and Liquidy Constraints: A Dynamic Analysis [Electronic resource]/ Oliveira B., A. Fortunato. – 2006. – Access at: [http://webuser.bus.umich.edu/jagadees/papers/cfeu\\_jan25\\_rev\\_final.pdf](http://webuser.bus.umich.edu/jagadees/papers/cfeu_jan25_rev_final.pdf)
366. Opler T. The determinants and implications of corporate cash holdings/ Opler T., Pinkowitz L., Stulz R., Williamson R.// *Journal of Financial Economics*. – 1999. – № 52. – P. 3–46.
367. Oscar J. When credit bites back: leverage, business cycles and crises / J. Oscar, M. Schularick, A. Taylor // Working paper 2011-27, 2012/
368. Ostry J. Fiscal Space // Jonathan D. Ostry, Gghosh Atish R., Kim Jun I., Mahvash S. Quareshi // IMF Working Paper. – 2010.
369. Padoa-Schioppa T. The transformation of the European financial systems [текст] / Padoa-Schioppa T // European Central Bank, Francfurd am Main, 2003.
370. Persson M. Household indebtedness in Sweden and implications for financial stability – the use of household-level data, BIS Papers No. 46. – 2009. – Access at: <https://ideas.repec.org/h/bis/bisbpc/46-14.html>
371. Phumiwasana T. Financial Structure, Economic Growth and Stability [Electronic resource]. – Access mode : <http://www.gbv.de/dms/zbw/557915600.pdf>

372. Piet C. The Term ‘Macroprudential’: Origins and Evolution. BIS Quarterly Review, March. – 2010. – Режим доступа: <https://ideas.repec.org/a/bis/bisqtr/1003h.html>

373. Poitevin M. Financial signaling and the «deep pocket» argument / M. Poitevin // Journal of Economics. – 1989. – № 20. – P. 26-40.

374. Public debt sustainability analysis in market-access countries [Electronic resource]. – 2013. – Access mode: IMF <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf>

375. Public Expenditure Reform: Making Difficult Choices. Fiscal monitor–2014. – Режим доступа: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2014/01/fmindex.htm>

376. Public Finances in EMU 2009 [Electronic resource]. – Access mode: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication15390\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15390_en.pdf)

377. Rajan, R.G. Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy / Raghuram G. Rajan. Princeton, New Jersey: Princeton University Press. – 2010. – 237 p.

378. Ralf Hohenstatt and Bertram Steiner/ The Rat Race of Capital Structure Research for REITs and REOCs: Two Spotlights on Leverage

379. Rapid Credit Growth: Boon or Boom-Bust? [Electronic resource]/ Elekdag Selim, Wu Yiqun. – 2011. – Access mode : <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11241.pdf>

380. Recovery from financial crises: evidence from 100 episodes [Electronic resource]/ Carmen M. Reinhart Kenneth S. Rogoff. – 2014. – Access mode : <http://www.nber.org/papers/w19823>

381. Regulation (EU) No 1092/2010 of the European parliament and of the council of 24 November 2010 on European Union macro-prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board[Electronic resource]. – Access mode : <https://www.esrb.europa.eu/shared/pdf/ESRB-en.pdf>

382. Reinhart C. After the fall / C. Reinhart, V. Reinhart // Presentation at the Symposium “Macroeconomic challenges: the decade ahead, 2010.

383. Reinhart C. Growth in a Time of Debt / Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff // American Economic Review: Papers & Proceedings. – 2010. – May. – P.573–578

384. Reinhart, C. Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present / Reinhart, C., V. Reinhart. NBER International Seminar in Macroeconomics, Chicago: Chicago University Press, 2008.

385. Resilient Regions: Clarity of Concepts and Challenges to Systemic Measurement [Electronic resource]/ Yiheyis T. Maru/Commonwealth Scientific & Indus. Research Org., Working Paper, 2010. – Access mode : <http://econpapers.repec.org/paper/csewpaper/2010-04.htm>

386. Riddick L. The corporate propensity to save/ L. Riddick, T. Whited //Journal of Finance. – 2009. – №64. – P. 1729–1766.

387. Rising Inequality: Youth and Poor Fall Further Behind/[Electronic resource]. – 2014. – Access mode: <http://www.oecd.org/social/OECD2014-Income-Inequality-Update.pdf>

388. Saving behaviour and the effectiveness of fiscal policy/ Mello L., Kongsrud P., Price R. OECD Economics Department Working Papers, No. 397. – 2004.
389. Schaechter Andrea Fiscal Implications of the crisis for the EU: the European Commission's Latest Analysis // Andrea Schaechter, IMF Public Financial Management Blog, 2009. -Mode of access: <http://blog-pfm.imf.org/pfmblog/2009/07/fiscal-implications-of-the-crisis-for-the-eu-the-european-commissions-latest-analysis.html>
390. Serven L. Macroeconomic Uncertainty and Private Investment in LDCs: an Empirical Investigation / L. Serven // Working Paper No. 2035, 1998.
391. Shivdasani A. How do pensions affect capital structure decisions?/ Shivdasani, A., I. Stefanescu// Review of Financial Studies. – 2010. – № 23. – P. 1287–1323.
392. Skinner J. Risky Income, Life Cycle Consumption and Precautionary Saving / Skinner Jonathan. Journal of Monetary Economics 1988. “22, no. 2: 237–55.
393. Sources of Financial Flexibility: Evidence from Cash Flow Shortfalls[Electronic resource] / Naveen D. Daniel, David J. Denis Lalitha Naveen. -2010. – Access mode: <http://accounting.uwaterloo.ca/Daniel-Denis-Naveen-1.pdf>
394. Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts about their Determinants and Governance / Joshua Aizenman, Reuven Glick. – 2008. – Режим доступа: <http://www.frbsf.org/economic-research/files/wp08-33bk.pdf>
395. Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access [Electronic resource]. – 2013. – Access mode: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf>
396. Sticking to the straight and narrow [Electronic resource]. – 2013. – Access mode:<http://www.gfmag.com/archives/178/12639-treasury-and-cash-management-liquidity-and-investment-management.html#axzz2nwlqIqx9>
397. Stiglitz J. Globalization and Its Discontents/ Joseph E. Stiglitz. – W. Norton & Company, 2003. – 304 p.
398. Strategic Flexibility: Study of Selected Telecom Companies in India [Electronic resource] / Priyanka Kokil. – Access mode: <http://connection.ebscohost.com/c/articles/27538532>
399. Sufi A. Bank Lines of Credit in Corporate Finance: An Empirical Analysis /Sufi A. // Review of Financial Studies, Society for Financial Studies. – 2009. – vol. 22(3). – P. 1057–1088.
400. Talyi E. Tax Base Variability and Procyclical Fiscal Policy in Developing Countries / E. Talyi, A. Carlos // Journal of Development Economics 78: 156-190, 2005.
401. Taxing Times. Fiscal monitor. – 2013. – October. – Access mode: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2013/02/pdf/fm1302.pdf>
402. Ten propositions about liquidity crises [Electronic resource]/ Claudio Borio. – Access mode : <http://www.bis.org/publ/work293.pdf>
403. The concept of systemic risk in Financial Stability Review, ECB, December 2009, – Режим доступа: <http://www.ecb.europa.eu/pub/>
404. The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? [Electronic resource]/ Claudio Borio. – 2012. – Access mode: <http://www.bis.org/publ/work395.pdf>

405. The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? [Electronic resource]/ Claudio Borio. – 2012. – Access mode: <http://www.bis.org/publ/work395.pdf>

406. The Financial Development Report 2008 [Electronic resource]. – Access mode : <http://www.weforum.org/pdf/FinancialDevelopmentReport/2008.pdf>

407. The Impact of Macroeconomic Uncertainty on Cash Holdings for Non-Financial Firms /Baum C., Caglayan M., Ozkan N., Talavera O. – 2004. – <http://fmwww.bc.edu/ec-p/wp552.pdf>

408. The Impact of the Crisis on Budget Policy in Central and Eastern Europe: [Электронный ресурс]/ Darvas Z. // Working Paper, 2010. – Режим доступа к статье: <http://www.oecd.org/gov/budgetingandpublicexpenditures/48168851.pdf>. – Название с экрана

409. The liberalisation and management of capital flows: an institutional view”, November. IMF. – 2012. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>

410. The Rat Race of Capital Structure Research for REITs and REOCs: Two Spotlights on Leverage/ Ralf Hohenstatt, Bertram Steininger. – <http://econpapers.repec.org/paper/zbwzewdip/11077.htm>

411. The State of Public Finance: Outlook and Medium-term Policies After the 2008 Crisis // March 2009 IMF. – Mode of access: [www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/030609.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/030609.pdf)

412. The value of financial flexibility[Electronic resource] /Gamba, Andrea, Alexander J. Triantis. -2007. – Access mode: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=677086](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=677086).

413. The wiggle-room index [Electronic resource]. – Access mode: <http://lb-stage.economist.com/blogs/graphicdetail/2012/01/daily-chart-11>

414. Tornell A. Are Windfalls a Curse? A Non-Representative Agent Model of the Current Account and Fiscal Policy / A. Tornell, P. Lane // Journal of International Economics 44: 83-112, 1998.

415. Tornell A. The voracity effect/ Tornell Aaron, Philip R. Lane//American Economic Review. – 1999. – №89. – P. 22-46.

416. Towards expenditure rules and fiscal sanity in the euro area [Электронный ресурс]/ Sebastian Hauptmeier, Jesus Sanchez Fuentes and Ludger Schuknecht <http://www.ecb.europa.eu> or from the Social Science Research Network electronic library at [http://ssrn.com/abstract\\_id=1702806](http://ssrn.com/abstract_id=1702806)

417. Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union [On-line, webpage]. – Access at: <http://www.consilium.europa.eu/en/european-council/>

418. Ukraine: Selected Issues IMF Country Report No. 08/228[Electronic resource]. – Accessmode :<https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2008/cr08228.pdf>.

419. Understanding Fiscal Space [Electronic resource] / Peter S. Heller. – Access mode: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/pdp/2005/pdp04.pdf>

420. Venkiteshwaran V. Partial adjustment towards optimal cash holding level/ Venkiteshwaran V. // Review of Financial Economics. – 2011. -№20. – P. 113–121.

421. Volberda H.W. Building the Flexible Firm/ H.W. Volberda, 1998. – New York: Oxford University Press.

422. Wagenvoort R. Are Finance Constraints Hindering the Growth of SME's in Europe?// Wagenvoort R./ European Investment Bank Paper 7. – 2003. – P. 22–50.
423. What Drives Corporate Liquidity? An International Survey of Cash Holdings and Lines of Credit/Karl Lins, Peter Tufano// Journal of Financial Economics.- 2010.
424. What is up with corporate cash [Electronic resource]. – 2013. – Access mode: <http://www.gfmag.com/archives/178-september-2013/12641-treasury-and-cash-management-global-finance-cash-25.html#ixzz2nwocZVqD>
425. What promotes fiscal consolidation: OECD country experiences [Electronic resource]/ Guichard S., Kennedy M., Wurzel E., André C. – Access mode: <http://www.oecd.org/economy/outlook/38628499.pdf>.
426. Whited T. Financial constraints risk/ Whited T., Wu G. //Review of Financial Studies. – 2006. – 19. – P. 531–559.
427. Why are central banks delegated macroprudential responsibilities?/ Domenico Lombardi and Manuela Moschella [Электронный ресурс]. – Режим доступа <https://ecpr.eu/Filestore/PaperProposal/>
428. Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash Than They Used To? [Electronic resource]/ Thomas W. Bates, Kathleen M. Kahle, Rene M. Stulz. – 2006. – Access mode: <http://www.nber.org/papers/w12534.pdf>
429. World Economic Outlook. IMF Oct 2010[Electronic resource]. – Mode of access: [www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/pdf/text.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/pdf/text.pdf)
430. World governance indicator [Electronic resource]. – Режим доступа: [info.worldbank.org/governance/wgi/](http://info.worldbank.org/governance/wgi/)
431. Worthington A. Emergency Finance in Australian Households: An Empirical Analysis of Capacity and Sources [Electronic resource]. Discussion Paper no. 163. 2003. “Brisbane, Australia: Queensland University of Technology. – Режим доступа: <http://eprints.qut.edu.au/8800/1/8800.pdf>
432. Xin Chang. Financial Constraints, Mispricing and Corporate Investment [Electronic resource]/ Xin Chang, Robert Faff, Wing Chun Kwok, George Wong. – 2009. – Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1101361>. or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1101361>
433. Zajączkowski, S., Żochowski, D. The distribution and dispersion of debt burden ratios among households in Poland and its implications for financial stability”, a chapter in Proceedings of the IFC Conference on «Measuring the financial position of the household sector», Basel, 30-31 August 2006 - Volume 2, 2007, vol. 26, pp. 62-74.
434. Zandi M. Fiscal Space [Electronic resource] /Mark Zandi, Xu Cheng, Tu Packard. – 2011. – Access mode: <http://www.moodysanalytics.com/~media/Insight/Economic-Analysis/Special-Studies/2011-12-13-Fiscal-Space.ashx>
435. Zhan J. Special Issue on Financial Management in China/ Zhan Jiang Jicheng Huang Kenneth A. Kim// Journal of Multinational Financial Management. – 2013. – Volume 23. – Issue 3. – P. 125–254.

## **ДОДАТКИ**

Показники структури і функціональної ефективності фінансової системи

Сфери і ланки	Показники структури фінансової системи	Показники функціональної ефективності фінансової системи
<p>Державні і муніципальні фінанси</p>	<p><i>Публічні фінанси</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- ступінь перерозподілу національного доходу через бюджетну систему (частка бюджетних доходів держави в національному доході);</li> <li>- ступінь використання податкового методу в формуванні доходів бюджетною системою (частка податкових доходів держави в доходах бюджетної системи);</li> <li>- ступінь бюджетної централізації (частка доходів Державного бюджету в загальних доходах бюджетної системи);</li> <li>- ступінь використання прямого оподаткування при формуванні доходів бюджетною системою;</li> <li>- співвідношення обсягів зобов'язань кожного рівня влади по витратах і дохідного потенціалу бюджету по вертикалі;</li> <li>- співвідношення бюджетних витрат і їх дохідного покриття в рамках бюджетів одного рівня (по горизонталі);</li> <li>- структура розподілу податкового тягара в державі;</li> <li>- частка соціально-спрямованих статей витрат у загальній сумі витрат;</li> <li>- частка поточних витрат в загальній сумі витрат;</li> <li>- частка захищених витратів в загальній їх величині;</li> <li>- частка витратів розвитку (капітальних) в загальній сумі;</li> <li>- частка витрат на споживання в державному секторі;</li> <li>- ступінь централізації витратів у Державному бюджеті;</li> <li>- частка витрат на реалізацію інвестиційних проектів і бюджетне кредитування в загальних витратах;</li> <li>- частка витрат державних позабюджетних фондів соціального страхування в загальній величині соціальних трансфертів;</li> <li>- структура державного боргу (зовнішнього і внутрішнього, монетизованого і немонетизованого)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- співвідношення дефіциту бюджету до ВВП;</li> <li>- вартість обслуговування зовнішнього боргу (співвідношення з загальними валютними надходженнями та вартістю експорту);</li> <li>- показники боргової безпеки держави;</li> <li>- ступінь виконання бюджетів усіх рівнів;</li> <li>- співвідношення дефіциту пенсійного фонду до ВВП;</li> <li>- рівень безробіття;</li> <li>- темп зростання ВВП;</li> <li>- ступінь виконання державою своїх зобов'язань (повнота виконання державного боргу);</li> <li>- темп зростання реальних доходів населення;</li> <li>- відповідність ступеня соціального захисту громадян прожиткового мінімуму; - Реальність встановленого державою прожиткового мінімуму;</li> <li>- ступінь виконання державних соціальних стандартів і нормативів;</li> <li>- ефективність державних інвестицій</li> </ul>
<p>Фінанси некомерційного сектору</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- частка участі некомерційних організацій, що обслуговують домашні господарства, в створенні валової доданої вартості;</li> <li>- частка накопиченого капіталу некомерційним сектором економіки в загальній її величині;</li> <li>- співвідношення соціальних трансфертів в натурі, наданих некомерційними організаціями населенню, до ВВП</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- співвідношення чистого доходу некомерційних організацій і їх валового доходу</li> </ul>
<p>Фінанси господарювання реальному секторі економіки</p>	<p><i>Фінанси суб'єктів господарювання, що функціонують на ринкових засадах</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- частка валового доходу, виробленого в реальному секторі економіки, в ВВП;</li> <li>- частка чистої доданої вартості реального сектора в загальній її величині по економіці;</li> <li>- структура отриманої доданої вартості за видами економічної діяльності в реальному секторі і галузям;</li> <li>- структура фінансування суб'єктів реального сектора економіки;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- співвідношення рентабельності власного капіталу і рентабельності активів;</li> <li>- співвідношення капіталізації компанії до балансової вартості;</li> <li>- ліквідність і платоспроможність суб'єкта господарювання;</li> <li>- співвідношення валового нагромадження основного капіталу реальним сектором економіки і споживання ним основного капіталу;</li> </ul>

Продовження Додатку А

	<ul style="list-style-type: none"> <li>– співвідношення активів і зобов'язань суб'єктів реального сектора економіки за їх ліквідності і терміновості відповідно;</li> <li>– структура витрат в реальному секторі економіки;</li> <li>– частка накопиченого капіталу в реальному секторі економіки в загальній її величині;</li> <li>– співвідношення весняних запозичень реального сектора і ВВП.</li> <li>– ставлення валютної позиції реального сектора по зовнішніх зобов'язаннях і активів в іноземній валюті до чистої міжнародної інвестиційної позиції</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– частка простроченої заборгованості реального сектора в загальній сумі наданих суб'єктам кредитів банками;</li> <li>– співвідношення заборгованості по заробітній платі суб'єктів реального сектора до величини власного капіталу;</li> <li>– частка простроченої кредиторської заборгованості реального сектора до величини власного капіталу;</li> <li>– співвідношення величини валютної позиції і власного капіталу підприємств</li> </ul>
<p>Фінанси суб'єктів господарювання фінансового сектора економіки</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– частка валового доходу, виробленого в фінансовому секторі економіки, в ВВП;</li> <li>– частка чистої доданої вартості фінансового сектора в загальній її величині по економіці;</li> <li>– частка витрат на оплату праці / прибутку в доданій вартості фінансового сектора;</li> <li>– частка перерозподілу капіталу через фінансовий сектор економіки;</li> <li>– частка процентних доходів у загальній сумі доходів фінансової установи;</li> <li>– співвідношення чистих процентних доходів фінансових установ та їх прибутку;</li> <li>– співвідношення весняних запозичень фінансового сектора і ВВП;</li> <li>– структура кредитного портфеля банків;</li> <li>– структура фінансових ресурсів банків.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– величина і співвідношення рентабельності власного капіталу і рентабельності активів;</li> <li>– співвідношення капіталізації фінансової установи до балансової вартості;</li> <li>– частка прострочених активів банків у загальній їх величині;</li> <li>– ліквідність і платоспроможність фінансових установ;</li> <li>– співвідношення страхових платежів до суми премій страхових компаній;</li> <li>– співвідношення валютної позиції банків до величини їх власного капіталу;</li> <li>– частка капіталу першого рівня банків в загальному обсязі їх фінансових ресурсів;</li> <li>– рівень адекватності капіталу банків;</li> <li>– співвідношення валютної позиції реального сектора по внутрішнім / зовнішнім зобов'язанням та активи до різниці між довгостроковими кредитами населення і депозитами населення в іноземній валюті.</li> </ul>
<p>Фінанси домашніх господарств</p>	<p><i>Фінанси домашніх господарств</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– частка доходів сектора домашніх господарств у ВВП;</li> <li>– структура факторних складових доходів домашніх господарств (заробітної плати, доходів від власності);</li> <li>– частка чистих заощаджень домашніх господарств в загальній їх величині по економіці;</li> <li>– структура кінцевих споживчих витрат домашніх господарств.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>співвідношення реальних і фактичних доходів домашніх господарств;</li> <li>– співвідношення чистого кредитування (чистих позик) домашніх господарств до їх чистих заощаджень;</li> <li>– частка витрат на продукти харчування в загальній величині споживчих витрат домашніх господарств.</li> </ul>
<p>Ринок позичкового фінансування</p>	<p><i>Фінансовий ринок</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– частка міжбанківських кредитів у загальній сумі кредитного портфеля банків;</li> <li>– частка кредитів іншим фінансовим установам в кредитному портфелі банків;</li> <li>– частка кредитів домашнім господарствам в загальній сумі кредитного портфеля банків;</li> <li>– частка кредитів суб'єктам реального сектора в загальній сумі кредитного портфеля банків;</li> <li>– структура кредитів по терміновості, цілям і валюті кредитування;</li> <li>– співвідношення кредитування кредитних спілок та банківського кредитування населення;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– співвідношення кредитів домашнім господарствам і кредитів суб'єктам реального сектора економіки;</li> <li>– частка кредитування промисловості в загальній сумі кредитування реального сектора;</li> <li>– частка довгострокового кредитування реального сектора в загальній сумі наданих йому позикових коштів;</li> <li>– співвідношення платежів з експорту реального сектора і наданих йому кредитів в іноземній валюті;</li> <li>– співвідношення вартості кредитування реального сектора</li> </ul>



## Продовження Додатку А

	<ul style="list-style-type: none"> <li>– співвідношення наданих кредитів НБУ банкам і їх активів;</li> <li>– галузева структура кредитного портфеля банків.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– співвідношення діяльності прибуткових суб'єктів господарювання</li> </ul>
Депозитний ринок	<ul style="list-style-type: none"> <li>– частка заощаджень домашніх господарств на депозитах фінансових установ до загальної суми їх чистих заощаджень;</li> <li>– частка депозитів фінансових установ в загальній сумі депозитного портфеля банків;</li> <li>– співвідношення депозитів до запитання до величини грошового агрегату М1;</li> <li>– співвідношення строкових депозитів до величини грошового агрегату М2;</li> <li>– структура депозитів за терміновості, валюти, суб'єктам.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– пріоритет депозитів;</li> <li>– пріоритет середньострокових і довгострокових депозитів;</li> <li>– співвідношення депозитних відсоткових ставок і рівня інфляції;</li> <li>– співвідношення величини фонду гарантування вкладів фізичних осіб та суми депозитів домашніх господарств у банках;</li> <li>– співвідношення приросту строкових депозитів і грошового агрегату М2.</li> </ul>
Ринок облігацій	<ul style="list-style-type: none"> <li>– частка облігацій у загальній величині емітованих цінних паперів;</li> <li>– частка облігацій, випущених державою, в загальній величині емітованих облігацій;</li> <li>– частка корпоративних облігацій, випущених суб'єктами реального сектора в загальній величині емітованих облігацій;</li> <li>– частка обсягів торгівлі облігаціями в загальному обсязі торгівлі цінними паперами;</li> <li>– частка облігацій у портфелі активів банків та інших фінансових посередників;</li> <li>– частка облігацій у портфелі активів домашніх господарств.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– серед дохідності облігацій;</li> <li>– співвідношення емісії облігацій і величини капітальних інвестицій в реальному секторі економіки;</li> <li>– співвідношення прибутковості облігацій і процентних ставок по кредитах реальному сектору економіки;</li> <li>– динаміка індексів корпоративних облігацій;</li> <li>– волатильність індексів корпоративних облігацій;</li> <li>– динаміка учасників ринку облігацій.</li> </ul>
Ринок акцій	<ul style="list-style-type: none"> <li>– частка акцій у загальній величині емітованих цінних паперів;</li> <li>– частка акцій, випущених суб'єктами реального сектора в загальній величині емітованих акцій;</li> <li>– частка обсягів торгівлі акціями в загальному обсязі торгівлі цінними паперами;</li> <li>– частка акцій корпорацій реального сектора в портфелі активів банків та інших фінансових посередників;</li> <li>– частка акцій у портфелі активів домашніх господарств;</li> <li>– співвідношення емісії акцій, здійсненої шляхом відкритого і закритого випуску;</li> <li>– частка акцій, що котируються на біржах;</li> <li>– співвідношення обсягів торгів, здійснених на біржовому і позабіржовому ринку.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– співвідношення емісії акцій і величини капітальних інвестицій в реальному секторі економіки;</li> <li>– динаміка індексів акцій;</li> <li>– волатильність індексів акцій;</li> <li>– ліквідність ринку акцій;</li> <li>– динаміка учасників ринку акцій.</li> </ul>
Ринок акціонерного капіталу		
Валютний ринок	<ul style="list-style-type: none"> <li>– структура обороту іноземної валюти на валютному ринку по виду валюти;</li> <li>– індекс структурних зрушень обороту валюти на валютному ринку;</li> <li>– загальний обсяг угод на валютному ринку щодо ВВП;</li> <li>– співвідношення спотових і строкових угод на валютному ринку;</li> <li>– частка валютних інтервенцій НБУ в загальному обсязі обороту валюти на ринку.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– динаміка курсу іноземної валюти;</li> <li>– волатильність курсу іноземної валюти;</li> <li>– співвідношення заявок на покупку і продаж (по числу й обсягу заявок);</li> <li>– динаміка індексу середнього обсягу заявок;</li> <li>– динаміка кількості учасників ринку;</li> <li>– співвідношення динаміки валютного курсу і рівня інфляції;</li> <li>– динаміка реального валютного курсу; динаміка сальдо платіжного балансу;</li> <li>– співвідношення сальдо платіжного балансу і валютних резервів НБУ; динаміка валютних резервів НБУ.</li> </ul>

## Додаток Б

### Результати емпіричних досліджень фінансової гнучкості

Автори	Сутність отриманих результатів	Обсяг і період вибірки	Особливість підходу
1 Ачарія В., Алмейда Х, Кампелло М. (2007) [140]	2 Резервування боргового навантаження і грошових резервів (ГР) грає важливу роль в реалізації майбутніх інвестицій. Є відмінність в залежності від мотиву між цими джерелами фінансової гнучкості. Суб'єкти, які мають фінансові обмеження, вважають за краще резервувати ГР якщо мотив до хеджування високий (низька кореляція між доходами та інвестиціями компанії), і використовують запас боргового навантаження, якщо мотив до хеджування низький.	3 Більше 20 тис. промислових підприємств за період з 1971 по 2001 рр.	4 Підкреслюється роль сили мотиву формування гнучкості
ДеАнджело Х, ДеАнджело Л, Вайсед В. (2008) [198]	Компанії резервують боргову здатність проактивно для зниження негативного ефекту не передбаченого негативного ефекту зниження грошових потоків для майбутніх інвестиційних проектів	Фінансові компанії США	Обґрунтовано проактивність коригування боргу
Бйон С. (2007) [189]	Суб'єкти господарювання з негативним нерозподіленим прибутком переважно привертають власний капітал для формування резерву ДС і, відповідно, забезпечення фінансової гнучкості з низьким фінансовим левериджем. Резерв ДС негативно корелює з левериджем. Невеликі компанії підтримують низький леверидж шляхом підтримки резерву ДС на основі залучення власного капіталу. Леверидж позитивно корелює з розміром компанії.	Фінансові компанії США за період з 1971-2005 рр.	Враховується відмінність в підході до формування в залежності від розміру компанії
Бйон С. (2008) [190]	Малі підприємства з негативними або низькими доходами, операційними грошовими потоками, більш високими резервами ДС, без дивідендів і кредитного рейтингу - найбільшою мірою потребують фінансової гнучкості. Зростаючі компанії з середніми доходами, грошовими потоками, низьким резервом ДС, низькими дивідендами підтримують високий леверидж. Великі стабільні компанії з великими доходами і грошовими потоками мають середній резерв ДС, великі дивіденди, високий кредитний рейтинг переважно орієнтуються на внутрішні фонди і підтримують середній леверидж.	Фінансові компанії США за період з 1971-2005 рр.	Вплив характеристик компанії на спосіб формування гнучкості
Бйон С. (2011) [191]	Країни, що розвиваються компанії, що знаходяться у фазі формування фінансової гнучкості мають низький леверидж; зростаючі компанії в фазі реалізації фінансової гнучкості - високий; стабільні компанії в фазі зміни фінансової гнучкості мають середній леверидж.	Фінансові компанії США за період з 1971-2006 рр.	Враховуються фази формування та реалізації гнучкості

Продовження Додатку Б

1	2	3	4
Хеннесі К., Левай А., Вайтед Т. (2007) [298]	Компанії інвестують більше сьогодні, якщо вони очікують, що доступ до фінансів в майбутньому обмежений	1968–2003	Розгляд гнучкості як результату інвестування
Деніс Д., МакКінон С. (2012) [225]	Компанії встановлюють консервативний рівень боргу в своїй довгостроковій політиці для підтримки фінансового левериджу. Для реалізації інвестиційних можливостей вони проактивно збільшують величину боргу, потім повільно повертаючись до цільової величини.	Більше 2 тис. Підприємств в США за період з 1971–1999 рр	Облік терміновості боргової політики
Навін Д., Дженіс Д. [393]	При зниженні операційних грошових потоків компанії, в першу чергу, знижують інвестиції, інша частина дефіциту покривається за рахунок боргу. Залучення власного капіталу, покриття за рахунок резерву коштів (ГР) несуттєво.	18 компаній, що входять в індекс S & P за період з 1992 по 2006 рр	Ієрархічність способів формування гнучкості
Чанг К., Фафф Р., Квок В., Вонг Д. [432]	Фінансово гнучкі компанії на відміну від негнучких можуть використовувати додаткову вигоду від переоцінки їх акцій або капіталу на ринку, активно залучаючи ресурси і реалізуючи проекти в такі періоди. Залучаючи більш дешеві ресурси і реалізуючи проекти вони підвищують свою ринкову вартість	Більше 2 тис. компаній в США за період з 1972–2004 рр.	Вплив гнучкості на використання тимчасових цінових переваг на ринку
Хохенстафф Р., Стенінгер Б. [278]	Фінансова гнучкість грає важливу роль в підтримці ліквідності і інвестиціях. Леверидж і грошові резерви позитивно корелюють між собою і негативно з величиною кредитних ліній.	140 туристів і компаній, що інвестують в нерухомість в США за період з 1995-2010 рр.	Взаємозв'язок способів формування гнучкості
К. Лінс, Х. Серваес, П. Туффано (2010) [333]	Використання різних джерел фінансової гнучкості для різних цілей: резерву коштів (ГР) - при зниженні грошових потоків при несприятливих шоках, кредитних ліній - реалізації інвестицій в сприятливі періоди. Кредитні лінії становлять 15% активів компанії, резерв ДС - 2%.	Менеджери 345 компаній з 29 країн (більшість – з Німеччини), 2008 р	Залежність способу формування гнучкості від мети формування

Продовження Додатку Б

1	2	3	4
Данг В. (2008) [219]	Компанії не мають боргу – це компанії найбільш фінансово обмежені - менш гнучких, більш ризиковані, менш прибуткові, найбільш активні в залученні власного капіталу, підтримують найбільші резерви для уникнення ризику недоінвестування	Понад 14 тис. Компаній країн G-7 за період 1988–2008 рр.	Вплив характеристик компанії на мотив в формування гнучкості
Девас Э., Ю. Діллон, М. Джаганатан [226] (2008)	Ризик ліквідності і фінансова гнучкість грають більш важливу роль, ніж тільки ризик недоінвестування, при визначенні боргової політики - величини боргу і його терміновості	Майже 700 компаній США за період 1990–2008 рр.	Роль фінансової гнучкості в політиці формування боргу
Феррандо А., Марчіка Р., Мура М. (2013) [245]	Після періоду підтримки низького левериджу компанії здійснюють значні інвестиції, що фінансуються за рахунок боргу. Фінансово гнучкі компанії не тільки інвестують більше, але і більш ефективно. Зростання інвестицій на 22,3% при підтримці низького левериджу протягом 3-х років. Висока цінність гнучкості для країн з низьким інституційним забезпеченням	685 тис. компаній ЄС і Великобританії за період 1993–2010 рр.	Вплив фінансової гнучкості на інвестиції та її цінність для країн з низьким інституційним забезпеченням
Бйон С. (2011) [191]	Компанії на етапі свого розвитку мають низький леверидж в процесі формування фінансової гнучкості, зростаючі компанії а етапі реалізації фінансової гнучкості - мають високий леверидж; стійкі компанії при формуванні фінансової гнучкості мають середній, компанії на етапі свого розвитку - середній леверидж	Публічні компанії США за період 1971–2006 рр.	Виокремлення стадій формування і реалізації фінансової гнучкості в розрізі життєвого циклу компанії
Колуззі Ч., Феррандо А., Міртінець-Карраскал (2009)М. [258]	Нові та малі компанії збільшують ймовірність зіпнутися з фінансовими обмеженнями (низькою фінансовою гнучкістю) на 16 і 13 в.п. відповідно. Має значення і галузеві особливості: приналежність до промисловості або будівництва збільшує ймовірність на 18 і 26 в.п. Хороші фінансові показники знижують таку ймовірність (1% зростання обсягів виручки знижує ймовірність на 4 в.п.).	155 тис. нефінансових корпорацій Європи (Франції, Португалії, Італії, Іспанії, Німеччини)	Безпосередня оцінка факторів і фінансової гнучкості характеристик компанії на доступ до капіталу
Вагенвурт Р. (2003) [422]	Особливо чутливими до коливань грошових потоків і, відповідно, більш фінансово обмеженими (негнучкими), є середні і малі компанії	Компанії Європи за період 1996–2000 рр.	Залежність фінансових обмежень від розміру компанії

Продовження Додатку Б

1	2	3	4
Олівейра Б., Фортунато А. (2006) [365]	Малі та молоді компанії стикаються з великими фінансовими обмеженнями	Компанії Португалії	Залежність фінансових обмежень від розміру і віку компанії
Хатчисон Дж., Ксавієр А. (2006) [304]	Малі та молоді компанії, компанії з високим довгостроковим боргом є найбільш фінансово обмеженими, мають складності в доступі до зовнішніх фінансових ресурсів	Компанії Бельгії та Словенії	Залежність фінансових обмежень від розміру, віку компанії величини довгострокового боргу
Фаджиліо Дж., Луззі А. (2006) [239]	Зростання обмежень в ліквідності визначає більший негативний вплив розміру компанії на її зростання	Компанії в Італії	Залежність фінансових обмежень від розміру компанії
Бейкер Бо, Сивадасан Дж. [196] (2010)	Фінансової розвиток в країні в меншій мірі впливає на фінансові обмеження для компаній, які не мають доступу до внутрішніх ринків капіталу (холдингу)	7 млн. Компаній з 38 країн Європи за період 1998–2002 рр.	Вплив фінансового розвитку на ступінь фінансових обмежень компанії
Баум К., Шафер Д., А. Талавейра [168]	Структура і рівень розвитку фінансового сектора впливає на формування резервів ДС для більш фінансово-обмежених компаній, ніж фінансово необмежених. Банкоцентричні країни в більшій мірі забезпечують доступ фінансово обмежених компаній до зовнішнього фінансування (з позиції формування резервів ГР)	80 тис. компаній в світі за період 1989–2006 рр.	Вплив фінансових обмежень в залежності від структури і рівня розвитку фінансового сектору

Показники оцінювання фіскальної гнучкості

Показники	Визначення показників	Параметри	Порогові значення	Вагові коефіцієнти		
				Фіскальне стимулювання	Фіскальна консолидація	Фіскальна рестрикція
<i>Головна компонента (характеристика фіскального простору)</i>						
Відхилення загального боргу держави від граничного рівня ( <i>GD</i> )	$GD = \frac{D_t}{GDP_t} - d_{lim}$	$D_t$ – фактичний рівень загального державного боргу у періоді $t$ ; $GDP_t$ – величина ВВП у періоді $t$ ; $d_{lim}$ – граничний рівень державного боргу (42,8%)	[-0,134; 0] стимулятор	0,6 0,24	0,5 0,21	0,3 0,3
Спроможність генерування позитивного циклічно скорегованого бюджетного балансу ( <i>GP</i> )	$GP = \frac{\bar{P}}{GDP_p} - p_{lim}$	$\bar{P}$ – середній циклічно скорегований бюджетний баланс (дефіцит/профіцит) за останні 5 років; $GDP_p$ – середній потенційний ВВП за останні 5 років; $p_{lim}$ – граничний рівень скорегованого бюджетного балансу по відношенню до потенційного ВВП країни (-1,3%)	[0;1,8] Дестимулятор	0,29	0,18	0,4
Відхилення диференціалу відсотка та зростання ВВП від граничного рівня ( <i>Gd</i> )	$Gd = (r_t - k_t) - dif_{lim}$	$r_t$ – середньозважена вартість державних зобов'язань; $k_t$ – ставка зростання ВВП; $dif_{lim}$ – граничний рівень диференціалу (1,1%)	[0;5,5] стимулятор	0,19	0,14	
Відхилення поточної потреби у фінансуванні від граничної ( <i>GF</i> )	$GF = \left( \frac{-PB_t + CD_t}{GDP_t} \right) - CP_{lim}$	$PB_t$ – дефіцит (профіцит) державного бюджету у періоді $t$ ; $CD_t$ – поточні виплати за державним боргом у періоді $t$ ; $CP_{lim}$ – граничний рівень поточної потреби у фінансуванні (20,6%)	[-4;3; 0] стимулятор	0,14	0,11	0,2

Продовження Додатку В

Необхідний розмір корегування сальдо державного бюджету/ВВП (GK)	$GK = \left( \frac{1+r}{1+k} \right)^j \frac{D_{t_0}}{GDP_{t_0}} - d_{lim} - P_{t_0} - \frac{\sum_{t=1}^j \left( \frac{1+r}{1+k} \right)^{j-t}}{\sum_{t=1}^j \left( \frac{1+r}{1+k} \right)^{j-t}} \frac{\Delta P_{t_0+t-1}}{\Delta P_{t_0+t-1}} - \frac{\sum_{t=1}^j \left( \frac{1+r}{1+k} \right)^{j-t}}{\sum_{t=1}^j \left( \frac{1+r}{1+k} \right)^{j-t}}$	де j – кінцевий період розрахунку, за який передбачається необхідне корегування; t <sub>0</sub> – початковий період корегування; ΔP <sub>t<sub>0</sub>+t-1</sub> – зміна первинного сальдо балансу державного бюджету у порівнянні із періодом t <sub>0</sub>	[3,25; 6,75] стимулятор	0,10	0,25	0,1
Величина стабілізаційного фонду у країні (GST)	$GST = \frac{SF_t}{GDP_t}$	SF <sub>t</sub> – розмір накопиченого стабілізаційного фонду	[3; 20] дестимулятор	0,05	0,07	
Розмір активів держави по відношенню до ВВП (GA), %	$GA = \frac{AD_t}{GDP_t}$	AD <sub>t</sub> – активи держави	[40; 80] стимулятор		0,04	
<b>Допоміжна компонента (функціональний простір)</b>						
Еластичність автоматичних фіскальних стабілізаторів (LE)	$LE = \frac{\Delta b^*}{\Delta GDP_p}, b^* = \frac{PB}{GDP} - \frac{P}{GDP_p}$	Δb* - зміна циклічної компоненти сальдо державного бюджету;	[3; 20] Дестимулятор	0,08		0,5
частка податкових доходів із прогресивною шкалою оподаткування (LP);	$LP = \frac{\overline{TP}}{\overline{DP}}$	ΔGDP <sub>p</sub> – зміна потенційного ВВП; TP – середні податкові доходи із прогресивною шкалою за останні три роки;	[10; 20] Дестимулятор	0,02		0,04
частка соціальних виплат у витратах держави (LS)	$LS = \frac{\overline{SE}}{\overline{G}}$	DP – середні доходи бюджету;	[15; 30] Дестимулятор	0,02		
прогресивність шкали податку на доходи (LH)	$LH = \frac{MR_t}{AR_t}$	G – середні соціальні виплати MR <sub>t</sub> – рівень доходів фізичних осіб із максимальною ставкою оподаткування за шкалою; AR <sub>t</sub> – середній рівень доходів (заробітної плати) у країні.	[0,7; 2] дестимулятор	0,02		
Розмір держави (відношення державних витрат до ВВП) (LR)	$LR = \frac{G_t}{GDP_t}$		[30; 40] Дестимулятор	0,11	0,09	0,02

Продовження Додатку В

<p>Структура стимулюючого пакета фискальної політики:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- державні інвестиції в економіці (LI);</li> <li>- податкове навантаження на економіку (LT);</li> </ul> <p>або:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- розмір збільшення державних інвестицій в рамках політики стимулювання економіки (LU);</li> </ul>	$LI = \frac{I}{G}$ $LT = \frac{TT}{GDP}$ <p>або:</p> $LU = \frac{\Delta I_t}{GDP_t}$	<p><math>I</math> - середній рівень державних інвестицій в економіку за попередні 5 років;</p> <p><math>TT</math> - податкові доходи в державному бюджеті;</p> <p><math>\Delta I_t</math> - фактичний рівень збільшення державних інвестицій в рамках політики стимулювання економіки;</p>	<p>[5; 15] Де стимулятор</p> <p>[30; 40] Де стимулятор</p> <p>[0,03; 0,05] Де стимулятор</p>	<p>0,09</p> <p>0,08</p> <p>0,08</p>		
<p>Ступінь відкритості економіки країни (LO)</p>	$LO = \frac{E_t + IM_t}{GDP_t}$	<p>де <math>E_t</math> - експорт країни</p> <p><math>IM_t</math> - імпорт країни</p>	<p>[30; 60] Стимулятор</p>	<p>0,10</p> <p>0,07</p>		
<p>Сила ефекту витіснення (LV)</p>	$LV = 1 - \frac{1}{1 - \overline{LP}(1 - h) + I_t}$	<p><math>\overline{LP}</math> - гранична схильність до споживання (зміна об'єму споживання населення до зміни доходів населення)</p> <p><math>I_t</math> - зміна об'єму імпорту;</p> <p><math>h</math> - гранична ставка оподаткування (податкові надходження до ВВП)</p>	<p>[0,1; 0,3] Стимулятор</p>	<p>0,12</p> <p>0,10</p>		
<p>Ефективність бюджетних витрат</p>	$LEG = (LEO_t; LEE_t; LES_t)$	<p><math>LEO_t</math> - ефективність витрат на освіту (відношення частки населення, що мають середню освіту до частки витрат на освіту до ВВП);</p> <p><math>LEE_t</math> - ефективність у сфері розвитку інфраструктури (відношення оборненого показника втрат електроенергії при передачі та перерозподілі до частки загальних урядових витрат у ВВП)</p> <p><math>LES_t</math> - ефективність політики стабілізації економіки - відношення оборненого показника інфляції та безробіття до частки загальних урядових витрат у ВВП.</p>				



Продовження Додатку В

Фіскальний мультиплікатор поточних витрат (LMG)	$LMG = \frac{\Delta GDP}{\Delta GC}$	$\Delta GC$ - середня зміна поточних витрат держави за останні 5 років;	[0,2; 0,4] дестимулятор	0,07	0,06	0,10	
Фіскальний мультиплікатор інвестицій (LMI)	$LMI = \frac{\Delta GDP}{\Delta I}$	$\Delta GC$ - середня зміна державних інвестицій за останні 5 років	[0,8; 1,2] дестимулятор	0,05	0,05	0,11	
Фіскальний мультиплікатор податків (LMT)	$LMT = \frac{\Delta GDP}{\Delta TT}$	$\Delta TT$	[0,5; 0,7] дестимулятор	0,04	0,04	0,10	
Розвиток фінансового сектору (LF)	$LF = \frac{A_t}{GDP_t}$	$A_t$ - активи фінансового сектора економіки		0,03	0,03	0,09	
Гнучкий режим курсу іноземної валюти (LK)	$LK = \begin{cases} 1, & \text{якщо курс гнучкий} \\ 0, & \text{якщо курс не гнучкий} \end{cases}$		[0,5; 1] дестимулятор	0,02	0,02		
Рівень доходу на душу населення	$f_9 = \frac{DD_t}{NP_t}$	$DD_t$ - доходи населення; $NP_t$ - кількість населення					
Розмір розриву ВВП, %	$LG = \frac{GDP_t - GDP_{Pt}}{GDP_t}$		[2; 4] стимулятор	0,01	0,01	0,09	
Частка витратів на соціальний захист у структурі державних витрат (GC), %	$LSS = \frac{GC_t}{G_t}$	$GC_t$ - видатки на соціальний захист	[35; 45] стимулятор			0,08	
Частка витратів на соціальну допомогу у видатках на соціальний захист держави, %	$LSD = \frac{GCD_t}{GC_t}$	$GCD_t$ - видатки на соціальну допомогу	[3; 7] стимулятор				
Частка не дискреційних (захисних) витрат держави в загальному їх обсязі,		Захищеними видатками Державного бюджету України визначаються видатки загального фонду на: - оплату праці працівників бюджетних установ;	[35; 40] стимулятор			0,07	

Продовження Додатку В

<p>Структура консолідуючих заходів:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- співвідношення зниження витрат та податкових доходів в рамках консолідуючої політики (LKG);</li> <li>- співвідношення зниження поточних витрат держави та зниження видатків на соціальне забезпечення в рамках консолідуючої політики (LKC)</li> </ul> <p>Потенціал формування стабілізаційного фонду</p>		<p>- нарахування на заробітну плату;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- придбання медикаментів та перев'язувальних матеріалів;</li> <li>- забезпечення продуктами харчування;</li> <li>- оплати комунальних послуг та енергоносіїв;</li> <li>- обслуговування державного боргу;</li> <li>- поточні трансферти населенню;</li> <li>- поточні трансферти місцевим бюджетам;</li> <li>- підготовку кадрів вищими навчальними закладами I - IV рівнів акредитації;</li> <li>- забезпечення інвалідів технічними та іншими засобами реабілітації;</li> <li>- фундаментальні дослідження, прикладні наукові та науково-технічні розробки.</li> </ul>	<p>[0,6; 0,9] Стимулятор</p> <p>[0,3; 0,5] Стимулятор</p>	<p>0,05</p> <p>0,04</p>	
	$LKG = \frac{\Delta G'_{t+1}}{\Delta TT'_{t+1}}$ $LKC = \frac{\Delta GC'_{t+1}}{\Delta DS'_{t+1}}$	<p><math>\Delta G'_{t+1}</math> – зниження витрат держави в рамках консолідуючої політики;</p> <p><math>\Delta TT'_{t+1}</math> – збільшення податкових доходів в рамках консолідуючої політики</p> <p><math>\Delta GC'_{t+1}</math> - зниження поточних витрат держави в рамках консолідуючої політики;</p> <p><math>\Delta DS'_{t+1}</math> - зниження видатків на соціальне забезпечення в рамках консолідуючої політики</p>	<p>[20; 50] дестимулятор</p>	<p>0,18</p>	

Продовження Додатку В

		$\overline{PBC} = \frac{PBC}{GDP}$	$\overline{PBC}$ – середнє за останнї 5 рокїв сальдо поточного платїжного балансу	[0; 20] дестимулятор				0,14
Індикатор застосування фїскальних правил (LFR)		$LFR = \sum_{\varphi=1}^5 FP_{\varphi}$ $= \begin{cases} 1, & \text{якщо правило впроваджено} \\ 0, & \text{якщо правило не впроваджено} \end{cases}$	$FP_1$ – правило сальдо балансу; $FP_2$ – правило державного боргу; $FP_3$ – правило циклічно відкоригованого сальдо балансу; $FP_4$ – правило державних витрат; $FP_5$ – правило державних доходів	[1; 3] дестимулятор				0,25
Рівень забезпечення фїскальних правил (LIR)		$LIR = \sum_{\varphi=1}^6 FI_{\varphi}$ $FI_{\varphi} = \begin{cases} 1, & \text{якщо так} \\ 0, & \text{якщо ні} \end{cases}$	$FI_1$ – покриття правилами консолідованого бюджету та інших державних фондів; $FI_2$ – встановлення порогу витрат як середнього за декілька рокїв; $FI_3$ – наявність фїскальної відповідальності; $FI_4$ – наявність незалежного органу моніторингу; $FI_5$ – наявність можливостей відхилення від правил; $FI_6$ – визначення сальдо балансу відкоригованого на циклічність	[2; 4] дестимулятор				0,21
Рівень бідності та соціального забезпечення населення (LB)		$LB = (SD_t; SN_t; SS_t; SP_t; SB_t)$	$SD_t$ – частка соціальних виплат у структурі доходів населення; $SN_t$ – співвідношення наявного доходу на душу населення і прожиткового мінімуму; $SS_t$ – співвідношення середньої заробітної плати і прожиткового мінімуму; $SP_t$ – співвідношення середньої пенсії і прожиткового мінімуму; $SB_t$ – рівень бідності населення	[0,15; 0,3] Стимулятор [4; 6] Стимулятор [3; 5] Стимулятор [2; 3] стимулятор [10; 20] стимулятор		0,13	0,11	

Продовження додатку В

Якість інституційного середовища	$LIS = (IP_t; IC_t; IL_t)$	<p><math>IP_t</math> – проказник верховенства права та порядку</p> <p><math>IC_t</math> – проказник контролю корупції;</p> <p><math>IL_t</math> – проказник політичної стабільності</p>	[0; 1] дестимулятор	0,13	0,10	0,03	0,07
Ризик зростання реального ВВП	$SO = \frac{DR_{t+1}}{NP_{t+1}}$	<p><math>DR_t</math> – позитивне відхилення прогнозу ВВП від середнього прогнозованого значення експертами та фінансовими інститутами;</p> <p><math>NP_t</math> – негативне відхилення прогнозу ВВП від середнього прогнозованого значення експертами та фінансовими інститутами;</p>	[1; 1,25] дестимулятор	0,15 0,18		0,25 0,18	0,2 0,18
Ризик фінансових витрат	$SG = r_d - r_c$		[0; 1] стимулятор	0,20		0,20	0,20
Умовні фіскальні зобов'язання (стійкість банків)	$SL = (BK_t; FS_t; RE_t; KI_t; OL_t)$	<p><math>BK_t</math> – проказник частоти банківської кризи;</p> <p><math>FS_t</math> – проказник фінансової стійкості;</p> <p><math>RE_t</math> – проказник формування «пузиря» на ринку нерухомості;</p> <p><math>KI_t</math> – проказник достатності капіталу першого рівня;</p> <p><math>OL_t</math> – проказник збитків банків під час кризи</p>	[10; 20] дестимулятор	0,16		0,16	0,16
Показник зростання короткострокового боргу держави	$LC = \frac{\Delta DS_t}{D_t}$		[0,05; 0,01] стимулятор	0,11		0,11	0,11
Частка короткострокового боргу держави у її зобов'язаннях	$LCF = \frac{DS_t}{D_t}$		[0,22; 0,44] стимулятор	0,13		0,13	0,13

Продовження Додатку В

Рівень державного боргу, номінований у іноземній валюті	$LF = \frac{DC_t}{D_t}$	$DC_t$ – частка боргу держави у іноземній валюті	[0,200; 0,403] стимулятор	0,07	0,07	0,07
Рівень державного боргу перед нерезидентами	$LN = \frac{DR_t}{D_t}$	$DR_t$ - частка боргу держави перед нерезидентами	[0,05; 0,15] стимулятор	0,04	0,04	0,04
Рівень короткострокового боргу держави	$LSR = \frac{DS_t}{R_t}$	$R_t$ – величина золотовалютних резервів країни	[0,309; 0,618] стимулятор	0,09	0	0,09
Співвідношення зовнішнього боргу та експорту				0,02	0	0,02
Середньозважений строк державного боргу	$LT = \sum_{\epsilon=1}^M l_{\epsilon} t_{\epsilon}$	$l_{\epsilon}$ – частка боргу держави $\epsilon$ із відповідним терміном повернення; $t_{\epsilon}$ – строковість частки боргу держави $\epsilon$	[1; 2,3] дестимулятор			

## Дослідження швидкості корегування фінансового левериджу

Автори	Результат досліджень
Фланері М. і Ранджан К. (2006) [268]	Швидке корегування левериджу відносно цільової його величини для компаній в США – 34 – 38%
Фама Е. і Френч К. (2002) [240]	Корегування левериджу 7%–18% за рік. Більш повільне корегування для компаній які платять дивіденди, швидке – для тих, що не платять
Френк М., Гойал В. (2007) [273]	Корегування левериджу 55% за рік.
Кайхан А. і Тітман С. (2007) [319]	Корегування левериджу 10% за рік.
Леммон М., Робертс М., Зендер Дж. (2008) [330]	Корегування левериджу 25%–39% за рік.
Хуанг Р., Ріттер Дж. [303] (2009)	Корегування левериджу 17% за рік.
Локчарт Б. (2014) [335]	Корегування левериджу 24%–31% на рік, більш повільне корегування для компаній із відсутністю доступу до кредитних ліній.
Ховакіміан А. І Лі Дж. (2011) [301]	Корегування левериджу 17%–36% на рік
Елкаміні Р., Пунгалія Р., Віх А. (2014) [301]	Корегування левериджу 26% на рік
Данг В., Гаррет І., Нгуєн К. [159]	Корегування левериджу 39% на рік для компаній в Японії, 50,9% для компаній з Франції. Асиметричність швидкості корегування: якщо компанії мають надлишковий леверидж – швидкість корегування 35,7% (Японія), 35,7% (Франція), якщо мають запас гнучкості – 33,7% (США), 46,9% (Франція).
Джанг Ф., Хуанг Дж., Кім К. [162]	Асиметричність швидкості корегування: 48% якщо компанії мають надлишковий леверидж, 25,5% – якщо мають запас гнучкості.
Івашковська І., Кадиров О., Кокорева М. [197]	Макроекономічні фактори, внутрішній фінансовий дефіцит, вартість кредитування впливають на швидкість корегування левериджу. Швидкість корегування в країнах БРІК та Східної Європи досягла рівня розвинутих країн. В передкризовий період швидкість корегування суттєво вище, ніж у період фінансової кризи. Серед внутрішніх факторів найбільш впливові – прибуток та капітальні витрати. Швидкість корегування від 2,8 до 5 років.

**Лактионова А.А. Гибкость финансовой системы: методология, оценка и векторы обеспечения: монография / А. Лактионова. – Винница:, 2016. – 400 с.**

В монографии освещаются современные проблемы обеспечения гибкости финансовой системы в условиях циклического развития экономики. Гибкость рассмотрена с позиции способности финансовой системы приспосабливать свой потенциал, реализующийся в виде финансовых возможностей обеспечения устойчивого экономического развития в режиме экономии средств и времени. Обобщены особенности реализации гибкости как одного из основополагающих качеств потенциала финансовой системы в процессе ее трансформационного и поступательного развития, выделенные на основе исследования закономерностей адаптации ее основных элементов, учета их сложности, диалектики взаимосвязи проявлений структурной и функциональной гибкости, институциональных характеристик. Определены общие принципы обеспечения гибкости финансовой системы на макро- и микро- уровнях. Дается оценка существующему уровню гибкости финансовой системы Украины в сферах публичных финансов, финансов домашних хозяйств, субъектов хозяйствования и финансового рынка как звена, обеспечивающего аккумуляцию и трансформацию финансовых ресурсов. Исследуются векторы обеспечения гибкости финансовой системы на макроуровне, среди которых рассмотрены ключевые – фискальные правила и контрциклическое макропруденциальное регулирование.

Для специалистов и ученых в области теории исследования и практики регулирования в финансовой системе, корпоративных финансов, студентов и аспирантов экономических специальностей высших учебных заведений.

**Laktionova O.A. Flexibility of the financial system: methodology, assessment and securitization: Monograph / O. Laktionova. – Vinnitsa:, 20 16. – 400 p.**

The book highlights contemporary issues of the financial system flexibility in a cyclical economic development. Flexibility is considered from the perspective of the financial system's ability to adapt its potential that is realized in the form of financial opportunities for sustainable economic development with money and time saving. The flexibility features as one of the fundamental qualities of the financial system capacity in the process of transformation and sustainable development have reviewed. They have been determined due to investigation of adaptation patterns of the basic elements of economic systems, taking into account their complexity, the dual interrelation of structural and functional flexibility, institutional characteristics. General principles of the financial system flexibility at macro and micro levels have defined. The evaluation of the existing level of flexibility of the financial system in Ukraine have done in the fields of public finance, household finance, business entities and financial market that provides accumulation and transformation of financial resources. We study the ways of securitization of financial system flexibility at macro level, among which are considered the key -fiscal rules and countercyclical macro-prudential regulation.

The monograph is for experts and scholars in the field of theory and practice of regulation in the financial system, corporate finance, undergraduate and graduate students.

**Наукове видання**

*Лактіонова Олександра Анатоліївна*

**ГНУЧКІСТЬ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ:  
МЕТОДОЛОГІЯ, ОЦІНКА ТА ВЕКТОРИ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ**

*Монографія*