

Л.П. Сідельникова, О.С. Новосьолова

**ФІНАНСОВІ ДИСБАЛАНСИ
В ЕКОНОМІЦІ:
ОСОБЛИВОСТІ ІДЕНТИФІКАЦІЇ
ТА МЕХАНІЗМИ КОРЕКЦІЇ**

Монографія

Херсон
ОЛДІ-ПЛЮС
2018

УДК (336.7+336.27):330.342
С34

*Рекомендовано до друку Вченою радою
Херсонського національного технічного університету
(протокол № 1 від 29.08.2018 р.)*

Автори:

Сідельникова Лариса Петрівна – доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри фінансів, банківської справи та страхування Херсонського національного технічного університету.

Новосьолова Олена Сергіївна – кандидат економічних наук, старший викладач кафедри фінансів, банківської справи та страхування Херсонського національного технічного університету.

Рецензенти:

Дем'янишин Василь Григорович – доктор економічних наук, професор, професор кафедри фінансів імені С.І. Юрія Тернопільського національного економічного університету.

Кужелєв Михайло Олександрович – доктор економічних наук, професор, директор Навчально-наукового інституту фінансів, банківської справи Національного університету державної фіскальної служби України.

Мельник Віктор Миколайович – доктор економічних наук, професор, професор кафедри фінансів Державного вищого навчального закладу «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана».

Сідельникова Л.П.

С34 **Фінансові дисбаланси в економіці: особливості ідентифікації та механізми корекції: монографія / Л.П. Сідельникова, О.С. Новосьолова. – Херсон: ОЛДІ-ПЛЮС, 2018. – 232 с.**

ISBN 978-966-289-269-7

У монографії досліджено теоретико-методичні основи виникнення, поширення, ідентифікації та корекції фінансових дисбалансів. Обґрунтовано зв'язок фінансових дисбалансів з іншими станами фінансової системи. На основі узагальнення вітчизняного та зарубіжного досвіду виокремлено основні індикатори для оцінювання фінансових дисбалансів. Наведено першочергові напрями розбудови та основні елементи системи регулювання фінансових дисбалансів в Україні, заснованої на ефективному поєднанні інструментів макроекономічної, макро- та мікропруденційної політики.

Видання рекомендоване для фахівців з фінансів, банківської справи, науковців, викладачів, аспірантів, студентів економічних спеціальностей.

УДК (336.7+336.27):330.342

ISBN 978-966-289-269-7

© Л.П. Сідельникова, О.С. Новосьолова, 2018

ЗМІСТ

Вступ	6
Розділ 1.	
Теоретико-методичні засади формування та ідентифікації фінансових дисбалансів в економічній системі держави	9
1.1. Економічна система держави та чинники її розвитку	9
1.2. Концептуалізація фінансових дисбалансів в економічній системі держави	22
1.3. Науково-методичні засади ідентифікації та оцінки фінансових дисбалансів	47
Розділ 2.	
Діагностика фінансових дисбалансів в Україні	63
2.1. Моніторинг збалансованості потоків фінансових ресурсів держави	63
2.2. Аналіз індикаторів цінових дисбалансів	81
2.3. Оцінка боргових дисбалансів інституційних секторів економіки України	102
Розділ 3.	
Вектори вдосконалення ідентифікації та регулювання фінансових дисбалансів	125
3.1. Формалізація взаємозв'язку індикаторів фінансових дисбалансів у вітчизняній та зарубіжній практиці	125
3.2. Удосконалення науково-методичних підходів до оцінки фінансових дисбалансів в Україні	159
3.3. Перспективні напрями розбудови системи регулювання фінансових дисбалансів в українських реаліях	177
Висновки	201
Список використаних джерел	206
Додатки	220

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ

ВВП	Валовий внутрішній продукт
ВНДН	Валовий наявний дохід населення
ДБУ	Державний бюджет України
ДІУ	Державна іпотечна установа
ДФСЕ	Дисбаланси у фінансовому секторі економіки
ЄС	Європейський Союз
ЗВР	Золотовалютні резерви
ІСЦ	Індекс споживчих цін
КМУ	Кабінет Міністрів України
МВФ	Міжнародний валютний фонд
МПП	Міжнародна інвестиційна позиція
НБУ	Національний банк України
НКЦПФР	Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку
ОВДП	Облігації внутрішньої державної позики
ОЕСР	Організація економічного співробітництва та розвитку
ОЗДП	Облігації зовнішньої державної позики
ООН	Організація Об'єднаних Націй
ПФТС	Перша фондова торговельна система
РЕОК	Реальний ефективний обмінний курс
СЗДУ	Сектор загального державного управління
США	Сполучені Штати Америки
ФСЕ	Фінансовий сектор економіки
ЦССБ	Циклічно скориговане сальдо бюджету
ЧМП	Чиста міжнародна інвестиційна позиція
AAPI	Aggregate Asset Price Index
CAPE	Cyclically Adjusted Price-Earnings
CPI	Consumer Price Index

Перелік умовних позначень

FSI	Financial Stress Index
HICP	Harmonised Index of Consumer Prices
GGD	General Government Debt
MTBO	Medium-Term Budgetary Objective
MIP	Macroeconomic Imbalances Procedure
NIIP	Net International Investment Position
PSCF	Private Sector Credit Flow
PSD	Private Sector Debt
REER	Real Effective Exchange Rate
ROE	Return on Equity
SGP	Stability and Growth Pact
TED	Treasuries over Eurodollars
TFSL	Total Financial Sector Liabilities
ULC	Unit Labor Cost

ВСТУП

Інституціональна структура та закономірності функціонування фінансових систем за останні десятиріччя зазнали кардинальних змін, адже прогрес у галузі інформаційно-комунікаційних технологій, дерегуляція економічних процесів, лібералізація руху капіталу, інтеграційні та глобалізаційні процеси сприяли швидкому розвитку фінансових ринків. Поява нових фінансових інструментів, пришвидшення здійснення фінансових операцій дозволили стрімко збільшити обсяги транскордонних потоків капіталу та більш ефективно розподіляти фінансові ресурси. І хоча такі зміни варто оцінювати переважно позитивно, разом з тим, вони супроводжуються перманентною фінансовою нестабільністю, причиною якої є порушення балансу економічної системи. Водночас, українська практика не має достатнього інструментарію щодо виявлення та запобігання фінансовим дисбалансам, що підсилюють вразливість економічної системи та призводять до спадних тенденцій у національній економіці.

У зв'язку з цим, підвищується актуальність розроблення та запровадження методики, яка б дозволила своєчасно ідентифікувати фінансові дисбаланси як каталізatori фінансової нестабільності та реагувати на них для мінімізації їхнього впливу на економіку загалом. Отже, визначення векторів розбудови системи регулювання фінансових дисбалансів в Україні є нагальною потребою сучасної фінансової науки і практики.

Серед зарубіжних вчених питання фінансових дисбалансів досліджували Б. Бернанке, К. Боріо, А. Грінспен, Е. Доллан, Дж. Кан, К. Кейс, П. Кругман, Т. Левітт, Ф. Лоу, Х. Мінські, Дж. Сакс,

Дж. Сігел, Дж. Стігліц, У. Уайт, Р. Шиллер, Г. Шиназі та ін. У вітчизняній літературі проблематику фінансової незбалансованості економічної системи висвітлили О. Амоша, В. Андрущенко, О. Барановський, Т. Богдан, Т. Васильєва, В. Геєць, В. Дем'янишин, О. Десятнюк, О. Дзюблюк, І. Івасів, О. Кириленко, С. Козьменко, В. Козюк, М. Корнєєв, Н. Кравчук, А. Крисоватий, М. Крупка, І. Луніна, І. Лютий, О. Луняков, М. Макаренко, П. Нікіфоров, В. Опарін, О. Прімерова, І. Рекуненко, Т. Савченко, О. Сніжко, В. Федосов, І. Чугунов, І. Школьник, С. Юрій та ін.

Проте, праці цих вчених присвячені переважно теоретичному обґрунтуванню причин та наслідків фінансових дисбалансів. Водночас, наявність дискусійних аспектів щодо вирішення проблем у сфері формування та ідентифікації фінансових дисбалансів зумовлює необхідність розроблення системного підходу до розв'язання суперечностей щодо визначення природи їх виникнення та причинно-наслідкових зв'язків із загальними параметрами макроекономічної динаміки, удосконалення аналітичного інструментарію їх поелементного та інтегрального оцінювання, застосування монетарного, фіскального та макропруденційного інструментарію регулювання фінансових дисбалансів.

Фінансові дисбаланси є, свого роду, драйверами переходу до фінансової нестабільності. Ідентифікація та кількісна оцінка фінансових дисбалансів і пов'язаних з ними шоків є досить складним завданням, особливо з точки зору завчасного їх виявлення. Своєчасна ідентифікація та ефективне регулювання накопичених фінансових дисбалансів, що продукують вразливість фінансової системи та призводять до спадних економічних тенденцій, сприятиме підтримці макроекономічної стабільності, зростанню добробуту населення та зміцненню конкурентоспроможності національної економіки. Зазначене актуалізує завдання вироблення якісно нових підходів до

ідентифікації та оцінки фінансових дисбалансів в економіці, а також практичних рекомендацій щодо їх регулювання в Україні.

Крім того, важливим завданням сучасної науки і практики є досягнення фінансової стабілізації та підтримка економічного розвитку України, що вимагає ефективних заходів щодо зниження потенційних та наявних ризиків для вітчизняної економіки.

У даному монографічному дослідженні поглиблено теоретичні засади формування фінансових дисбалансів в економічній системі держави, обґрунтовано методичні підходи до їх ідентифікації та діагностики, розроблено практичні рекомендації щодо розбудови системи їх регулювання в Україні.

Автори сподіваються, що монографія зацікавить науковців, які займаються проблематикою забезпечення фінансової стабільності економічних систем, а також буде корисною широкому колу викладачів, фахівців-практиків, аспірантів та студентів вищих навчальних закладів.

Колектив авторів висловлює щирі вдячності рецензентам: д.е.н., професору Дем'янишину Василю Григоровичу; д.е.н., професору Кужелєву Михайлу Олександровичу; д.е.н., професору Мельнику Віктору Миколайовичу за кваліфікований та неупереджений аналіз роботи, висловлені зауваження і наукові рекомендації, що дали можливість підвищити рівень проведеного дослідження.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ ТА ІДЕНТИФІКАЦІЇ ФІНАНСОВИХ ДИСБАЛАНСІВ В ЕКОНОМІЧНІЙ СИСТЕМІ ДЕРЖАВИ

1.1. Економічна система держави та чинники її розвитку

Економічним базисом розвитку суспільства є процес виробництва матеріальних та нематеріальних благ, що за своєю сутністю являє собою господарську діяльність. Процес господарської діяльності передбачає встановлення певних економічних відносин між її учасниками, що функціонують як цілісна система, в межах якої відбувається взаємодія суб'єктів господарювання та яка призначена для впорядкування зв'язків між ними.

Поняття «система», як загальнонаукове, означає цілісність, взаємозв'язок та ієрархічність елементів, що її утворюють (додаток А), із чим ми цілком погоджуємося.

У науковій літературі значна кількість напрацювань присвячена з'ясуванню сутності поняття «економічна система», її структури, опису типів економічних систем тощо. Однак погляди вчених щодо трактування зазначеної дефініції дещо різняться. Так, Дж. Гелбрейт зазначає, що основна мета економічної системи полягає в тому, щоб виробляти матеріальні блага, надавати послуги, які потрібні населенню: «Найкраща економічна система – це та, яка максимально забезпечує громадян тим, чого вони найбільше потребують»¹. Однак

¹ Гелбрейт Дж.К. Экономические теории и цели обществ / Дж.К. Гэлбрейт. – М.: Прогресс, 1976. – С. 27.

такий підхід, на нашу думку, є дещо спрощеним, оскільки враховує інтереси лише споживачів, залишаючи поза увагою інших економічних суб'єктів.

Схоже визначення наводять Х. Зайдель і Р. Теммен, які розглядають економічну систему як «організацію людських ресурсів і машин, а також розподіл матеріальних благ таким чином, щоб по можливості зменшити недостатність в забезпеченні цими благами»². Отже, науковці акцентують увагу на задоволенні потреб суспільства як основної мети функціонування економічної системи, що, на наше переконання, є цілком логічним.

На думку В. Холесовскі, економічна система є «комбінацією взаємопов'язаних і функціонуючих елементів (ресурсів, учасників, інститутів тощо)»³. Проте вважаємо, що подібне трактування, на відміну від попередніх, не визначає мету функціонування економічної системи.

На переконання Р. Нуреева, економічна система – це сукупність економічних елементів, що утворюють певну цілісність, економічну структуру суспільства, єдність відносин, що складаються з приводу виробництва, розподілу, обміну і споживання матеріальних благ⁴. Тобто вчений цілком доречно наголошує на поєднанні послідовності елементів, що забезпечують функціонування системи.

П. Грегори і Р. Стюарт розглядають економічну систему як організаційну структуру, що приймає рішення і реалізує дії з приводу виробництва, розподілу і споживання благ у межах певного географічного регіону⁵. Таке тлумачення, на нашу думку, значно

² Зайдель Х. Основы учения об экономике / Х. Зайдель, В. Теммен. – М.: Дело, 1994. – С. 363.

³ Бузгалин А. Введение в компаративистику: Учеб. пособ. / А. Бузгалин, А. Колганов. – М.: Таурус-Альфа, 1994. – С. 70.

⁴ Нуреев Р.М. Курс микроэкономики: Учебник / Р.М. Нуреев. – М.: Норма, 2002. – С. 54.

⁵ Gregory P.P. Comparative Economic Systems / P.P. Gregory, R.S. Stuart. – Boston: Houghton Mufflin Company, 1995. – P. 123.

розширює поняття економічної системи, натомість, ми вважаємо більш виправданим застосування цієї дефініції у межах окремо взятої країни.

Н. Атанов зосереджує увагу на характері зв'язків між елементами економічної системи. На його думку, економічна система являє собою «спільноту елементів і підсистем, об'єднаних функціональними горизонтальними зв'язками»⁶. Однак, на наше переконання, акцентування уваги лише на горизонтальних зв'язках обмежує розуміння характеру взаємозалежності між елементами економічної системи, оскільки економічній системі притаманна ієрархічність.

Слушною, на нашу думку, є теза колективу авторів на чолі із Г. Климком, які зазначають, що сучасна економічна система є не сукупністю індивідуальних господарств одного рівня, а складною субординованою системою декількох рівнів, що взаємодіють⁷.

За визначенням В. Базилевича, економічна система – це сукупність взаємопов'язаних і відповідним чином упорядкованих елементів економіки, що утворюють певну цілісність, економічну структуру суспільства, яка має загальну мету⁸. Подібної думки дотримується і С. Мочерний, який розглядає економічну систему як «комплекс взаємодіючих підсистем, елементів і сукупність економічних зв'язків між ними, внаслідок чого виникають закони розвитку й функціонування даної системи, що надають їй цілісності й організованості, посилюють ефективність в інтересах досягнення спільної мети, втіленої в основному економічному законі»⁹. Тобто

⁶ Атанов Н.И. Экономическая система: особенности функционирования / Н.И. Атанов, А.А. Лапинская. – Улан-Удэ: БГУ, 1998. – С. 116.

⁷ Климко Г.Н. Основи економічної теорії: політекономічний аспект: Підручник / Г.Н. Климко, В.П. Нестеренко, Л.О. Каніщенко, А.А. Чухно. – К.: Вища школа, 1999. – С. 89.

⁸ Базилевич В.Д. Економічна теорія: Політекономія: Підручник / за ред. В.Д. Базилевича. – 6-те вид., перероб. і доп. – К.: Знання-Прес, 2007. – С. 65.

⁹ Мочерный С.В. Политическая экономия: Учеб. пособ. / С.В. Мочерный. – К.: Знання-Прес, 2002. – С. 69.

науковці досить слушно наполягають на існуванні певної мети економічної системи.

3. Ватаманюк трактує економічну систему як «спосіб організації економіки, сукупність взаємопов'язаних і упорядкованих відповідно її структурних елементів (галузей, підприємств, господарських суб'єктів і людей, що стоять за ними), які визначають взаємозв'язки між виробниками і споживачами благ та послуг»¹⁰. Однак, на нашу думку, таке визначення не повною мірою відображає сутність економічної системи, адже на сучасному етапі розвитку економічна система є більш складним явищем, вона не зводиться лише до взаємозв'язків між виробниками і споживачами благ та послуг.

Натомість, В. Федоренко розглядає економічну систему як форму конкретизації історично визначеної сукупності взаємопов'язаних елементів економіки, що мають ознаки цілісності, інтегративних властивостей і відносної замкнутості¹¹. Схоже формулювання наведене і в сучасному економічному словнику: «економічна система – це історично сформована або встановлена у країні сукупність принципів, правил, законодавчо закріплених норм, що визначають форму і зміст основних економічних відносин, що виникають у процесі виробництва, розподілу, обміну і споживання економічного продукту»¹². Вважаємо, що таке трактування підкреслює тривалість формування елементів економічної системи та їх інтегрованість, проте не визначає конкретної спрямованості функціонування економічної системи.

Більш коректним, на нашу думку, є визначення, запропоноване Г. Башняніним. Науковець тлумачить економічну систему як

¹⁰ Ватаманюк З. Вступ до економічної теорії: Курс лекцій / З. Ватаманюк, С. Панчишин, О. Ватаманюк. – Львів: Новий Світ-2000, 2005. – С. 114.

¹¹ Федоренко В.Г. Політична економія: Підручник / В.Г. Федоренко. – 2-ге вид., випр. – К.: Алерта, 2015. – С. 101.

¹² Райзберг Б.А. Современный экономический словарь / Б.А. Райзберг, Л.Ш. Лозовский, Е.Б. Стародубцева. – 2-е изд., испр. – М.: ИНФРА-М, 1999. – С. 68.

«сукупність всіх видів економічної діяльності людей (механізмів, функціонування інститутів, регулювання національної економіки) в процесі виробництва, обміну, розподілу і споживання товарів і послуг, а також у процесі регулювання такої діяльності»¹³. Схоже трактування наводить і М. Кульчицький, зазначаючи, що економічна система – це, певним чином, упорядкована система економічних зв'язків (відносин) між виробниками і споживачами матеріальних та нематеріальних благ. Це система координації господарської діяльності¹⁴.

Н. Чеботарьова під економічною системою розуміє певний тип суспільства, якісна характеристика якого обумовлена існуючим способом виробництва, специфікою панівних економічних відносин і регулюючим впливом надбудови¹⁵. О. Булахова, досліджуючи сутність економічної системи, доходить висновку, що остання відображає цілісну організаційну структуру, спрямовану на ефективну реалізацію рішень у сфері виробництва, розподілу та споживання благ, обмежену певним географічним регіоном і конкретними історичними умовами, функціонуючу і регульовану за допомогою господарського механізму¹⁶. Однак, ми вважаємо, що формування певного виду економічної системи локалізовано у межах конкретної держави, а тому більш доцільним в цьому контексті є використання поняття «економічна система держави».

Підсумовуючи викладене, пропонуємо трактувати економічну систему держави як сукупність інтегрованих підсистем, елементів і

¹³ Башнянин Г.И. Регулирование экономических систем и его типы / Г.И. Башнянин // Научный вестник. – 2007. – № 17.2. – С. 137.

¹⁴ Кульчицький М.І. Міжбюджетні відносини в економічній системі України: дис. ... д-ра екон. наук / Мирослав Іванович Кульчицький; 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит. – Львів: ЛНУ ім. І. Франка, 2016. – С. 48.

¹⁵ Чеботарьова Н.М. Сучасні економічні системи: Курс лекцій / Н.М. Чеботарьова. – Луганськ: ДЗ ЛНУ імені Тараса Шевченка, 2014. – С. 7.

¹⁶ Булахова Е.И. К вопросу о понятии «экономическая система» и ее классификации / Е.И. Булахова // Теоретичні і практичні аспекти економіки та інтелектуальної власності. – 2013. – Вип. 2(1). – С. 241.

економічних зв'язків між ними, що об'єктивно існують для задоволення соціально-економічних потреб усіх суб'єктів господарювання країни та суспільства в цілому в процесі виробництва, розподілу, обміну та споживання матеріальних і нематеріальних благ.

Традиційно у структурі економічної системи виділяють такі структурні елементи: продуктивні сили (матеріально-речовий зміст економічної системи), економічні відносини (техніко-економічні, організаційно-економічні, соціально-економічні відносини) і механізм господарювання (спосіб регулювання господарської діяльності на макрорівні)¹⁷.

Крім того, Г. Климко розглядає економічну систему на чотирьох рівнях (рис. 1.1).

Отже, економічна система держави є багатовимірною структурою, що складається із сукупності взаємозалежних та взаємопов'язаних елементів.

Розвиток економічної системи, на наше переконання, має характеризуватися певними якісними особливостями, серед яких найважливішими є:

- динамізм;
- цілісність;
- ієрархічність;
- адаптивність;
- відкритість;
- здатність до саморегулювання.

За відсутності або втрати економічною системою однієї чи декількох із цих якісних характеристик порушується ефективність і стабільність функціонування системи в цілому та її елементів зокрема.

¹⁷ Базилевич В.Д. Економічна теорія: Політекономія: Підручник / за ред. В.Д. Базилевича. – 6-те вид., перероб. і доп. – К.: Знання-Прес, 2007. – С. 67.



Рис. 1.1. Рівні економічної системи¹⁸

У загальному вигляді схема функціонування економічної системи держави представлена на рис. 1.2.

Визначальним чинником функціонування будь-якої економічної системи є реалізація національних інтересів в економічній сфері, що полягають у забезпеченні розширеного відтворення, досягненні ефективного використання економічних ресурсів, забезпеченні високих стандартів рівня життя населення та конкуренто-

¹⁸ Климко Г.Н. Основи економічної теорії: політекономічний аспект: Підручник / Г.Н. Климко, В.П. Нестеренко, Л.О. Каніщенко, А.А. Чухно. – К.: Вища школа, 1999. – С. 90.

спроможності цієї економічної системи у глобальному економічному просторі. Розробка середньострокових і довгострокових напрямів розвитку економічної системи та практичні кроки щодо їхньої реалізації повинні спиратися на чітке розуміння сучасних загроз та всебічно враховувати інтереси усіх економічних суб'єктів. Ми вважаємо, що такий підхід дозволяє виділити найбільш суттєві чинники, що впливають на розвиток економічної системи держави.



**Рис. 1.2. Загальна схема функціонування
економічної системи держави***

**Розроблено авторами*

Для кращого розуміння сутності економічної системи розглянемо її структуру. Одним з перших розробників теорії структури економіки був К. Кларк. Науковець у праці «Умови економічного прогресу»¹⁹, що була опублікована у 1940 році, описав зрушення у секторальній структурі економіки залежно від зміни споживчого попиту: зі зростанням середнього доходу на душу населення попит на продукцію сільського господарства знижується; на промислові товари – спочатку зростає, а потім, після певного рівня насичення ринку, скорочується; на послуги – постійно зростає. У відповідності до встановлених тенденцій, спочатку переважний розвиток історично отримує первинний сектор економіки, потім – вторинний і нарешті – третинний.

Згідно з теорією К. Кларка, кожна країна проходить три стадії розвитку: аграрну (продуктивність в країні зростає повільно), промислову (зростання продуктивності досягає максимуму) і стадію переважного зростання сфери послуг (темп зростання продуктивності знову сповільнюється). В секторальній структурі зайнятості частка сільського господарства неухильно зменшується; питома вага промисловості спочатку зростає, але в довгостроковому аспекті знижується; частка сфери послуг постійно підвищується.

Подальший розвиток теорії структури економіки пов'язаний із працями Д. Белла, який вперше вводить у науковий вжиток термін «постіндустріальне суспільство». Водночас, вчений зазначає, що «першою і найпростішою характеристикою постіндустріального суспільства є те, що більша частина робочої сили не задіяна в сільському господарстві і переробній промисловості, а зосереджена у сфері послуг, до якої належать торгівля, фінанси, транспорт, охорона здоров'я, індустрія розваг, а також сфери науки, освіти та управління»²⁰.

¹⁹ Clark C. The Conditions of Economic Progress / C. Clark. – London: Macmillan, 1940. – P. 177.

²⁰ Белл Д. Грядущее постиндустриальное общество: опыт социального прогнозирования / Д. Белл; пер. с англ. / под ред. В.Л. Иноземцева. – М.: Academia, 1999. – С. 158.

Д. Белл доповнює трьохсекторну модель К. Кларка ще двома секторами, названими ним відповідно четвертинним (quaternary) і п'ятеринним (quinary). Обидва вони виокремлюються в межах того єдиного підрозділу, яким К. Кларк раніше представляв третинний сектор. У результаті, третинний сектор Д. Белл скорочує до таких галузей, як транспорт і комунальне господарство, тоді як до четвертинного належать торгівля, фінансові послуги, страхування й операції з нерухомістю, а до п'ятеринного – охорона здоров'я, освіта, наукові дослідження, індустрія відпочинку і сфера державного управління (рис. 1.3).



Рис. 1.3. Модель структури економічної системи Д. Белла²¹

²¹ Белл Д. Грядущее постиндустриальное общество: опыт социального прогнозирования / Д. Белл; пер. с англ. / под ред. В.Л. Иноземцева. – М.: Academia, 1999. – С. 159.

Окрім секторальної, виділяють ще відтворювальну, галузеву, територіальну, соціальну, зовнішньоекономічну та інституційну структури економічної системи. Логіка наукового пізнання в межах об'єкту нашого дослідження вимагає більш детального розгляду саме інституційної структури економічної системи держави. Під інституційним сектором економічної системи ми розуміємо сукупність інституційних одиниць, які мають схожі економічні функції, цілі та поведінку.

Згідно з Наказом Державної служби статистики України «Класифікація інституційних секторів економіки України» від 03.12.2014 року № 378²², економіка країни складається із сукупності інституційних одиниць резидентів, які групуються в п'ять інституційних секторів відповідно до їх функцій, поведінки і цілей. При цьому кожна інституційна одиниця в цілому повинна бути віднесена тільки до одного з цих секторів:

1. Сектор нефінансових корпорацій містить інституційні одиниці, що зазвичай зайняті виробництвом ринкових товарів і нефінансових послуг.

2. Сектор фінансових корпорацій містить інституційні одиниці, які зазвичай надають фінансові послуги, у тому числі послуги із фінансового посередництва.

3. Сектор загального державного управління містить інституційні одиниці, які, окрім виконання політичних функцій, регулювання економіки та перерозподілу доходу й багатства, надають послуги для індивідуального або колективного споживання, головним чином на неринковій основі.

4. Сектор домашніх господарств містить інституційні одиниці, що складаються з однієї особи або групи осіб. Головним

²² Наказ Державної служби статистики України «Класифікація інституційних секторів економіки України» від 03.12.2014 року № 378 [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Державної служби статистики України. – Режим доступу: https://ukrstat.org/uk/norm_doc/2014/378/378_2014.htm.

призначенням сектору є забезпечення інших секторів робочою силою та здійснення кінцевого споживання. Також у межах сектору фізичними особами-підприємцями здійснюється виробництво ринкових товарів та нефінансових послуг.

5. Сектор некомерційних організацій, що обслуговують домашні господарства, містить одиниці, які зазвичай зайняті наданням неринкових послуг для домашніх господарств або суспільству в цілому та чий ресурси формуються за рахунок добровільних внесків²³.

Більш детально класифікацію інституційних секторів економіки України наведено у додатку Б.

Інституційні сектори економіки перебувають у тісному взаємозв'язку та взаємозалежності один із одним. Зважаючи на об'єкт та предмет нашого дослідження, більш детально розглянемо фінансовий аспект цих зв'язків, опосередкованих відповідним рухом фінансових ресурсів.

Схематично кругообіг фінансових ресурсів в економічній системі держави представлено на рис. 1.4.

Тобто економічну систему держави можна представити у вигляді декількох окремих елементів (сектор нефінансових корпорацій, сектор фінансових корпорацій, сектор загального державного управління, сектор домашніх господарств та сектор некомерційних організацій, що обслуговують домогосподарства), зв'язки між якими існують у формі економічних відносин, пов'язаних із рухом потоків фінансових ресурсів. Фінансові ресурси обслуговують рух вартості від одного економічного суб'єкта до іншого в процесі формування централізованих та децентралізованих фондів, тобто вони є матеріальними носіями економічних відносин.

²³ Наказ Державної служби статистики України «Класифікація інституційних секторів економіки України» від 03.12.2014 року № 378 [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Державної служби статистики України. – Режим доступу: https://ukrstat.org/uk/norm_doc/2014/378/378_2014.htm.



Рис. 1.4. Кругообіг фінансових ресурсів в економічній системі держави*

*Складено авторами

Отже, фінансова складова є основою функціонування будь-якої економічної системи. Фактично у складі економічної системи держави можна виділити окрему ланку, саме вона є відображенням форм та методів використання фінансів в економіці, – фінансову систему (рис. 1.5).

У подальшому вважаємо за доцільне використовувати поняття «фінансова система» у трактуванні, запропонованому О. Василюком, який зазначає, що «фінансова система – це сукупність різноманітних видів фондів фінансових ресурсів, сконцентрованих у розпорядженні держави, нефінансового сектору економіки (господарських суб'єктів),

окремих фінансових інститутів і населення (домогосподарств) для виконання покладених на них функцій, а також для задоволення економічних та соціальних потреб»²⁴.



**Рис. 1.5. Місце фінансової системи
в економічній системі держави***

**Розроблено авторами*

Вивчення особливостей розвитку фінансової системи держави дозволить сформулювати більш виважені підходи до здійснення макрофінансового регулювання національної економіки.

1.2. Концептуалізація фінансових дисбалансів в економічній системі держави

Панівною тенденцією розвитку сучасного господарства більшості країн світу є стрімкий розвиток фінансових ринків, що, своєю чергою, пов'язано із зростанням валютних, кредитних, операційних ризиків, ризиків ліквідності тощо, які посилюють вразливість фінансових

²⁴ Василик О.Д. Теорія фінансів: Підручник / О.Д. Василик. – К.: НІОС, 2000. – С. 20.

систем до кон'юнктурних змін, знижують їхню стійкість та конкурентоспроможність.

В останнє десятиріччя одним із першочергових завдань, що постали перед світовим економічним співтовариством, є забезпечення фінансової стабільності. Водночас, кризові явища 2008–2009 років виявили істотні недоліки у системі ідентифікації та попередження негативних процесів у фінансовому секторі країн.

У науковій літературі зустрічається декілька понять, якими позначають стан фінансової системи, серед них: «фінансова стійкість», «фінансова безпека», «вразливість фінансової системи», «фінансова незбалансованість», «фінансові дисбаланси», «фінансова нестабільність», «фінансова криза» тощо.

Грунтовне дослідження фінансової нестабільності здійснено О. Сніжко, яка пропонує розглядати еволюцію фінансової нестабільності як послідовну ієрархію її станів. Науковець виокремлює чотири різновиди фінансової нестабільності:

- а) коливання (турбулентність) у збалансованій фінансовій системі;
- б) фінансові дисбаланси;
- в) системна фінансова нестабільність;
- г) системна фінансова криза²⁵.

На нашу думку, такий підхід є досить влучним та розкриває послідовність етапів виникнення негативних явищ у фінансовій системі.

Отже, термін «фінансова криза» застосовується в економічній літературі для позначення вкрай негативного стану фінансової системи держави.

Системну фінансову кризу О. Сніжко тлумачить як екстремальний прояв нестійкості фінансової системи, її нелінійну

²⁵ Сніжко О. Ієрархія фінансової нестабільності / О. Сніжко // Формування ринкових відносин в Україні. – 2008. – № 2. – С. 30.

дезінтеграцію, яка характеризується значним або повним виснаженням банківського капіталу і, як правило, сполучається з руйнуванням платіжного, розрахункового та передавального механізмів монетарної політики, знеціненням національної валюти, падінням цін на фінансові активи, втратою прийнятності банківських депозитів як грошей і, як наслідок, розривом каналів фінансового посередництва²⁶. Поділяючи в цілому думку О. Сніжко, ми однак зауважимо, що дефініція, запропонована вченим, не повною мірою передає зв'язок між негативними явищами у фінансовій системі та загальним станом економіки країни.

У розумінні монетаристів М. Фрідмена і А. Шварц, фінансова криза зводиться до порушення ліквідності банківської системи, коли банки змушені продавати активи у збиток для поповнення резервів²⁷. А. Шварц зауважує, що фінансова криза спричинена побоюваннями, що кошти платежу будуть недоступними за будь-якої ціни через відтік коштів з банківської системи. На думку вченого, фінансові кризи є недовготривалими та закінчуються із ослабленням попиту на гроші з боку населення²⁸. Такий підхід ми вважаємо досить обмеженим, оскільки, на наше переконання, поняття «фінансова криза» необхідно трактувати ширше.

П. Кругман підкреслює, що основною причиною виникнення фінансової кризи є порушення рівноваги платіжного балансу²⁹. Р. Дорнбуш, І. Голдфайн і Р. Вальдес, досліджуючи у своїй праці «Валютні кризи та колапси» обвал мексиканського песо у 1994 році,

²⁶ Сніжко О. Ієрархія фінансової нестабільності / О. Сніжко // Формування ринкових відносин в Україні. – 2008. – № 2. – С. 31.

²⁷ Canova F. Were Financial Crises Predictable? / F. Canova // Journal of Money, Credit and Banking. – 1994. – Vol. 26 (1). – P. 110.

²⁸ Schwartz A. Money in Historical Perspective / A. Schwartz, D. Bordo, M. Friedman. – Chicago: University of Chicago Press, 1987. – P. 283.

²⁹ Krugman P. Block Those Metaphors [Electronic resource] / P. Krugman // The New York Times. – 2010. – Dec. 12. – Access mode: <http://www.nytimes.com/2010/12/13/opinion/13krugman.html>.

доходять висновку, що валютна криза здатна призвести до фінансової кризи³⁰. Подібну тезу висувають і Г. Камінські, С. Лізондо та К. Рейнхарт, які також пов'язують валютну та фінансову кризи, переконуючи, що різке знецінення курсу певної валюти на тлі скорочення золотовалютних резервів спричиняє кризу платіжного балансу, а по ланцюгу економічних зв'язків кризові явища поширюються на інші сектори фінансової системи³¹. Проте, на нашу думку, валютна криза є лише однією із причин фінансової кризи, проявів якої існує значно більше.

Більш доречним ми вважаємо зауваження М. Туган-Барановського, який зазначав, що фінансова криза свідчить про початок загальноекономічних кризових явищ³². Подібну теорію висунув і Ч. Кіндлебергер, пов'язавши фінансові кризи із діловим циклом³³.

Цікавим є бачення В. Ковальова, який наполягає, що фінансова криза виражається у різкому погіршенні стану фінансового ринку внаслідок реалізації накопичених ризиків під впливом внутрішніх та зовнішніх чинників, що спричиняє порушення його функціонування, зниження цінових показників, погіршення ліквідності й якості фінансових інструментів, банкрутство учасників³⁴. У наведеному трактуванні цілком доречно вказано на роль ризиків у виникненні

³⁰ Dornbusch R. Currency Crises and Collapses / R. Dornbusch, I. Goldfajn, R. Valdés // *Brooking Papers on Economic Activity*. – 1995. – No. 2. – P. 232.

³¹ Kaminsky G. Leading Indicators of Currency Crises / G. Kaminsky, S. Lizondo, C. Reinhart // *IMF Staff Papers*. – 1998. – Vol. 45 (March). – P. 6.

³² Туган-Барановский М.И. Периодические промышленные кризисы. История английских кризисов. Общая теория кризисов / М.И. Туган-Барановский. – М.: Наука-РОССПЭН, 1997. – С. 288.

³³ Kindleberger C. The Debt Situation of Developing Countries in Historical Perspective / C. Kindleberger. – London: Praeger, 1978. – P. 3.

³⁴ Ковалев В.В. Система предупреждения валютного и финансового кризисов в условиях глобализирующейся экономики: автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.14 – мировая экономика / Вадим Викторович Ковалев; Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации. – Москва, 2007. – С. 18.

фінансових криз, накопичення яких відбувається під впливом певних чинників.

І. Тивончук, П. Стецюк, О. Тивончук ідентифікують фінансову кризу як «різке погіршення стану грошово-фінансової системи або її окремих елементів, внаслідок чого ускладнюється або унеможлиблюється виконання нею своїх функцій, і економіка зазнає втрат»³⁵. Однак, на наше переконання, таке визначення не враховує можливості руйнування фінансової системи країни.

Найбільш ґрунтовне дослідження сутності та різновидів фінансових криз серед вітчизняних вчених-економістів, на нашу думку, проведено О. Барановським. Як зазначає науковець, «фінансова криза передбачає виникнення якісних змін в економічній системі, які спричиняють порушення пропорцій у розвитку, його призупинення, видозміни чи руйнування фінансової системи країни або світових ринків в цілому»³⁶. Вважаємо таке трактування цього поняття найбільш прийнятним, оскільки воно враховує сучасні глобалізаційні тенденції. Крім того, О. Барановський цілком доречно виділяє декілька видів фінансових криз: фондові, боргові, кризи ліквідності, валютні, банківські³⁷.

В цілому ж, на думку вченого, фінансова криза має низку характерних ознак, що дозволяють найбільш точно передати сутність цього явища та форми його прояву:

а) фінансова криза системно охоплює фінансові ринки та інститути фінансового сектору, грошовий обіг і кредит, міжнародні та державні фінанси;

³⁵ Тивончук І.О. Фінансові кризи: аналіз причин та механізмів їх прояву / І.О. Тивончук, П.І. Стецюк, О.І. Тивончук // Проблеми економіки та управління. – 2011. – № 698. – С. 113.

³⁶ Барановський О.І. Сутність і різновиди фінансових криз / О.І. Барановський // Фінанси України. – 2009. – № 5. – С. 12.

³⁷ Барановський О.І. Сутність і різновиди фінансових криз / О.І. Барановський // Фінанси України. – 2009. – № 6. – С. 5.

б) фінансова криза негативно впливає у середньо- і довгостроковому періоді на економічну активність усередині країни й на динаміку добробуту населення;

в) фінансова криза є реалізацією системного ризику і супроводжується ефектом «доміно», якщо:

- криза одного або групи фінансових інститутів та компаній реального сектору, сегмента ринку чи системи розрахунків передається в розширеному обсязі через пересічні зобов'язання на інші групи фінансових інститутів та компаній реального сектору, інші сегменти ринку і системи розрахунків, поступово охоплюючи дедалі більшу частину ринку;

- криза фінансового ринку однієї країни чи групи країн передається іншій країні, як «фінансова інфекція», криза довіри інвесторів, що спричиняє неліквідність ринку³⁸.

Відтак, у світовій економічній думці існують досить різні теоретичні підходи до визначення поняття «фінансова криза», але всі вони пов'язують фінансову кризу із фінансовими втратами, банкрутствами у фінансовому секторі, порушенням функцій фінансової системи або її елементів, руйнуванням системи в цілому тощо. Причиною фінансових криз найчастіше вважають нестабільність фінансової системи.

Дефініцією «фінансова нестабільність» прийнято позначати менш екстремальний прояв негативного стану фінансової системи. Значний внесок у розробку цієї проблематики зробив Х. Мінскі. Ним було висунуто «гіпотезу фінансової нестабільності», згідно з якою стверджувалося, що капіталістична економіка за своєю природою схильна до фінансової нестабільності та фінансових криз незалежно від впливу зовнішніх чинників³⁹.

³⁸ Барановський О.І. Сутність і різновиди фінансових криз / О.І. Барановський // Фінанси України. – 2009. – № 6. – С. 12-13.

³⁹ Minsky H. The Financial Instability Hypothesis / H. Minsky // The Jerome Levy Economics Institute of Bard College Working Paper. – 1992. – No. 74. – P. 4.

Стабільність фінансової системи залежить, насамперед, від форми фінансування інвестицій, серед яких науковець виділяв такі:

1. Забезпечене фінансування (hedge finance) – переважає у стадії поживавлення економіки, коли фінансування відбувається за рахунок внутрішніх фінансових ресурсів.

2. Спекулятивне фінансування (speculative finance) – в умовах економічного зростання ризики кредитоспроможності знижуються, що дозволяє збільшити зовнішнє фінансування. З часом власних коштів достатньо лише для виплати відсотків за отриманими позиками, для погашення боргів необхідним стає залучення нових кредитів.

3. Понці-фінансування (Ponzi finance) (назву отримано на честь відомого організатора фінансових пірамід Ч. Понці) – на цьому етапі виникає високий ступінь заборгованості зі значними фінансовими ризиками, який призводить до підвищення кредитних ставок на кошти для рефінансування боргів. Зростаючі ризики змушують вдаватися до продажу активів, що, відповідно, знецінює активи, зменшує рівень інвестицій та утворює дефіцит фінансових ресурсів, зрештою, переводить економіку у стан спаду⁴⁰.

Перехід від першої форми фінансування до наступних порушує врівноваженість фінансової системи, робить її вразливою, нездатною протистояти шокам. Водночас, «гіпотеза» Х. Мінські пояснює зв'язок економічного циклу з фінансовим. Ми вважаємо подібний підхід науково коректним, адже він враховує не лише незбалансованість фінансових потоків та цінових показників, а й їхні наслідки, що формуються у вигляді «перенапруження» балансів економічних суб'єктів сумнівними борговими зобов'язаннями.

Українська економічна наука здебільшого оперує вже усталеними у світовій практиці поняттями «фінансова нестабільність» (financial

⁴⁰ Minsky H. The Financial Instability Hypothesis / H. Minsky // The Jerome Levy Economics Institute of Bard College Working Paper. – 1992. – No. 74. – P. 7-8.

instability) і «фінансова вразливість» (financial fragility), зосередивши свою увагу на вивченні причин та наслідків цих явищ. В зарубіжній же практиці підходи до трактування цих понять дещо відрізняються, оскільки вивчається економічна природа фінансової нестабільності та заходи щодо її попередження на ранніх етапах, що, на наше переконання, дозволяє уникнути серйозних негативних наслідків для фінансової системи.

Так, на думку Дж. Чанта, фінансова нестабільність стосується умов, що складаються на фінансових ринках, які завдають шкоди або загрожують завдати шкоди продуктивності економіки через їхній вплив на функціонування фінансової системи⁴¹. Вважаємо, що таке трактування цілком враховує можливість поширення дисбалансів у фінансовому секторі на економіку в цілому.

Ф. Мишкін доходить висновку, що фінансова нестабільність виникає у тому випадку, коли потрясіння (шоки) у фінансовій системі та існуючі інформаційні потоки призводять до того, що фінансова система стає нездатною виконувати свою функцію по трансформації заощаджень у продуктивні інвестиції. До того ж, якщо фінансова нестабільність є досить серйозною, це може призвести практично до повного розладу у функціонуванні фінансових ринків, – таку ситуацію Ф. Мишкін класифікує як фінансову кризу⁴². Ми підтримуємо позицію вченого, адже подібне визначення досить точно передає сутність фінансової нестабільності.

Зауважимо, що слушною, на наш погляд, є думка Р. Фергюсона, який трактує фінансову нестабільність як ситуацію, що характеризується трьома базовими критеріями:

⁴¹ Chant J. Financial Stability as a Policy Goal [Electronic resource] / J. Chant, A. Lai, M. Illing, F. Daniel // Bank of Canada Technical Report. – 2003. – No. 95. – Access mode: <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/01/tr95.pdf>.

⁴² Mishkin F. Global Financial Instability: Framework, Events, Issues / F. Mishkin // Journal of Economic Perspectives. – 1999. – Vol. 13. – P. 9.

а) різким відхиленням цін на фінансові активи від їх фундаментальних значень;

б) деформацією функціонування ринку та доступності кредитів як на внутрішньому, так, можливо, і на міжнародних ринках;

в) як наслідок, сукупні витрати значно відрізняються від потенційного рівня виробництва⁴³.

На відміну від Ф. Мишкіна, Р. Фергюсон під поняттям «фінансової нестабільності» розуміє цінові коливання фінансових активів та, аналогічно до Дж. Чанта, акцентує увагу на негативному впливі фінансової нестабільності на інші економічні показники.

А. Крокетт тлумачить фінансову нестабільність як ситуацію, за якої економічні дії потенційно погіршені через коливання цін на грошові кредити або нездатність фінансових установ дотримуватися своїх договірних зобов'язань⁴⁴. Однак, на нашу думку, таке визначення звужує поняття «фінансової нестабільності», обмежуючи його лише монетарною складовою.

К. Боріо і М. Дрехмен зазначають, що «фінансова нестабільність – це низка умов, яких достатньо для прояву фінансової дестабілізації/фінансових криз у відповідь на незначні шоки. Ці шоки могли виникнути у реальному секторі економіки або безпосередньо у фінансовій системі, а фінансова система через низку своїх особливостей може посилити ці шоки до рівня фінансової дестабілізації чи кризи»⁴⁵. Подібне трактування вказує на взаємний вплив фінансового та реального секторів економіки.

Отже, зарубіжні підходи до визначення поняття «фінансова нестабільність» здебільшого зосереджуються на впливі негативних

⁴³ Ferguson R. Should Financial Stability be an Explicit Central Bank Objective? / R. Ferguson // BIS Paper. – 2003. – No. 18. – P. 8.

⁴⁴ Crockett A. The Theory and Practice of Financial Stability / A. Crockett. – Princeton: Essays in International Finance. – 1997. – No. 203. – P. 2.

⁴⁵ Borio C. Towards an Operational Framework for Financial Stability: «Fuzzy» Measurement and its Consequences / C. Borio, M. Drehmann // Working Papers. – 2009. – № 284. – P. 4.

явищ у фінансовій системі на економіку в цілому та на можливому переході фінансової системи із стану нестабільності у фінансову кризу.

Серед українських науковців дослідження природи фінансової нестабільності можна зустріти у працях І. Чирак, котра трактує це поняття як сукупність змін, що відбуваються у функціонуванні фінансової системи і ведуть до зниження ефективності виконання нею таких основних економічних функцій, як розподіл ресурсів, передавання ризиків і здійснення платежів, та послаблюють здатність протистояти негативному впливу внутрішніх і зовнішніх шоків на економічну активність, а також суттєво спотворюють механізм монетарної трансмісії⁴⁶. Однак І. Чирак не вважає фінансову нестабільність причиною фінансових криз, що, на нашу думку, звужує розуміння економічної природи цього поняття.

На противагу вищезазначеному трактуванню, О. Скоробогач констатує, що фінансову нестабільність можна визначити як вразливість фінансової системи до фінансових криз⁴⁷.

Г. Мірошніченко розуміє фінансову нестабільність як «складне і системне поняття, що в Україні в умовах відсутності розвинутого фінансового ринку найповніше проявляється саме в банківській системі, через неспроможність підтримувати рівновагу і відновлювати стабільний стан після зовнішніх потрясінь чи посилення диспропорцій, будь-яких відхилень від безпечних параметрів»⁴⁸. Подібне тлумачення доречне для вітчизняних реалій транзитивної економіки, проте за умов розвинутого фінансового

⁴⁶ Чирак І.М. Монетарна політика за умов фінансової нестабільності (на прикладі України): автореф. дис. ... канд. екон. наук: 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / Ірина Миколаївна Чирак; ТНЕУ. – Тернопіль, 2014. – С. 8.

⁴⁷ Скоробогач О.І. Сутність і теоретичні підходи до аналізу фінансової нестабільності / О.І. Скоробогач // Економічний часопис – XXI. – 2012. – № 7/8. – С. 62.

⁴⁸ Мірошніченко Г.О. Сутність і теоретичні підходи до аналізу фінансової нестабільності банківської системи / Г.О. Мірошніченко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. – 2014. – Вип. 39. – С. 141.

ринку банківська система є лише одним із можливих секторів прояву негативних коливань.

О. Сніжко акцентує увагу, що «системна фінансова нестабільність виникає у випадках поширення фінансових дисбалансів на значну кількість і різні типи фінансових інститутів та фінансових ринків»⁴⁹, відповідно визначаючи фінансові дисбаланси першопричиною нестабільного функціонування фінансової системи. Науковець підкреслює, що системна фінансова нестабільність робить фінансову систему держави крихкою та вразливою до шоків, що, на нашу думку, є досить точним трактуванням сутності цього поняття.

Підсумовуючи науковий доробок світової та вітчизняної фінансової думки, пропонуємо ідентифікувати фінансову нестабільність як певний стан фінансової системи, за якого її функціонування потенційно погіршується коливаннями у фінансовому секторі економіки, підвищується чутливість фінансового сектору до впливу внутрішніх і зовнішніх шоків, зростає ймовірність неплатоспроможності фінансових інститутів, що, у підсумку, робить фінансову систему вразливою та у найбільш екстремальних випадках призводить її до кризового стану.

Отже, терміни «вразливість фінансової системи» (financial fragility) та «фінансова нестабільність» (financial instability), на наш погляд, нерозривно пов'язані, оскільки перше є передумовою прояву другого. Як окрема дефініція, «фінансова вразливість» є предметом вивчення здебільшого зарубіжної економічної науки.

За визначенням Ф. Аллена і Д. Гейла, «фінансова вразливість» – це стан фінансової системи, за якого незначний шок може мати непропорційно великі ефекти з позицій зміни цін (волатильності) активів чи невиконання зобов'язань⁵⁰. Вважаємо таке тлумачення

⁴⁹ Сніжко О. Ієрархія фінансової нестабільності / О. Сніжко // Формування ринкових відносин в Україні. – 2008. – № 2. – С. 30.

⁵⁰ Allen F. Financial Fragility, Liquidity and Asset Prices / F. Allen, D. Gale // Journal of the European Economic Association. – 2004. – № 6. – Vol. 2. – P. 1015.

досить близьким до запропонованого нами трактування фінансової нестабільності, проте Ф. Аллен і Д. Гейл не пов'язують фінансову вразливість із фінансовою кризою.

О. Аспечс, Ч. Гудхарт, Д. Тсомокосі, Л. Цікіно тлумачать фінансову вразливість як поєднання високої вірогідності дефолту та низької прибутковості банків⁵¹, що зводить зазначену дефініцію у площину виключно банківської сфери.

Н. Лоейза і Р. Рансьєр, навпаки, розширюють змістове навантаження цього поняття, розуміючи під фінансовою вразливістю банківську кризу та фінансову волатильність (мінливість). Науковці підкреслюють, що у випадку виникнення негативних шоків фінансова вразливість переходить у фінансову нестабільність та спричиняє спад виробництва⁵², з чим не можна не погодитися.

Отже, у подальшому пропонуємо розглядати фінансову вразливість як стан фінансової системи, за якого вона втрачає стійкість до внутрішніх та зовнішніх шоків та не здатна їх поглинати, тобто система втрачає запас міцності. Фінансова вразливість, на наше переконання, є перехідним станом від фінансових дисбалансів до фінансової нестабільності.

Крім терміну «фінансова вразливість» у науково-методичній літературі виділяють інші поняття: «фінансова безпека» (financial security) та «фінансова стійкість» (financial soundness).

У «Методиці розрахунку рівня економічної безпеки України», затвердженій Наказом Міністерства економічного розвитку і торгівлі України від 29.10.2013 року № 1277, фінансова безпека трактується як «стан фінансової системи країни, за якого створюються необхідні фінансові умови для стабільного соціально-

⁵¹ Aspachs O. Towards a Measure of Financial Fragility / O. Aspachs, C. Goodhart, D. Tsomocos, L. Zicchino // *Annals of Finance*. – 2007. – № 1. – Vol. 3. – P. 55.

⁵² Loayza N. Financial Development, Financial Fragility and Growth / N. Loayza, R. Ranciere // *Journal of Money, Credit and Banking*. – 2006. – № 4. – Vol. 38. – P. 1054.

економічного розвитку країни, забезпечується її стійкість до фінансових шоків та дисбалансів, створюються умови для збереження цілісності та єдності фінансової системи країни. Фінансова безпека, у свою чергу, має такі складові: банківська безпека, безпека небанківського фінансового сектору, боргова безпека, бюджетна безпека, валютна безпека, грошово-кредитна безпека»⁵³. Вважаємо, що таке визначення наближує поняття фінансової безпеки до синоніму фінансової стійкості. Крім того, зазначена дефініція, на нашу думку, досить повно визначає основні сфери фінансової системи держави.

О. Барановський трактує фінансову безпеку як важливу складову економічної безпеки держави, що базується на незалежності, ефективності і конкурентоспроможності фінансово-кредитної сфери, яка відображається через систему критеріїв і показників її стану, що характеризують збалансованість фінансів, достатню ліквідність активів і наявність необхідних грошових і золотовалютних резервів, ступінь захищеності фінансових інтересів на усіх рівнях фінансових відносин, стан фінансових потоків в економіці, що характеризується збалансованістю і наявністю апробованих механізмів регулювання і саморегулювання⁵⁴. Отже, науковець розуміє фінансову безпеку як певний стан фінансової системи, що характеризується відсутністю дисбалансів, та, на відміну від попереднього джерела, розширює сутність цього поняття, трактуючи його не як збалансованість фінансової сфери, а

⁵³ Наказ Міністерства економічного розвитку і торгівлі України «Про затвердження Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України» від 29.10.2013 року № 1277 [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Міністерства економічного розвитку і торгівлі України. – Режим доступу: http://www.me.gov.ua/control/uk/publish/category/main?cat_id=38738&stind=1.

⁵⁴ Барановський О.І. Фінансова безпека в Україні (методологія оцінки та механізми забезпечення): автореф. дис. ... д-ра екон. наук: 08.04.01 – фінанси, грошовий обіг і кредит / Олександр Іванович Барановський; НАН України. Ін-т екон. прогнозування. – К., 2000. – С. 6.

як її «ефективність і конкурентоспроможність», що ми вважаємо не повною мірою коректним.

На нашу думку, більш вдалим є визначення А. Миколайчука, у якому науковець тлумачить фінансову безпеку як сукупність соціально-економічних і правових відносин, що забезпечують такий фінансовий стан, за якого виявляється стійкість до зовнішніх загроз і ризиків при раціональному використанні своїх фінансових ресурсів⁵⁵.

Л. Мельник трактує «стійкість», як «здатність утримувати рівновагу... і як стабільність, тобто здатність не змінюватися або підтримувати певні (стійкі) темпи руху (розвитку)»⁵⁶. Подібної думки дотримується і О. Луняков, який переконаний, що фінансова стійкість є здатністю фінансової системи протистояти зовнішнім та внутрішнім шокам⁵⁷. Ми вважаємо, що такі наукові підходи досить вдало характеризують сутність вищезазначеної дефініції.

Таким чином, фінансова безпека містить певні задані параметри, додержання яких створює умови для оптимального функціонування фінансової системи. Фінансова стійкість є станом фінансової системи, який дозволяє уникнути негативних проявів екзогенних та ендогенних шоків. Основною причиною фінансової вразливості, порушення фінансової безпеки та стійкості є розбалансування фінансової системи, що виражається у неправильній оцінці вартості активів або незбалансованості фінансових потоків окремих її суб'єктів.

У зарубіжній практиці для позначення стану незбалансованості використовують поняття «imbalance», що в перекладі означає

⁵⁵ Миколайчук А.Б. Методичний підхід до прогнозування рівня фінансової безпеки держави в системі моніторингу / А.Б. Миколайчук // Вісник економіки транспорту і промисловості. – 2012. – № 38. – С. 82.

⁵⁶ Основи стійкого розвитку: Навч. посіб. / за заг. ред. Л.Г. Мельника. – Суми: Університетська книга, 2005. – С. 413.

⁵⁷ Луняков О.В. Экономическая категория «финансовые дисбалансы» в системе взаимосвязанных понятий / О.В. Луняков // Економічний форум. – 2013. – № 2. – С. 248.

«відсутність рівноваги, нестійкість, невідповідність»⁵⁸; також відоме поняття «disbalance» – «порушення рівноваги, дисбаланс»⁵⁹.

Т. Щетілова розглядає imbalance (незбалансованість) як крайній стан disbalance (дисбалансу). На думку науковця, дисбаланс – це «неврівноважений стан об'єкта чи порушення параметрів, які характеризують об'єкт як цілісність, та процеси змін у функціонуванні та розвитку об'єкта»⁶⁰. Відтак, у цьому визначенні дисбаланс не трактується як негативне явище, а лише зазначається, що він є порушенням цілісності об'єкта, із чим ми не погоджуємося.

Натомість, логічним та науково обґрунтованим вважаємо твердження, що дисбаланс (disbalance), або порушення рівноваги, є внутрішньо притаманною властивістю ринкової економіки, яка «впливає» з її природи, а рівновага є лише її тимчасовим станом⁶¹.

Розширення проблем економічної рівноваги зумовлює необхідність якісно нового та системного вивчення цього питання. Акцентуючи увагу на об'єкті нашого дослідження, зосередимося на вивченні іманентних ознак та сутнісних характеристик поняття «дисбаланс».

Варто підкреслити, що види дисбалансів в економічній системі різняться залежно від їх причин та масштабності. Використовуючи дані рис. 1.1, де наведено рівні економічної системи, визначимо основні рівні та види економічних дисбалансів (рис. 1.6).

⁵⁸ Мюллер В.К. Англо-русский словарь. 24-е изд. – М.: Русский язык, 1995. – С. 914.

⁵⁹ Там само. С. 537.

⁶⁰ Щетілова Т.В. Оценка глобальных дисбалансов в оценке макроэкономических систем / Т.В. Щетілова // Основы экономики, управления и права. – 2012. – № 6 (6). – С. 107.

⁶¹ Моделі ідентифікації макроекономічних дисбалансів в Україні: Монографія / за ред. М.І. Скрипниченко. – К.: НАН України, ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України», 2015. – С. 397.

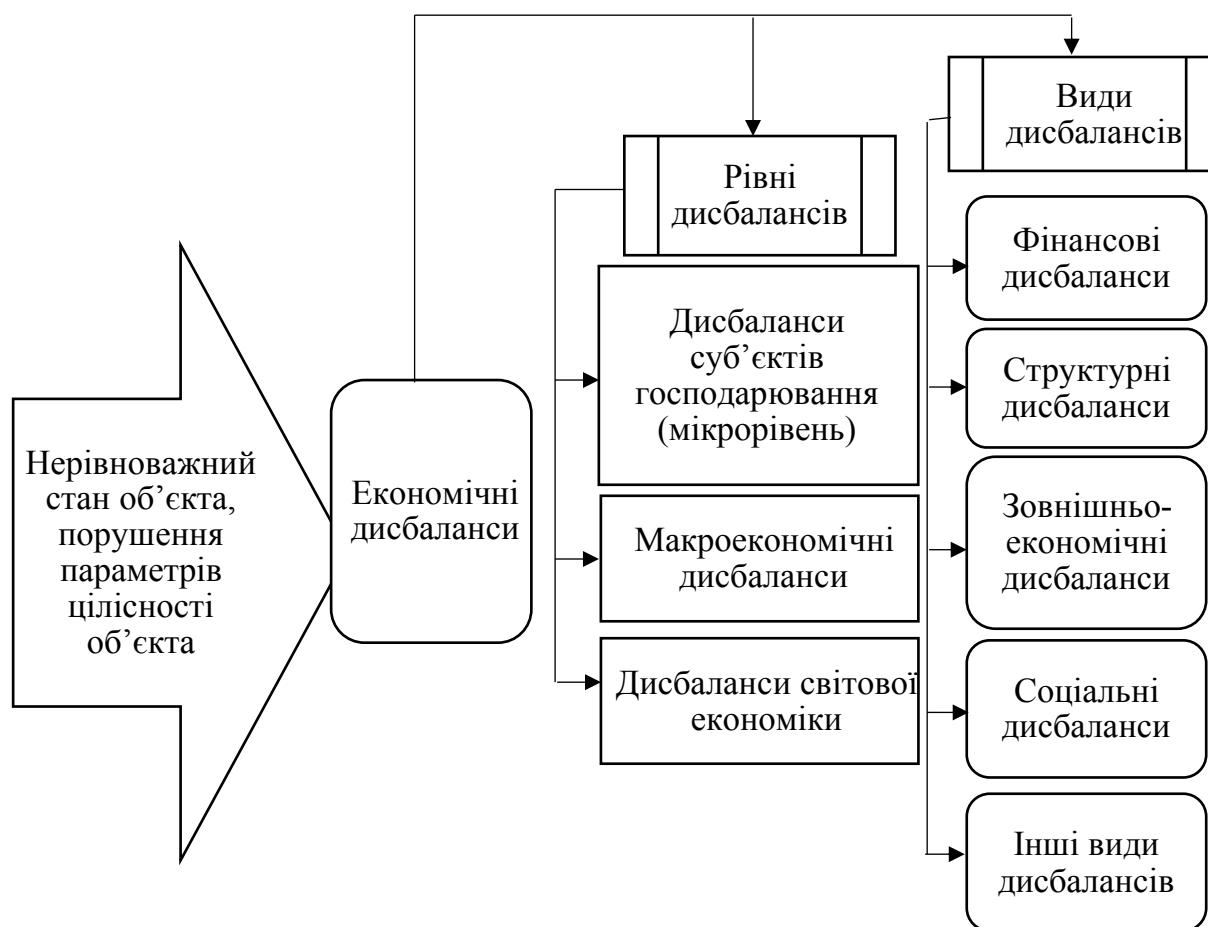


Рис. 1.6. Класифікація економічних дисбалансів*

**Розроблено авторами*

У Регулятивному акті ЄС № 1176/2011 «Про попередження та корекцію макроекономічних дисбалансів» термін «дисбаланс» визначається як будь-який тренд, що дає початок макроекономічним тенденціям, які негативно відображаються чи можуть негативно вплинути на нормальне функціонування економіки держави-члена економічного та валютного союзу або ЄС в цілому⁶². Таке

⁶² Regulation (EU) No. 1176/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 on the Prevention and Correction of Macroeconomic Imbalances [Electronic resource] / Official website of the European Commission. – Access mode: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:306:0025:0032:EN:PDF>.

трактування, на нашу думку, чітко характеризує дисбаланс як негативні зміни в економіці.

Д. Кан, віце-президент Федерального резервного банку Канзас Сіті, переконує, що фінансовий дисбаланс є стійким відхиленням ціни активу або іншої фінансової змінної від її довгострокової історичної тенденції⁶³.

Подібно до Д. Кана, В. Козюк акцентує увагу на тому, що фінансові дисбаланси – це суттєві відхилення динаміки фінансових агрегатів (капіталізація ринку різних фінансових інструментів) від історично відомої траєкторії⁶⁴.

Однак такі тлумачення, на нашу думку, не розглядають фінансовий дисбаланс як негативне явище, а тому не повною мірою відображають його сутність.

Натомість, К. Боріо пропонує розглядати фінансові дисбаланси як «перенапругу» («overextension») у балансах економічних агентів, яка виникає під час економічних бумів у результаті взаємодії між цінами активів та зовнішнім фінансуванням, що в майбутньому може спричинити зниження стійкості економічного зростання та посилити спад економіки⁶⁵. Таким чином, швидка кредитна експансія у поєднанні із зростанням цін на активи підвищують імовірність виникнення фінансової нестабільності («financial instability»)⁶⁶. Із цим твердженням ми повністю погоджуємося.

О. Луняков, вивчаючи фінансові диспропорції в економіці, поруч із фінансовими дисбалансами, вводить у наукову термінологію

⁶³ Kahn G. Taylor Rule Deviations and Financial Imbalances / G. Kahn // Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review. – 2010. – № 2. – P. 64.

⁶⁴ Козюк В.В. Монетарні аспекти розвитку поглядів на проблему забезпечення глобальної фінансової стабільності / В.В. Козюк // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 4. – С. 38.

⁶⁵ Borio C. Securing Sustainable Price Stability: Should Credit Come Back from the Wilderness? / C. Borio, P. Lowe // BIS Working Paper. – 2004. – № 157. – P. 7.

⁶⁶ Borio C. Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus / C. Borio, P. Lowe // BIS Working Paper. – 2002. – № 114. – P. 3.

поняття «дисбаланси у фінансовому секторі економіки» (далі – ДФСЕ). У працях вченого виокремлено відмінності між фінансовими дисбалансами та дисбалансами у фінансовому секторі економіки за кількома критеріями:

- причини формування (для фінансових дисбалансів – переважно екзогенні шоки; для ДФСЕ – екзогенні та ендогенні шоки);
- сфера виникнення (для фінансових дисбалансів – окрема фінансова установа, сукупність фінансових інституцій, державні фінанси, фінансова система тощо; для ДФСЕ – фінансовий сектор економіки);
- врахування цінових диспропорцій (при трактуванні фінансових дисбалансів – диспропорції цін на реальні та фінансові активи; при визначенні ДФСЕ – лише диспропорції цін на фінансові активи);
- інструментарій зменшення (для фінансових дисбалансів – всі інструменти державного регулювання економіки; для ДФСЕ – переважно інструментарій монетарного й макроруденційного регулювання)⁶⁷.

Ми погоджуємося із тим, що поняття «фінансовий дисбаланс» є ширшим за «дисбаланс у фінансовому секторі економіки», який О. Луняков інтерпретує як «формування диспропорцій у структурі балансів фінансових інституцій в умовах кредитної експансії та зростання цін на активи на фоні розширення спекулятивних операцій (зниження частки продуктивних інвестицій у реальні активи)»⁶⁸, що є

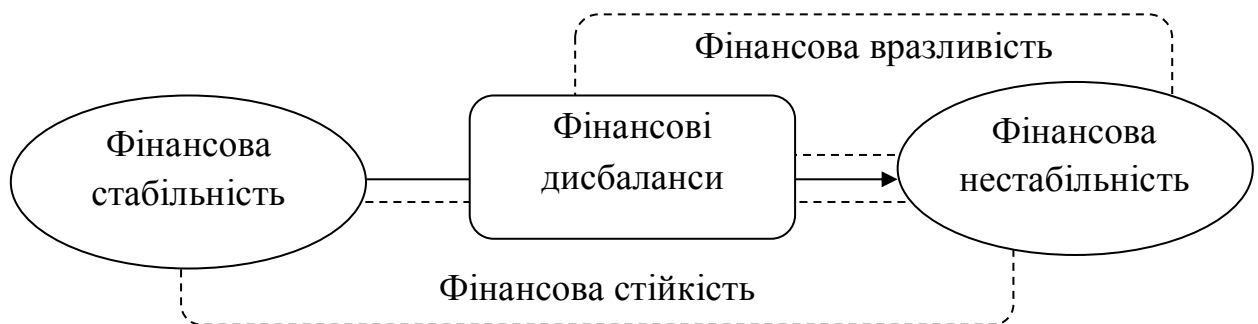
⁶⁷ Луняков О.В. Формування, аналіз та регулювання дисбалансів у фінансовому секторі економіки України: автореф. дис. ... д-ра екон. наук: 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / Олег Володимирович Луняков; ДВНЗ «Укр. акад. банк. справи Нац. банку України». – Суми, 2013. – С. 10.

⁶⁸ Луняков О.В. Классификация дисбалансов финансового сектора экономики Украины в контексте мирового финансово-экономического кризиса / О.В. Луняков // Сучасна економічна наука: теорія та практика: Матеріали Всеукраїнської науково-практичної Інтернет-конференції (15-16 листопада 2012 р.). – Полтава: Полтавський національний технічний університет імені Юрія Кондратюка, 2012. – С. 275.

логічним, виходячи із критеріїв виокремлення фінансових дисбалансів та ДФСЕ.

Як цілком доречно зазначає О. Луняков, «фінансові дисбаланси є, свого роду, драйверами переходу фінансової системи від стану стабільності в стан нестабільності, і які можна трактувати, як обумовлені екзогенними (регуляторними, технологічними, ринковими тощо) ... та/або ендогенними (процесами фінансової інтеграції, фінансової конвергенції) факторами диспропорції за обсягами, строками, джерелами залучення/розміщення фінансових ресурсів, що призводять до спекулятивного зростання цін фінансових активів і системних фінансових ризиків»⁶⁹.

О. Луняков вважає, що поняття «фінансові дисбаланси», «фінансова стабільність», «фінансова нестабільність», «фінансова стійкість» та «фінансова вразливість» є взаємопов'язаними (рис. 1.7)⁷⁰.



**Рис. 1.7. Поняття «фінансові дисбаланси»
в системі пов'язаних економічних понять**

⁶⁹ Луняков О.В. Дисбаланси в финансовом секторе экономики: сущность и инструменты регулирования: Монография / О.В. Луняков. – Севастополь: Рибэст, 2013. – С. 22.

⁷⁰ Луняков О.В. Экономическая категория «финансовые дисбалансы» в системе взаимосвязанных понятий / О.В. Луняков // Економічний форум. – 2013. – № 2. – С. 248.

Однак вчений не виділяє окремо «фінансову кризу» у послідовності станів фінансової системи, а це, на наше переконання, дещо обмежує розуміння впливу фінансових дисбалансів на розвиток процесів у фінансовій системі, окрім того поза увагою залишаються поняття «фінансової стійкості» та «фінансової безпеки».

Н. Кравчук, досліджуючи диспропорції глобального розвитку, доходить висновку, що «нерівновага є домінуючим імперативом геофінансового простору». В свою чергу, «пріоритетним предметом дослідження «епохи сильної нерівноваги» є поняття «дисбаланси» та «асиметрії», застосування яких у науковому обороті економічної науки розцінюється як «своєрідна гра в дефініції»»⁷¹.

Так, дослідник зазначає, що «... фінансові дисбаланси – одна із форм зовнішнього прояву багаторівневих асиметрій глобального розвитку ... (кількісно-вартісних і просторово-часових асиметрій)»⁷², а «асиметрії є формою прояву нерівноважного розвитку та об'єктивно існуючим і багатоаспектним явищем, що відображає загострення внутрішніх протиріч» (рис. 1.8)⁷³.

Отже, дисбаланси та асиметрії – схожі поняття, проте їхня природа є різною. На нашу думку, вищезазначені дефініції не варто вживати у синонімічному значенні при вивченні диспропорцій функціонування фінансової системи України. Асиметрії слід розглядати як нейтральні відхилення, що не несуть у собі загрози певній системі, в той час як дисбаланси є вираженими негативними коливаннями, що здатні призвести до погіршення функціонування системи або навіть до її руйнування.

⁷¹ Кравчук Н.Я. Фінансові дисбаланси світової економіки в умовах асиметрій глобального розвитку: дис. ... д-ра екон. наук: 08.00.02 – світове господарство і міжнародні економічні відносини / Наталія Ярославівна Кравчук. – Тернопіль: Тернопільський національний економічний університет, 2014.– С. 41.

⁷² Там само. С. 53.

⁷³ Там само. С. 53.

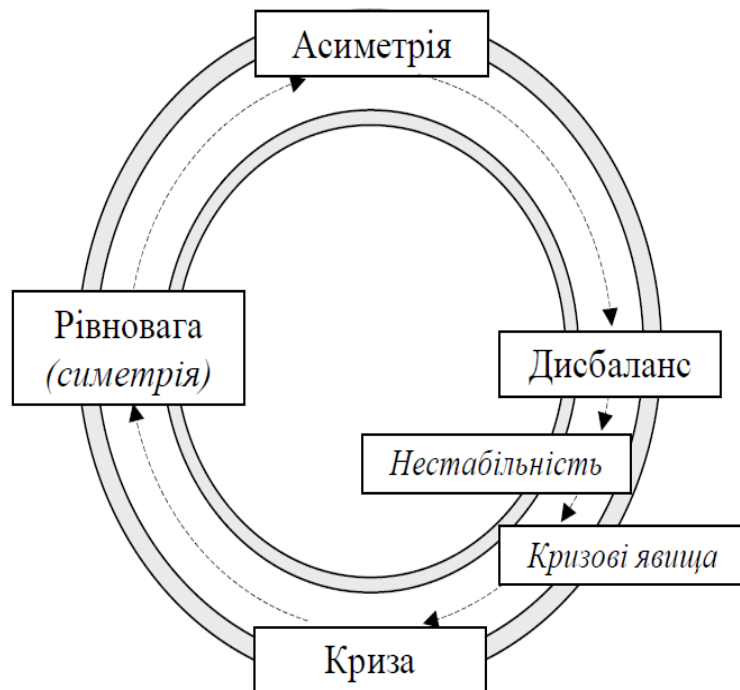


Рис. 1.8. Причинно-наслідковий зв'язок асиметрій і дисбалансів глобального розвитку (парадигма детермінізму)

На думку О. Сніжко, фінансові дисбаланси втілюють процес набуття фінансовою системою вразливості та проявляються у вигляді перевиробництва або недовиробництва фінансових продуктів і послуг на окремих ринкових сегментах, завищеній оцінці балансів учасників фінансової системи, випадках зростання волатильності на окремих фінансових ринках тощо.

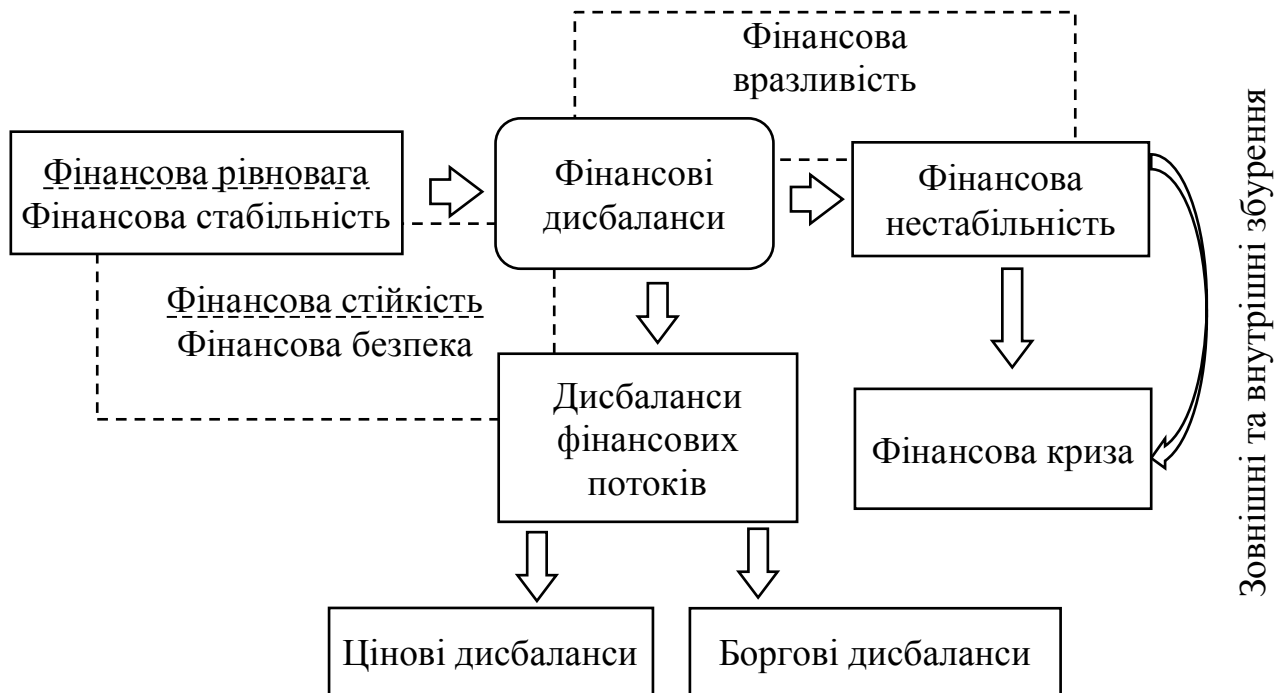
Крім того, О. Сніжко також виділяє коливання (турбулентність) у збалансованій фінансовій системі, які трактує як порушення на окремих фінансових ринках, що не мають системної природи і очікувані збитки від яких мають обмежений характер⁷⁴. Отже, цей вид фінансової нестабільності є типовим для фінансової системи, він не призводить до загострення негативних наслідків для функціонування її механізмів.

⁷⁴ Сніжко О. Ієрархія фінансової нестабільності / О. Сніжко // Формування ринкових відносин в Україні. – 2008. – № 2. – С. 30.

Підсумовуючи викладене, пропонуємо визначити фінансові дисбаланси як стійке відхилення динаміки фінансових змінних від довгострокових історичних траєкторій або економічно обґрунтованих значень унаслідок іманентних деформацій у взаємодії зовнішнього фінансування та цін активів, що призводить до порушень у функціонуванні фінансової системи в цілому, а при значному накопиченні та тривалій дії – до виникнення фінансової нестабільності, що за відсутності дієвих заходів продукує фінансову кризу.

Отже, генерування фінансових дисбалансів призводить до зниження рівня фінансової безпеки держави, збільшення вразливості та порушення стійкості фінансової системи, що проявляється у її нездатності протидіяти шокам у випадку зміни кон'юнктури. Під впливом зовнішніх шоків фінансова система переходить до стану нестабільності та у випадку відсутності дієвих антикризових заходів – до фінансової кризи. У випадку, коли глибина накопичених фінансових дисбалансів є критичною у багатьох сферах фінансової системи, фінансова криза настає і без дії зовнішніх шоків, оминаючи період фінансової нестабільності (рис. 1.9).

Результатом накопичення фінансових дисбалансів є «перенапруження» балансів економічних суб'єктів надмірними борговими зобов'язаннями, що, зрештою, призводить до їхнього банкрутства та подальшого розкручування «боргової спіралі», оскільки банкрутства у приватному секторі негативно впливають на показники фінансового сектору, діяльність якого стає збитковою або, у найгіршому випадку, повністю паралізується. Скорочення діяльності приватного сектору негативно впливає на фіскальну сферу держави, адже одночасно зі зменшенням податкових надходжень до бюджету виникає необхідність збільшувати державні витрати для підтримки соціально-економічної рівноваги в суспільстві.



**Рис. 1.9. Фінансові дисбаланси та їхній зв'язок
зі станом фінансової системи***

**Розроблено авторами*

За своєю природою, існують фінансові дисбаланси різних видів. О. Луняков класифікує дисбаланси фінансового сектору економіки таким чином: внутрішні дисбаланси та зовнішні дисбаланси⁷⁵. На нашу думку, подібний поділ, як складова класифікації, є прийнятним і для об'єкта нашого дослідження. У таблиці 1.1 подано авторське бачення класифікації фінансових дисбалансів.

Внутрішні фінансові дисбаланси виникають всередині фінансової системи та залежать від змін її кон'юнктури. Зовнішні фінансові дисбаланси пов'язані із рухом потоків капіталів через кордони держави.

⁷⁵ Луняков О.В. Формування, аналіз та регулювання дисбалансів у фінансовому секторі економіки України: дис. ... д-ра екон. наук: 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / Олег Володимирович Луняков. – Суми: ДВНЗ «Укр. акад. банк. справи Нац. банку України», 2013. – С. 275.

Таблиця 1.1

Класифікація фінансових дисбалансів*

Ознака класифікації	Види дисбалансів
Середовище виникнення	- внутрішні
	- зовнішні
Термін дії	- короткострокові
	- довгострокові
Масштабність	- глобальні
	- локальні
Форми прояву	- дисбаланси фінансових потоків
	- цінові
	- боргові

**Розроблено авторами*

За терміном дії фінансові дисбаланси можуть бути короткостроковими і довгостроковими.

Короткострокові фінансові дисбаланси – тимчасові коливання на фінансових ринках, що не мають системного характеру та їхнє існування обмежене нетривалим періодом (1-2 роки). Довгострокові фінансові дисбаланси – стійкі відхилення, що спричиняють значне розбалансування фінансової системи, вони існують протягом тривалого часу (кілька років) та призводять до незворотних негативних процесів у функціонуванні фінансової системи.

За масштабом фінансові дисбаланси варто розділити на глобальні та локальні. Глобальні фінансові дисбаланси – відхилення у системоутворюючих економіках, що спричиняють ризики для глобальної економіки. Локальні фінансові дисбаланси характерні для окремих країн або певних сегментів фінансового сектору цих країн та не здатні істотно вплинути на глобальні світові ринки.

За формами прояву фінансові дисбаланси можна поділити на дисбаланси фінансових потоків, цінові дисбаланси та боргові

дисбаланси. Дисбаланси фінансових потоків охоплюють низку фінансових операцій, масштаби яких не відповідають забезпеченню збалансованості між реальним та фінансовим секторами економіки. Дисбаланси фінансових потоків виникають при значному розширенні фінансового сектору та потенційному існуванні спекулятивних вигод від операцій на фінансовому ринку.

Цінові дисбаланси є істотними відхиленнями цін на реальні та фінансові активи від їх економічно обґрунтованих значень. Зазначені дисбаланси проявляються у вигляді «буму» цін на активи. Як правило, така ситуація має місце на піку фінансового циклу. Однак варто зазначити, що у випадку «буму» цін, позитивним моментом є набуття додаткових вигод з точки зору власників «переоцінених» активів при їх продажу за «завищеними» цінами.

Боргові дисбаланси виявляються у значному накопиченні боргових зобов'язань економічними суб'єктами, що зрештою призводить до втрати ними платоспроможності та перманентних боргових криз. Така ситуація характеризується «перевантаженням» балансів економічних суб'єктів надмірними зобов'язаннями, а фінансовий сектор відповідно має значний обсяг проблемних активів через погіршення якості кредитного портфеля та кризи неплатежів.

Таким чином, фінансові дисбаланси є першопричиною виникнення та поширення стану фінансової нестабільності. Дискусія щодо сутності й проблематики незбалансованості економічної системи є однією із найбільш актуальних як для окремих держав та міжнародних інституцій, так і для глобалізаційних економічних процесів, оскільки розуміння причин нестабільності національних економік дозволяє попередити поширення негативних коливань на функціонування глобальної економіки.

1.3. Науково-методичні засади ідентифікації та оцінки фінансових дисбалансів

Однією з найважливіших проблем сучасної фінансової науки є діагностика стану фінансової розбалансованості. Науково обгрунтована ідентифікація й оцінка фінансових дисбалансів дозволить своєчасно визначити ймовірні загрози та оптимізувати дії, спрямовані на попередження і згладжування подальших негативних наслідків.

У вітчизняній практиці, подібно до зарубіжної, здійснюється оцінка стану фінансової системи та виявляються відхилення, що можуть становити загрозу її функціонуванню. Рівень фінансової безпеки розраховується за допомогою цілої низки індикаторів, встановлених Наказом Міністерства економічного розвитку і торгівлі України «Про затвердження Методики розрахунку рівня економічної безпеки України» від 29.10.2013 року № 1277⁷⁶, їх повний перелік подано у додатку В. Кожна група індикаторів характеризує певну сферу фінансової системи держави (банківську, небанківський фінансовий сектор, боргову, бюджетну, валютну, грошово-кредитну). Усі індикатори мають свій ваговий коефіцієнт, з використанням якого і розраховується підсумковий індекс за кожною сферою, а потім, аналогічно, й інтегральний індекс фінансової безпеки держави.

Окрім того, відповідно до рекомендацій МВФ, в Україні проводиться оцінка індикаторів фінансової стійкості.

Індикатори фінансової стійкості – це показники поточного фінансового стану і стійкості фінансових інституцій країни та їх

⁷⁶ Наказ Міністерства економічного розвитку і торгівлі України «Про затвердження Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України» від 29.10.2013 року № 1277 [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Міністерства економічного розвитку і торгівлі України. – Режим доступу: http://www.me.gov.ua/control/uk/publish/category/main?cat_id=38738&stind=1.

контрагентів із сектору нефінансових корпорацій та сектору домашніх господарств. Дані містять інформацію про основні індикатори фінансової стійкості депозитних корпорацій (банків) щодо достатності капіталу, якості активів, прибутку та рентабельності, ліквідності, чутливості до ринкового ризику і рекомендовані індикатори фінансової стійкості, а також вихідні дані для їх складання. Ці показники дають уявлення про ринки, на яких здійснюють свою діяльність фінансові установи.

Індикатори фінансової стійкості розраховуються і поширюються для використання в макропруденційному аналізі. Такий аналіз містить оцінку та контроль за сильними сторонами і вразливими місцями фінансових систем з метою підвищення фінансової стійкості, зокрема зниження ймовірності їхнього краху.

Міжнародний валютний фонд передбачає розрахунок країнами 40 індикаторів фінансової стійкості: 25 індикаторів для сектору депозитних корпорацій (із яких 12 – основних) і 15 індикаторів для клієнтів сектору депозитних корпорацій⁷⁷. Перелік індикаторів фінансової стійкості наведено у додатку Д.

Проте методики, що застосовуються в Україні, дозволяють виявити лише вже наявні загрози у фінансовій системі. Натомість, проаналізувавши зарубіжні дослідження з цього питання, зазначимо, що у розвинених країнах поширена практика ідентифікації потенційних сигналів фінансової розбалансованості, які в основному пов'язуються із ціновими диспропорціями.

Беручи до уваги особливості розвитку фінансових систем різних країн, де спостерігалися причинно-наслідкові зв'язки між неординарним зростанням цін на активи і фінансовими кризами, і наводячи, як приклад, той факт, що різкому падінню світових

⁷⁷ Статистика індикаторів фінансової стійкості [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Статистика індикаторів фінансової стійкості. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=58001&cat_id=44444.

фондових індексів у жовтні 1987 року (19 жовтня 1987 року – «чорний понеділок») передувало падіння цін на нерухомість, учені-економісти запропонували в якості індикатора кон'юнктурних шоків використовувати агрегований індекс цін активів (AAPI – Aggregate Asset Price Index)⁷⁸. Цей індекс дозволяє оцінити зміни в цінах на житлову, комерційну нерухомість, а також зміни цін на акції, та, на нашу думку, досить повно відображає агреговану динаміку цін активів. На основі аналізу значень індексу AAPI за статистичними даними 13 промислово розвинених країн світу за період 1970–1980 років, К. Боріо та Ф. Лоу досліджували чинники цінових бумів («bums») і падінь («busts») та дійшли висновку, що більш різкий підйом у цінах активів спостерігався в тих країнах, де відношення величини кредитування до ВВП було досить високим.

Також К. Боріо та Ф. Лоу довели, що на грошову масу в економіці впливають не тільки короткострокові та довгострокові процентні ставки, але і ціни активів. Імпульсом же для кредитної експансії в аналізованому періоді стала досить «м'яка» монетарна політика, низькі реальні процентні ставки та зниження кредитних обмежень у процесі фінансової лібералізації. Дослідники сформуливали висновок про те, що наступні падіння в цінах фінансових, а потім і реальних активів були посилені попередньою кредитною експансією⁷⁹.

Класичним прикладом цієї дилеми є Японська криза 1990-х років, коли в передкризовий період спостерігався бум цін на реальні та фінансові активи за відносно невисокої та стабільної споживчій інфляції. Запізніла реакція центрального банку Японії у вигляді підвищення процентної ставки, коли «бульбашки» уже були на піку,

⁷⁸ Луняков О.В. Формування, аналіз та регулювання дисбалансів у фінансовому секторі економіки України: дис. ... д-ра екон. наук: 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / Олег Володимирович Луняков. – Суми: ДВНЗ «Укр. акад. банк. справи Нац. банку України», 2013. – С. 90.

⁷⁹ Там само. С. 91.

прискорила темпи падіння фондового ринку. Японія зіштовхнулася з тривалою дефляцією («втрачене десятиліття»).

Відтак, своєчасна реакція державних монетарних інститутів на початок спекулятивного підвищення цін активів (як фінансових, так і реальних) за відсутності фундаментальних причин цього зростання є необхідною. Тому такі індикатори, як, наприклад, агрегований індекс цін AAPI, запропонований К. Боріо та іншими вченими, мають бути об'єктом детального аналізу при пошуку стійких показників формування фінансових дисбалансів. Своєчасне та обгрунтоване реагування органів грошово-кредитного регулювання на неординарно високі значення цього цінового агрегату дозволить уникнути «перенапруженості» балансів фінансово-кредитних установ та інших учасників ринку, які здатні формувати спекулятивну складову в ціновій динаміці активів.

На початку 2000-х років низка вчених (Б. МакКаллум, А. Мельтцер, О. Іссінг), проаналізувавши епізоди цінових бумів і спадів, виявили істотний вплив монетарної політики на флуктуацію цін активів. Науковці звернули увагу на високий ступінь зв'язку між кредитними агрегатами та «перекосами» («misalignment») у цінах на активи. Кореляція грошових агрегатів із цінами на активи була меншою.

Наступні дослідження в цьому напрямі можна пов'язати з науковою працею К. Боріо та Ф. Лоу «Ціни на активи, фінансова та валютна стабільність: вивчення взаємозв'язку» (2002 р.)⁸⁰. Автори системно дослідили «перекоси» у цінах і фінансові кризи з метою узагальнення стилізованих фактів та виокремлення індикаторів фінансових диспропорцій, накопичення яких посилювало фінансові стреси в економіці.

⁸⁰ Borio C. Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus / C. Borio, P. Lowe // BIS Working Paper. – 2002. – № 114. – 43 p.

К. Боріо та Ф. Лоу довели, що фінансові диспропорції можуть накопичуватися в умовах низької інфляції. Причому, заздалегідь ідентифікувати їх досить складно, але можливо. Зокрема, період стійкого і швидкого зростання кредитування в поєднанні з істотним підйомом у цінах на активи підвищує ймовірність наступного входження економіки в континуум фінансової нестабільності. Низька інфляція сприяє фінансовій стабільності, але, разом із цим, підвищує ймовірність того, що надлишковий тиск попиту виражається, насамперед, у зростанні кредитних агрегатів і цінах активів, а не в цінах на товари та послуги (споживчій інфляції). Відповідно, у певних ситуаціях застосування монетарних заходів регулювання кредитних агрегатів та цін на активи є доцільним для того, щоб зберегти фінансову і монетарну (цінову) стабільність⁸¹.

Кредитні агрегати та ціни активів, на думку К. Боріо та Ф. Лоу, можуть бути для органів грошово-кредитного регулювання своєрідними «маяками» формування фінансових диспропорцій і майбутніх кон'юнктурних шоків, що проявляються в результаті падіння цін активів. На прикладі промислово розвинених країн та країн з ринками, що формуються, цими вченими здійснено всебічний аналіз ефективності різних індикаторів фінансових криз за період 1960–2009 років. Дослідники сфокусували увагу на цінових індексах активів, рівні інвестицій і кредитів, як випереджальних індикаторів фінансових потрясінь. Для кожного із зазначених показників науковці задали граничне значення, перевищення якого сигналізувало б про необхідність реалізації заходів, спрямованих на попередження фінансових стресів.

Зокрема, К. Боріо та Ф. Лоу запропонували розраховувати такі індикатори:

⁸¹ Borio C. Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus / C. Borio, P. Lowe // BIS Working Paper. – 2002. – № 114. – P. 14.

- кредитний геп («credit gap»), який ідентифікує кредитний бум у період часу, коли відношення величини наданих в економіку кредитів до показника ВВП відхиляється від свого тренда на певну величину (γ_1);
- геп цін активів («asset price gap»), який проявляється, коли реальні ціни активів (дефльовані на індекс споживчих цін) відхиляються від свого тренда на величину (γ_2);
- інвестиційний геп («investment gap»), який, за аналогією з попередніми індикаторами, визначається, як відхилення відношення інвестицій до ВВП від тренда на величину (γ_3)⁸².

Шок, пов'язаний із формуванням «бульбашок» за цінами на активи, призводить до неадекватної оцінки кредитно-фінансовими установами реальної вартості активів потенційних позичальників, що, відповідно, формує умови для нарощування кредитних ризиків. Зниження вимог для потенційних позичальників посилює конкуренцію між фінансово-кредитними установами на фазі економічного підйому, а також унаслідок зростання цін на активи, які виступають в якості об'єкта кредитного забезпечення (заставного майна), і підвищення оптимістичних очікувань щодо майбутньої ефективності та ділової активності позичальників. Оптимістичні очікування стійкого зростання економіки, як правило, формуються на черговій фазі піднесення, коли фінансовий ринок, виконуючи своє основне завдання трансформації тимчасово вільних коштів, акумулює ресурси для кредитування економіки та підтримки її зростання. Такі шоки потенційно можуть формувати системні фінансові ризики, що здатні накопичуватися та негативно впливати на стабільність фінансового ринку, а через нього – і на загальну макроекономічну стабільність. На нашу думку, К. Боріо та Ф. Лоу доволі послідовно описують механізм виникнення та оцінки фінансових дисбалансів.

⁸² Borio C. Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus / C. Borio, P. Lowe // BIS Working Paper. – 2002. – № 114. – P. 29.

При дослідженні питання ідентифікації майбутніх фінансових стресів (криз), фахівцями МВФ запропоновано використовувати розроблений ними індекс фінансових стресів (FSI – Financial Stress Index), який розраховується щомісяця і є сумою 7 нормалізованих змінних⁸³:

1. β -коефіцієнт банківського сектору (коефіцієнт кореляції між прибутковістю банківського капіталу (ROE – Return on Equity) і загальною ринковою прибутковістю).
2. Спред у прибутковості 3-х місячних казначейських цінних паперів США та євродоларових позик («TED spreads»).
3. Строкові спреди («termspreads»), що являють собою різницю між короткостроковими та довгостроковими урядовими облігаціями).
4. Прибутковість фондового ринку.
5. Волатильність фондового ринку.
6. Спреди по суверенних боргах.
7. Волатильність валютного ринку.

При цьому, для країн з фінансовими ринками, що формуються, може використовуватися синтетичний індекс, який містить п'ять з вище розглянутих нормалізованих змінних (крім «TED spread» і «termspreads»), а замість волатильності валютного ринку застосовується індекс тиску на валютному ринку⁸⁴. На основі розрахунків індексу фінансових стресів FSI по 40 країнах було виділено понад 70 епізодів критичних фінансових станів («financial distress») за 1960–2009 роки⁸⁵.

⁸³ Cardarelli R. Financial Stress and Economic Contractions / R. Cardarelli, S. Elekdag, S. Lall // Journal of Financial Stability. – 2011. – Vol. 7(2). – P. 91.

⁸⁴ Balakrishnan R. The Transmission of Financial Stress from Advanced to Emerging Economies [Electronic resource] / R. Balakrishnan, S. Danninger, S. Elekdag, I. Tytell // IMF Working Paper. – 2009. – № 09/133. – Access mode: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09133.pdf>.

⁸⁵ Луняков О.В. Формування, аналіз та регулювання дисбалансів у фінансовому секторі економіки України: дис. ... д-ра екон. наук: 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / Олег Володимирович Луняков. – Суми: ДВНЗ «Укр. акад. банк. справи Нац. банку України», 2013. – С. 109.

Резюмуючи результати досліджень фахівців МВФ, О. Луняков звертає увагу на те, що кредитні агрегати є найкращими індикаторами фінансових дисбалансів і пов'язаних з ними системних ризиків, які матеріалізуються в умовах фінансових криз. Однак, на переконання вченого, їх застосування є недостатнім для своєчасного втручання органів грошово-кредитного регулювання. Крім кредитних індикаторів, моніторинг повинен здійснюватися за динамікою цін на активи (нерухомість, акції), банківськими і корпоративними зобов'язаннями, реальним ефективним обмінним курсом, рівнем левериджу в економіці, що характеризує також і «перенапруженість» балансів економічних агентів⁸⁶. Із чим ми цілком погоджуємося.

Теоретико-методологічні напрацювання у напрямі виявлення фінансових диспропорцій були систематизовані та запроваджені низкою країн у вигляді певних рекомендацій та процедур. Так, країни «Великої двадцятки» («G-20») у 2011 році погодили перелік індикаторів, які дозволяють виміряти економічні дисбаланси, що створюють потенційні ризики для національної економіки. Цей перелік охоплює такі показники: державний борг, дефіцит бюджету, приватні заощадження та приватні інвестиції, сальдо торгівельного балансу, чисті інвестиції і трансферти⁸⁷.

З метою виявлення диспропорцій в економіках країн Європейського Союзу затверджена Процедура з макроекономічних дисбалансів (MIP – Macroeconomic Imbalances Procedure)⁸⁸. Для

⁸⁶ Луняков О.В. Формування, аналіз та регулювання дисбалансів у фінансовому секторі економіки України: дис. ... д-ра екон. наук: 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / Олег Володимирович Луняков. – Суми: ДВНЗ «Укр. акад. банк. справи Нац. банку України», 2013. – С. 95.

⁸⁷ Imbalances and Growth Update of Staff Sustainability Assessments for G-20 Mutual Assessment Process [Electronic resource] / International Monetary Fund. – September 2013. – Access mode: <http://www.imf.org/external/g20/map2013.pdf>.

⁸⁸ Macroeconomic Imbalances Procedure [Electronic resource] / Eurostat official website. – Access mode: http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&pcode=tipspc_20&language=en.

ідентифікації негативних відхилень в економіці країни-члена ЄС застосовують перелік з 14 індикаторів та їх граничних значень, що характеризують основні джерела макроекономічних дисбалансів (табл. 1.2).

Таблиця 1.2

Індикатори макроекономічних дисбалансів у країнах ЄС*

Показники	Граничне значення
1	2
Зовнішні дисбаланси	
Середнє сальдо поточних операцій за 3 роки, % ВВП (3 year average of Current Account Balance)	< -4; > 6
Чиста міжнародна інвестиційна позиція, % ВВП (Net International Investment Position)	< -35
Дисбаланси конкурентоздатності	
Зміна частки на експортному ринку ЄС за 5 років, % (% change (5 years) in Export Market Shares)	< -6
Зміна номінальних питомих витрат на оплату праці за 3 роки, % (% change (3 years) in Nominal ULC)	> 9 для країн єврозони та > 12 для інших країн
Зміна реального ефективного обмінного курсу на основі НІСР/СРІ дефляторів за 3 роки, % (НІСР – гармонізований індекс споживчих цін, СРІ – індекс споживчих цін) (% change (3 years) of Real Effective Exchange Rates with HICP/CPI deflators)	± -5 для країн єврозони та ± -11 для інших країн
Внутрішні дисбаланси	
Консолідований борг приватного сектору економіки, % ВВП (Private Sector Debt (consolidated))	> 133
Обсяг кредитування приватного сектору, % ВВП (Private Sector Credit Flow)	> 14

Продовження таблиці 1.2

1	2
Зміна цін на житлову нерухомість відносно дефлятора споживання, % (year-on-year changes in House Prices relative to a Eurostat Consumption Deflator)	> 6
Загальний державний борг, % ВВП (General Government Debt)	> 60
Зміна сукупних зобов'язань фінансового сектору, % (year-on-year changes in Total Financial Sector Liabilities)	> 16,5
Соціальні дисбаланси	
Середній рівень безробіття за 3 роки, % (3 year average of Unemployment Rate)	> 10
Зміна економічно активного населення за 3 роки, п.п. (3-year change in p.p. of the Activity Rate)	< -0,2
Зміна рівня довгострокового безробіття, п.п. (3-year change in p.p. of the Long-Term Unemployment Rate)	> 0,5

**Складено за даними⁸⁹*

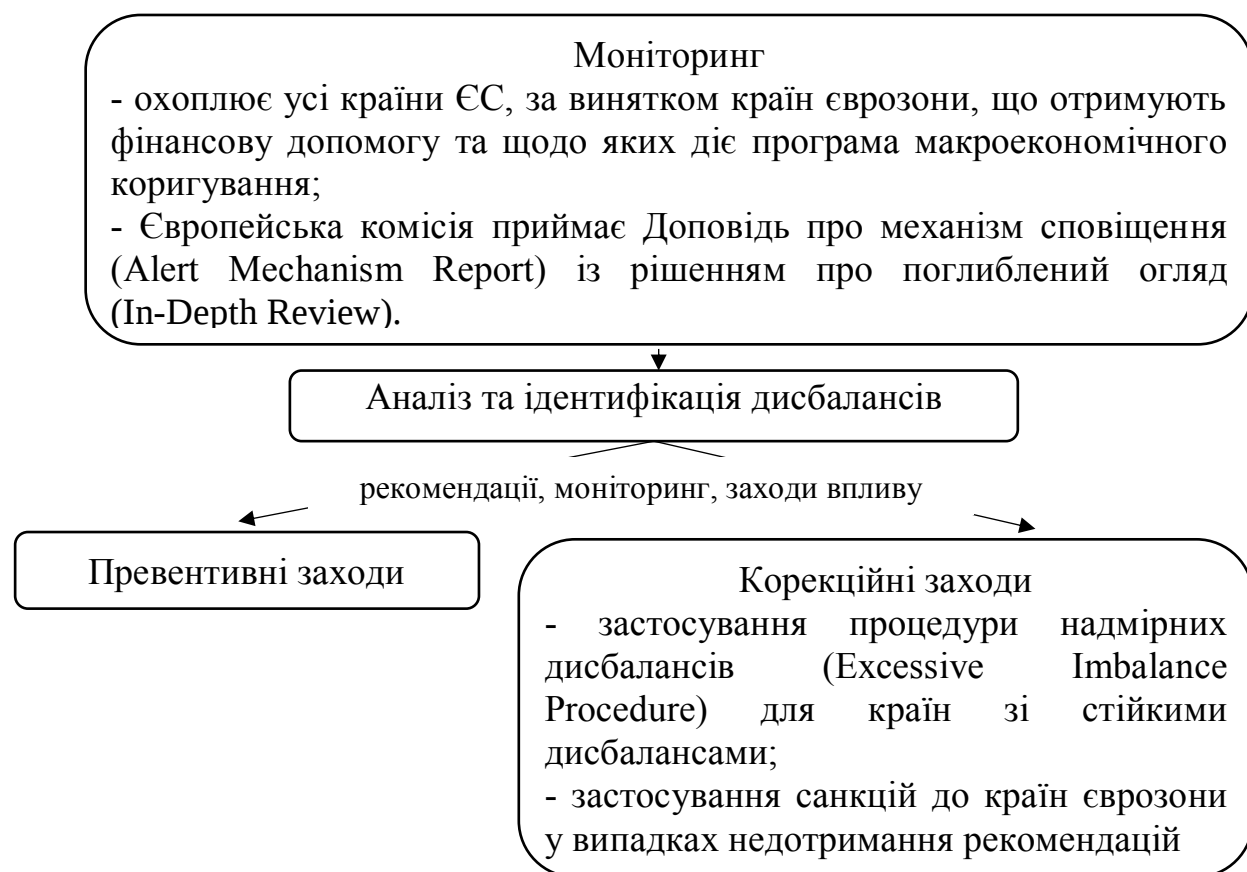
Серед наведених у таблиці 1.2 показників оцінити наявні фінансові дисбаланси дозволяють такі індикатори: чиста міжнародна інвестиційна позиція, реальний ефективний обмінний курс, консолідований борг приватного сектору економіки, обсяг кредитування приватного сектору, загальний державний борг, сукупні зобов'язання фінансового сектору, зміна цін на житлову нерухомість відносно дефлятора споживання.

⁸⁹ Macroeconomic Imbalances Procedure [Electronic resource] / Eurostat official website. – Access mode: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&pcode=tipspc 20&language=en>.

Разом з тим, вважаємо, що Процедура з макроекономічних дисбалансів ЄС недостатньо уваги приділяє діагностиці цінових індикаторів (у частині фондового та грошово-кредитного ринків).

Основними завданнями Процедури з макроекономічних дисбалансів є ідентифікація потенційних ризиків на ранніх етапах, запобігання негативним проявам макроекономічних диспропорцій та коригування вже існуючих дисбалансів.

Послідовність етапів застосування Процедури з макроекономічних дисбалансів представлено на рис. 1.10.



**Рис. 1.10. Етапи застосування
Процедури з макроекономічних дисбалансів⁹⁰**

⁹⁰ Macroeconomic Imbalances Procedure [Electronic resource] / Eurostat official website. – Access mode: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&pcode=tipspc20&language=en>.

У разі незадовільного виконання країною єврозони плану корекційних дій або його недотримання передбачено застосування фінансових санкцій до країни-порушника. Відповідно до результатів Процедури з макроекономічних дисбалансів, виділяють чотири критерії наявності дисбалансів:

1. Відсутність дисбалансів.
2. Наявність дисбалансів: дисбаланси, що потребують політичних заходів та моніторингу; дисбаланси, що потребують рішучих політичних заходів та моніторингу.
3. Надмірні дисбаланси: дисбаланси, що потребують рішучих політичних заходів та специфічного моніторингу.
4. Надмірні дисбаланси, які вимагають рішучих корекційних заходів та застосування процедури надмірних дисбалансів⁹¹.

У 2015 році програма корекційних заходів діяла щодо двох країн – Греції та Кіпру, у 2016–2017 – щодо Греції. Процедура надмірних дисбалансів ще жодного разу не застосовувалася.

Варто зазначити, що, на нашу думку, запровадження Процедури з макроекономічних дисбалансів має декілька суперечливих моментів.

По-перше, подальшого доопрацювання вимагає порядок застосування Процедури з надмірних дисбалансів, оскільки не зовсім зрозумілими є критерії її використання.

По-друге, необхідним є уточнення параметрів відбору індикаторів дисбалансів та їх ранжування для проведення поглибленого огляду.

По-третє, роз'яснення потребує механізм застосування санкцій. Крім того, як цілком доречно зазначає Д. Бобєва, Процедура з макроекономічних дисбалансів не повною мірою враховує

⁹¹ Regulation (EU) No. 1176/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 on the Prevention and Correction of Macroeconomic Imbalances [Electronic resource] / Official website of the European Commission. – Access mode: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:306:0025:0032:EN:PDF>.

особливості рівня економічного розвитку країн, що може призвести до хибних висновків⁹².

У вітчизняній економічній практиці відсутній систематизований підхід до виявлення та оцінки фінансових дисбалансів, однак практичні кроки у цьому напрямі зроблені більшістю розвинених країн.

О. Сніжко вважає, що дисбаланси характерні для певних фінансових інститутів чи окремих сегментів фінансового ринку, а тому доцільно аналізувати лише окремі фінансові «одиниці», а не фінансову систему в цілому. Найбільш розповсюдженою ознакою накопичення дисбалансів, на думку науковця, є аномальна дисперсія, а оцінку дисбалансів дослідник пропонує проводити за такими напрямками:

1. Для окремих фінансових інститутів на основі:
а) макропруденційного аналізу; б) стрес-тестів фінансових установ.

2. Визначення ризику міжбанківського зараження за допомогою показників концентрації ризику, враховуючи результати стрес-тестів для системних фінансових установ.

3. Аналіз ринкової невизначеності на основі оцінки волатильності цін фінансових активів за допомогою індикаторів ринкової ліквідності, очікуваних цін на активи, ринкового ризику тощо⁹³.

Однак, ми вважаємо, що такий підхід не дозволяє інтегрально оцінити фінансові дисбаланси в економіці країни та не враховує дисбаланси кредитних агрегатів.

Натомість, у наукових розробках О. Лунякова основним показником фінансових дисбалансів запропоновано вважати «кредитний агрегат», який розраховується як лінійна комбінація індикаторів гепу співвідношення кредити/ВВП (величина абсолютних відхилень фактичних значень співвідношення кредити/ВВП від очікуваних значень) та середньорічного темпу приросту

⁹² Bobeva D. The New EU Macroeconomic Imbalances Procedure and its Relevance for the Candidate Countries / D. Bobeva // Journal of Central Banking Theory and Practice. – 2013. – № 1. – Р. 86–88.

⁹³ Сніжко О. Ієрархія фінансової нестабільності / О. Сніжко // Формування ринкових відносин в Україні. – 2008. – № 2. – С. 32.

співвідношення кредити/ВВП⁹⁴. Разом з тим, вчений не пропонує показників для оцінки волатильності цін на фінансові та реальні активи.

Аналіз наукових розробок вітчизняних та зарубіжних учених, фахівців Міжнародного валютного фонду дозволяє зробити висновок про те, що наразі найбільш ефективними показниками, що дають можливість оцінити наявні фінансові дисбаланси, є такі:

1. Індикатори зовнішньої незбалансованості:

- реальний ефективний обмінний курс;
- чиста міжнародна інвестиційна позиція (різниця між фінансовими активами та фінансовими зобов'язаннями перед нерезидентами. При розрахунку індикатора враховуються показник обсягу зовнішнього боргу (в тому числі державного), золотовалютні резерви тощо).

2. Індикатори внутрішньої незбалансованості:

- обсяг кредитування приватного сектору;
- консолідований борг приватного сектору;
- рівень дефіциту сектору загального державного управління (показник враховує, окрім законодавчо визначених видатків зведеного бюджету, також і бюджетні асигнування на фінансування збільшення статутного фонду банків та державних підприємств. Наразі в Україні для оцінки збалансованості бюджетної сфери визначається сальдо державного бюджету, проте це не дає можливості врахувати операції позабюджетних установ, діяльність яких координується Урядом)⁹⁵;

- загальний державний борг;
- зміна сукупних зобов'язань фінансового сектору;
- річне зростання індексу цін на житло;
- дефлятор кінцевих споживчих витрат.

⁹⁴ Луняков О.В. Интегральный подход к оценке дисбалансов и устойчивости финансового сектора экономики / О.В. Луняков // Фінансовий простір. – 2013. – № 1 (9). – С. 29-30.

⁹⁵ Башко В.Й. Дефіцит бюджету і квазіфіскальні операції: підвищення прозорості в сфері / В.Й. Башко // Вісник НБУ. – 2013. – № 5. – С. 41.

Зважаючи на запропоновану нами класифікацію фінансових дисбалансів за формою прояву, оцінити кожен вид дисбалансів можливо за наступним алгоритмом (табл. 1.3).

Таблиця 1.3

Показники оцінки фінансових дисбалансів*

Показник	Граничне значення
Дисбаланси фінансових потоків	
Обсяг кредитування приватного сектору, % ВВП	> 14
Рівень дефіциту сектору загального державного управління, % ВВП	> 3
Цінові дисбаланси	
Зміна реального ефективного обмінного курсу за 3 роки, %	± -11
Річне зростання індексу цін на житло, %	> 6
Дефлятор кінцевих споживчих витрат, %	> 12
Боргові дисбаланси	
Зміна сукупних зобов'язань фінансового сектору, %	> 16,5
Чиста міжнародна інвестиційна позиція, % ВВП	< -35
Обсяг заборгованості приватного сектору економіки, % ВВП	> 133
Загальний обсяг державного боргу, % ВВП	> 60

**Складено авторами*

Розроблення процедури виявлення фінансових дисбалансів для економіки України є лише частковим вирішенням проблеми, оскільки ідентифікація дисбалансів має супроводжуватися комплексом відповідних заходів їх регулювання. Для цього доцільним ми вбачаємо побудову системи регулювання фінансових дисбалансів, наведену на рис. 1.11.

Підсумовуючи проведені дослідження, варто зазначити, що виникнення та накопичення фінансових дисбалансів є прямою загрозою не тільки для системи державних фінансів будь-якої країни.

Подібні явища становлять небезпеку і для банківського сектору, валютного та інвестиційного ринків, платіжного балансу країни.

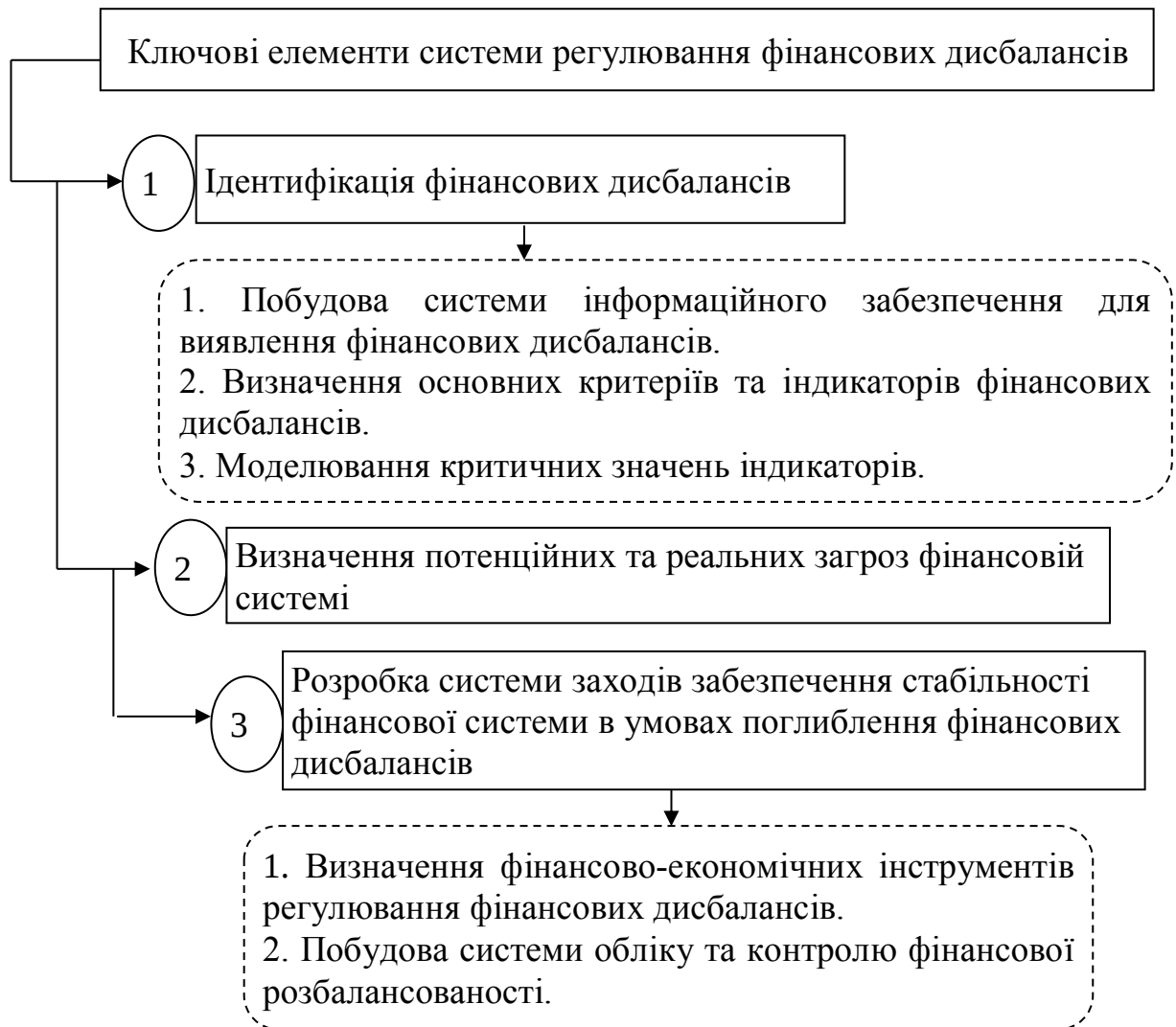


Рис. 1.11. Загальна схема побудови системи регулювання фінансових дисбалансів*

**Розроблено авторами*

Необхідність розробки та впровадження системи раннього виявлення імовірних загроз фінансовій безпеці держави є очевидною, оскільки завчасно ідентифіковані детермінанти фінансової кризи дозволяють забезпечити оперативне внесення коректив у чинну фінансову політику держави.

РОЗДІЛ 2

ДІАГНОСТИКА ФІНАНСОВИХ ДИСБАЛАНСІВ В УКРАЇНІ

2.1. Моніторинг збалансованості потоків фінансових ресурсів держави

Об'єктивним процесом функціонування сучасних економічних систем світу є їхня фінансіалізація, основною причиною якої став стрімкий розвиток фінансового сектору та його інструментів. М. Корнєєв під поняттям «фінансіалізація» розуміє «трансформацію напрямків руху фінансових ресурсів (грошових фондів, створених у процесі розподілу, перерозподілу національного багатства) шляхом переорієнтації їх з обслуговування товарних відносин у реальному секторі економіки на генерування підвищених потенційних економічних вигод у фінансовому секторі»⁹⁶. Така переорієнтація може посилити спекулятивні ризики на фінансових ринках, викликати необґрунтовані відхилення показників розвитку фінансового сектору, що, по суті, є фінансовими дисбалансами, а також здатна поглибити «розриви» між фінансовим і реальним секторами економіки. На противагу цьому, збалансований розвиток фінансового сектору дозволяє більш ефективно розподіляти наявні ресурси та сприяє економічному зростанню. Для розробки комплексу заходів щодо врегулювання існуючих дисбалансів, вважаємо за

⁹⁶ Корнєєв М.В. Методологічні засади оцінювання та регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України: автореф. дис. ... д-ра екон. наук: 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / Максим Валерійович Корнєєв; ДВНЗ «Укр. акад. банк. справи Нац. банку України». – Суми, 2015. – С. 11.

доцільне визначити основні індикатори, що дозволяють оцінити рівень фінансової розбалансованості в державі.

Оперативним показником флуктуацій у бік дисбалансів чи навпаки є рух «фінансових потоків», під якими варто розуміти переміщення фінансових ресурсів, що пов'язане із перерозподілом капіталу між економічними суб'єктами. Кількісно фінансовий потік характеризується як величина всіх операцій із придбання та відчуження активів та пасивів⁹⁷. Однак оцінка абсолютної величини руху фінансових ресурсів не дає загального уявлення про наявність чи відсутність дисбалансів фінансових потоків. Більш ефективним є аналіз відносних показників та індикаторів «чистого» фінансового потоку.

Проте індикатори руху фінансових потоків (зазвичай, їхній моніторинг проводиться за певний проміжок часу, найчастіше – рік) дають уявлення лише про актуальні тенденції переміщення фінансових ресурсів та не відображають величини і масштабності дисбалансів, накопичених протягом минулих періодів. Водночас, рух фінансових потоків впливає на дві інші групи показників: цінові дисбаланси та рівень боргового навантаження (рис. 2.1).

Недоліком індикаторів цінових дисбалансів і дисбалансів фінансових потоків є відображення ними зміни відповідного стану лише протягом певного часу.

Натомість, показники боргового навантаження є інтегральними показниками дисбалансів, що відображають вплив дисбалансів фінансових потоків впродовж усіх попередніх років. Але і цей показник має недолік – через доларизацію економіки на нього істотно впливає зміна валютного курсу.

⁹⁷ Bayoumi T. Official Financial Flows, Capital Mobility and Global Imbalances [Electronic resource] / T. Bayoumi, J. Gagnon, C. Saborowski // IMF Working Paper. – 2014. – № 14/199. – Access mode: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14199.pdf>.



Рис. 2.1. Показники оцінки фінансових дисбалансів*

**Розроблено авторами*

У вітчизняній практиці з метою визначення обсягів фінансових ресурсів, створених в усіх секторах економіки, напрямів їх використання, а також збалансування доходів і витрат держави складається Зведений баланс фінансових ресурсів і витрат України (табл. 2.1).

Відмінність Зведеного балансу фінансових ресурсів і витрат України від Зведеного бюджету України полягає в тому, що, крім централізованих фінансових ресурсів, що мобілізуються через бюджетну систему, в ньому відображаються і децентралізовані власні фінансові ресурси, зосереджені в розпорядженні підприємств, організацій та установ, приріст довгострокових вкладів населення, ресурси централізованих фондів цільового призначення (крім тих, які

увійшли до складу бюджету). Баланс фінансових ресурсів і витрат, на відміну від бюджету, не має адресного характеру, це – фінансова програма прогнозу економічного і соціального розвитку держави⁹⁸.

Таблиця 2.1

**Структура Зведеного балансу
фінансових ресурсів і витрат України**

Надходження ресурсів	Напрями використання ресурсів
1	2
I. Ресурси бюджетів:	I. Використання ресурсів бюджетів:
- доходи бюджетів	- видатки бюджетів
- надходження від приватизації державного майна	-
- залучення коштів на зовнішньому ринку	- погашення основної суми зовнішнього боргу
- залучення коштів на внутрішньому ринку	- погашення основної суми внутрішнього боргу
- повернення кредитів	- надання кредитів
- фінансування за активними операціями	-
II. Ресурси підприємств і організацій, у тому числі:	II. Видатки підприємств і організацій, у тому числі:
- прибуток після сплати податку	- кошти, що залишаються у розпорядженні підприємств (прибуток після сплати податку та амортизаційні відрахування)
- амортизаційні відрахування	
III. Ресурси фондів (без коштів, спрямованих з державного бюджету), у тому числі:	III. Видатки фондів (без коштів, що спрямовуються з державного бюджету), з них:

⁹⁸ Шевчук І.Л. Бюджетна система: Навч. посіб. / І.Л. Шевчук, В.О. Черепанова, Т.О. Ставерська. – Харків: В-ць Іванченко І.С., 2015. – С. 31.

Продовження таблиці 2.1

1	2
- власні доходи Пенсійного фонду України	- власні видатки Пенсійного фонду України
- доходи Фонду соціального страхування України	- видатки Фонду соціального страхування України
- доходи Фонду загальнообов'язкового державного соціального страхування України на випадок безробіття	- видатки Фонду загальнообов'язкового державного соціального страхування України на випадок безробіття
IV. Довгострокові кредитні ресурси на розвиток економіки, надані банками України	IV. Видатки на реалізацію національних програм розвитку економіки за рахунок довгострокових кредитів
V. Кошти іноземних інвесторів на розвиток економіки	V. Витрати іноземних інвесторів на розвиток економіки
ВСЬОГО	ВСЬОГО

*Складено на основі⁹⁹

Як зазначає О. Василик, зведений баланс фінансових ресурсів і витрат є базою для прийняття управлінських рішень із питань підвищення ефективності використання усіх видів ресурсів, обґрунтування резервів зростання нагромаджень, залучення додаткових інвестиційних джерел, а також слугує інформаційною й аналітичною основою для розробки та обґрунтування фінансової політики держави¹⁰⁰.

Однак, на нашу думку, використання даних балансу фінансових ресурсів і витрат держави дає дещо обмежене уявлення щодо обсягів

⁹⁹ Шевчук І.Л. Бюджетна система: Навч. посіб. / І.Л. Шевчук, В.О. Черепанова, Т.О. Ставерська. – Харків: В-ць Іванченко І.С., 2015. – С. 30.

¹⁰⁰ Василик О.Д. Теорія фінансів: Підручник / О.Д. Василик. – К.: НІОС, 2000. – С. 84.

«чистого» потоку фінансових ресурсів як у приватному секторі, так і в державному.

Українська фінансова наука не має практичних напрацювань щодо методики ідентифікації асиметрій руху фінансових потоків на макрорівні. Однак у зарубіжній практиці індикатором оцінки дисбалансів фінансових потоків є показник кредитування приватного сектору (КПС) (Private Sector Credit Flow). Для розрахунку цього показника враховується чистий обсяг кредитів, які отримують нефінансовий сектор ($K_{нс}$), сектор домогосподарств ($K_{д}$) та сектор неприбуткових організацій ($K_{но}$), що займаються обслуговуванням домогосподарств, по відношенню до ВВП країни за певний період (формула 2.1).

$$КПС = \frac{K_{нс} + K_{д} + K_{но}}{ВВП} \times 100\% \quad (2.1)$$

При визначенні показника кредитування приватного сектору враховуються лише зобов'язання за позиками та борговими цінними паперами.

Відповідно до Процедури з макроекономічних дисбалансів, що використовується країнами ЄС, граничне значення цього індикатора у річному підсумку не повинно перевищувати 14% ВВП¹⁰¹. Показник кредитування приватного сектору враховує обсяг операцій кредитування як із внутрішніх, так і зі зовнішніх джерел. Величина внутрішнього кредитування визначається як сума операцій із кредитування нефінансового сектору фінансовими корпораціями-резидентами. Відповідні дані містяться у Балансі фінансових операцій НБУ, інших депозитних корпорацій (банків) та інших фінансових корпорацій, розрахунок яких проводить НБУ. Обсяг кредитування

¹⁰¹ Macroeconomic Imbalances Procedure [Electronic resource] / Eurostat official website. – Access mode: http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&pcode=tipspc_20&language=en.

нефінансового приватного сектору нерезидентами визначається, виходячи із даних платіжного балансу України за такими фінансовими інструментами, як боргові цінні папери, кредити і позики.

У вітчизняних реаліях у кризовий період 2009 року мало місце істотне скорочення кредитування приватного сектору (додаток Е), однак протягом 2010–2013 років відбулося поступове його відновлення. Так, максимальне значення обсягів кредитування приватного сектору по відношенню до ВВП спостерігалось у 2011 році – 12,3% ВВП (рис. 2.2).

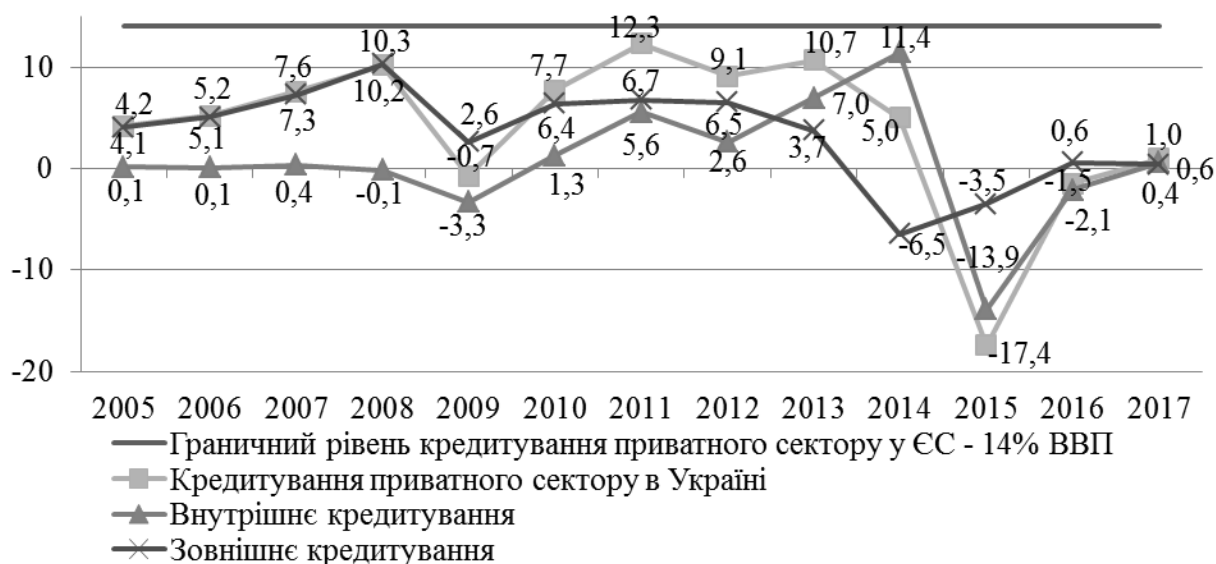


Рис. 2.2. Динаміка кредитування приватного сектору в Україні у 2005–2017 роках, % ВВП*

*Складено авторами за даними¹⁰²

Позитивне значення даного показника свідчить, що обсяг наданих кредитів перевищував показник повернених кредитів, а від’ємне – навпаки. Різне падіння обсягів кредитування у 2014 році є

¹⁰² Грошово-кредитна та фінансова статистика [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article;jsessionid=A7067064A2CF4A98F9EF7019554D2756?art_id=27843415&cat_id=44578#3.

наслідком негативних очікувань економічних суб'єктів через економічні та військово-політичні події, що спричинили відтік коштів вкладників у банківському секторі, зниження платоспроможності позичальників та значне підвищення ризиків неповернення запозичених коштів. У 2015 році глибина спаду кредитування приватного сектору зросла у зв'язку із подальшим загостренням економічної та політичної ситуації – загальний обсяг кредитування приватного сектору склав -17,4% ВВП, що є найнижчим значенням за досліджуваний період.

Протягом 2016 року на тлі поживавлення економічних процесів темпи падіння обсягів кредитування приватного сектору дещо зменшилися – до -2,1% ВВП, позитивні значення спостерігалися по зовнішньому кредитуванню – 0,6% ВВП. У 2017 році ситуація певною мірою стабілізувалася, показники кредитування і по внутрішньому, і по зовнішньому секторам мали позитивне значення.

Для порівняння розглянемо динаміку кредитування приватного сектору для країн ЄС та України (рис. 2.3).

За даними рис. 2.3, середній по ЄС показник кредитування приватного сектору економіки у 2005 та 2007 роках був значно вищий за гранично допустиме значення 14%, що констатує накопичення значних дисбалансів у більшості країн Європейського Союзу (у 16 країнах із 28). У 2016 році кредитний потік приватного сектору країн ЄС значно скорочується, в Україні простежується подібна тенденція.

Зовнішнє кредитне фінансування приватного сектору економіки України є потужним джерелом валютних надходжень держави та більш вигідне для господарюючих суб'єктів, порівняно із власними ресурсами, оскільки при визначенні фінансового результату дозволяє збільшити статтю витрат на суму плати за користування кредитом. З іншого боку, зовнішнє кредитування є альтернативою залученню заощаджень резидентів. Обмежувальними чинниками внутрішнього кредитування є значні девальваційні ризики, інфляційні очікування,

низький рівень довіри до банківської системи, незадовільна якість банківського менеджменту у сфері управління кредитним портфелем, зменшення реальних доходів населення, висока ймовірність кризи неплатежів тощо. Крім того, вартість зовнішніх кредитних ресурсів більш прийнятна.

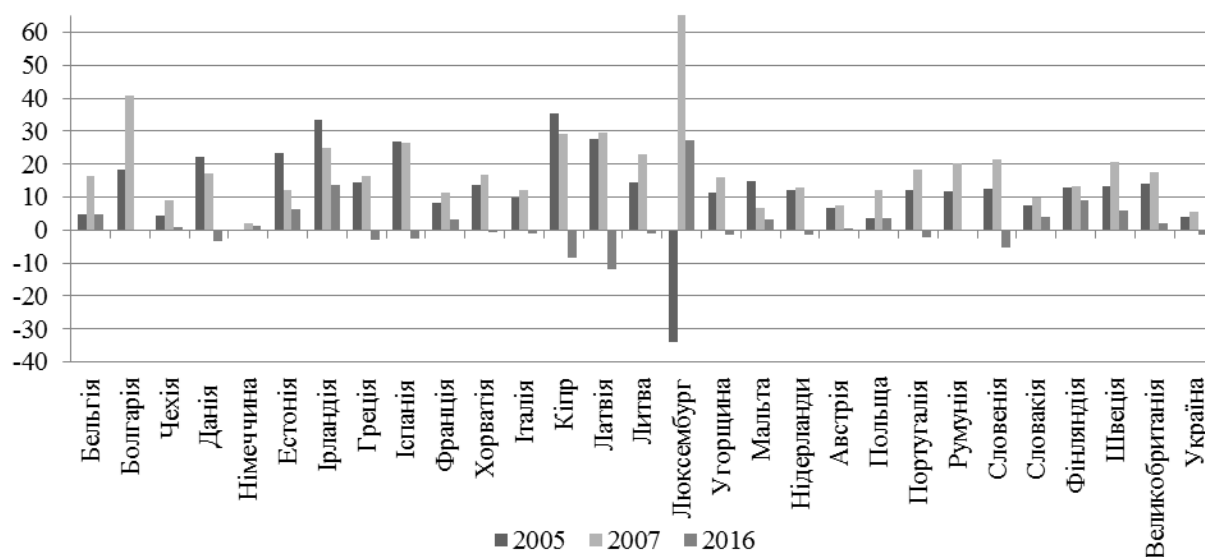


Рис. 2.3. Кредитування приватного сектору у 2005, 2007 та 2016 роках у країнах ЄС та в Україні, % ВВП*

*Складено авторами за даними^{103,104}

Оцінити рівень боргового фінансування приватного сектору економіки України (нефінансовий сектор) можна за даними рис. 2.4.

Як засвідчують дані рис. 2.4, протягом 2005–2008 років спостерігалось істотне нарощування зовнішньої кредитної активності приватного сектору. Домінуюча роль при цьому належала банкам, які

¹⁰³ Грошово-кредитна та фінансова статистика [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article;jsessionid=A7067064A2CF4A98F9EF7019554D2756?art_id=27843415&cat_id=44578#3.

¹⁰⁴ Macroeconomic Imbalances Procedure [Electronic resource] / Eurostat official website. – Access mode: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&pcode=tipspc20&language=en>.

спрямовували залучені кошти переважно на кредитування домогосподарств, що у період 2008–2009 років значно загостило проблему повернення валютних кредитів фізичними особами, а намагання уникнути «кредитного буму» змусило НБУ вдатися до запровадження норм резервування за позиками, отриманими резидентами, у тому числі банками, від нерезидентів.

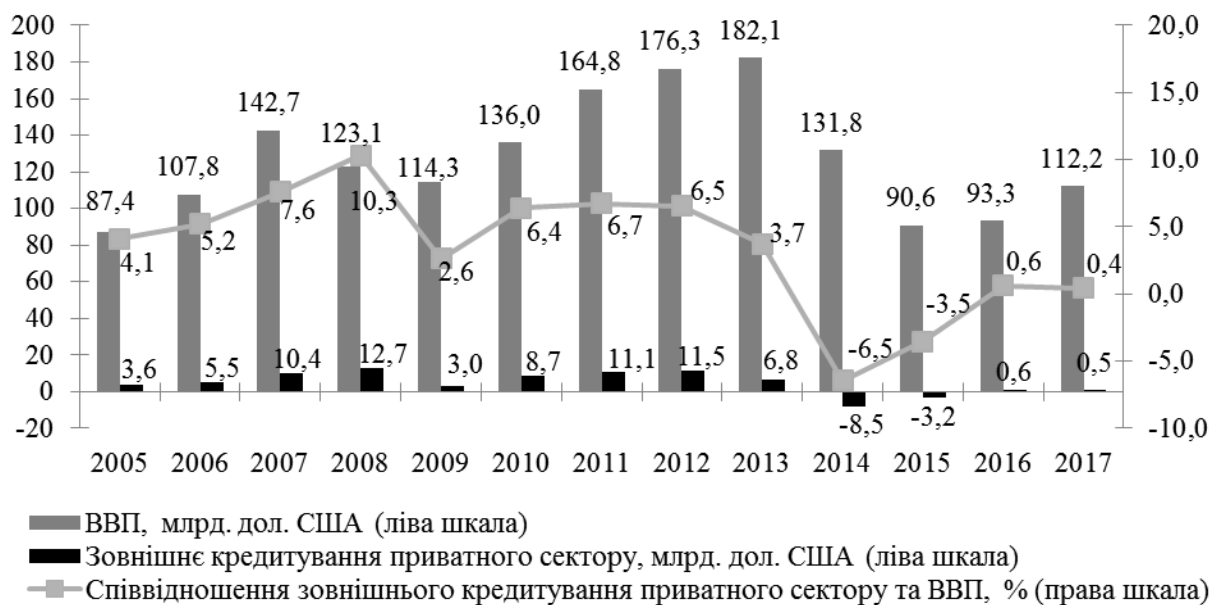


Рис. 2.4. Співвідношення зовнішнього кредитування приватного сектору та ВВП в Україні у 2005–2017 роках, %*

**Складено авторами за даними^{105, 106}*

У 2009 році рівень зовнішнього кредитування приватного сектору знизився до 2,6% ВВП. Період 2010–2012 років відзначався досить стабільним рівнем зовнішнього кредитування у межах 6,4–6,7%. За підсумками 2013 року, величина цього показника почала

¹⁰⁵ Статистика зовнішнього сектору [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=44502&cat_id=44446.

¹⁰⁶ Статистична інформація [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Державної служби статистики України. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

зменшуватися, що свідчить про скорочення ділової активності порівняно із попередніми трьома роками. У 2014 року можемо констатувати поступове виведення кредитних коштів із приватного сектору, яке продовжилося і в 2015 році, однак вже у 2016–2017 роках варто відмітити позитивну динаміку індикатора зовнішнього кредитування приватного сектора.

Досліджуючи синхронність коливань загальних обсягів кредитування (внутрішнього та зовнішнього) приватного сектору та обсягів ВВП в Україні (рис. 2.5), відзначимо, що у 2007 році стрімке нарощування кредитування не призвело до аналогічного зростання ВВП, що свідчить про наявні розриви між реальним та фінансовим секторами економіки.



Рис. 2.5. Темпи зростання обсягів кредитування приватного сектору та ВВП в Україні у 2005–2017 роках*

*Складено авторами за даними^{107, 108}

¹⁰⁷ Грошово-кредитна та фінансова статистика [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article;jsessionid=A7067064A2CF4A98F9EF7019554D2756?art_id=27843415&cat_id=44578#3.

¹⁰⁸ Статистична інформація [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Державної служби статистики України. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

У 2008 році зазначені дисбаланси тільки посилювалися, а 2009 рік можна охарактеризувати, як період «кредитного стиснення». Аналогічні процеси характерні і для 2014–2015 років, пік «кредитного стиснення» припадає на 2015 рік. Протягом 2016 року, незважаючи на від’ємне значення показника кредитування приватного сектору, відбулося значне скорочення негативної динаміки. У 2017 році величина кредитування приватного сектору все ж досягла позитивного значення, однак, на нашу думку, незначний приріст приватного кредитування не генерує тенденції економічного зростання.

І хоча розвиток кредитування приватного сектору може сприяти економічному зростанню, проте вважаємо, що надмірна кредитна експансія здатна призвести до істотного розбалансування економіки та настання кризи. Кредитування приватного сектору здійснюється за двома основними напрямками – кредитування нефінансового сектору (суб’єктів господарської діяльності) та кредитування домогосподарств.

Стрімке зростання обсягів корпоративних кредитів провокує підвищення вартості фондового ринку та цін комерційної нерухомості. Аналогічно, нарощування обсягів іпотечного кредитування є шляхом до збільшення вартості житлової нерухомості. Зростання споживчого кредитування може значно вплинути на показники платіжного балансу в частині приросту імпорту, адже суттєве збільшення споживчого попиту не завжди може бути задоволене внутрішньою пропозицією, а підвищення купівельної спроможності без збільшення сукупної пропозиції сприяє розгортанню інфляційних процесів. У періоди розширення кредитування зростання цін на активи призводить до збільшення вартості заставного майна, що стимулює посилення кредитної експансії та подальше підвищення вартості активів. Досить часто відбувається неефективне розміщення кредитних ресурсів через некоректну оцінку якості інвестиційного проекту, що кредитується.

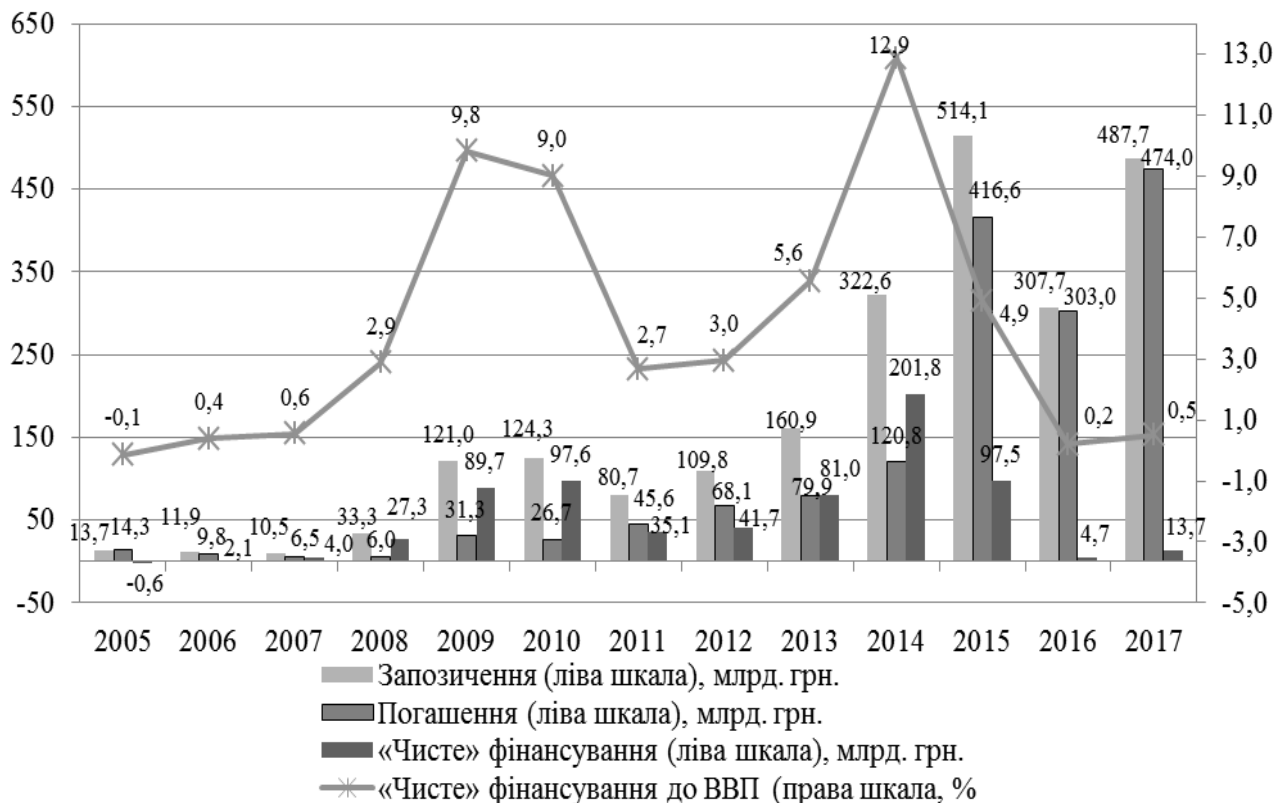
Особливо небезпечною є практика отримання нових позик для обслуговування чи погашення раніше одержаних. Крім того, спрощення процедур визначення кредитоспроможності позичальників під час кредитного буму значно підвищує ризик неплатоспроможності та настання дефолту. Банкрутство позичальників приватного сектору економіки та спричинена цим збитковість фінансового сектору матимуть серйозні негативні наслідки для формування надходжень до централізованих грошових фондів країни та поставлять під сумнів можливості виконання державою своїх функцій у повному обсязі. У такому разі органи державного управління змушені будуть самі виступати у ролі позичальників.

Водночас, низький рівень кредитної активності ставить під загрозу можливості розвитку національної економіки. Порушення стабільності діяльності суб'єктів господарювання через недостатність власних коштів та обмеженість кредитування зумовлює скорочення їх ділової активності, втрату ринків збуту. Як наслідок, виникають проблеми із забезпеченням зайнятості й створенням нових робочих місць, що зрештою призводить до підвищення соціальної напруги. Низька ефективність діяльності економічних суб'єктів безпосередньо впливає на обсяги бюджетних ресурсів держави.

Аналогічно до кредитного фінансування приватного сектору, розглянемо подібний показник для бюджетної сфери – фінансування за борговими операціями Державного бюджету України (рис. 2.6). Індикатор «чистого» фінансування є різницею між обсягом запозичених та погашених коштів. Позитивне його значення означає, що величина запозичень перевищує погашення, а від'ємне – навпаки.

Проведені нами розрахунки дозволяють зробити висновок, що в цілому показник фінансування Державного бюджету України за борговими операціями відстає від аналогічного показника по приватному сектору на один-два роки.

Так, у 2009 році спостерігався перший «сплеск» боргового фінансування державного бюджету – 9,8% ВВП. Другий пік залучення державою боргових ресурсів припав на 2014 рік – 12,9% ВВП. Однак в цьому році причини різкого збільшення кредитного потоку зумовлені не стільки перенакопиченими фінансовими дисбалансами, скільки надскладною економіко-політичною ситуацією в країні – вимушеним зростанням видатків на оборону на тлі скорочення дохідної частини бюджету.



**Рис. 2.6. Фінансування Державного бюджету України
за борговими операціями у 2005–2017 роках***

*Складено авторами за даними^{109,110}

¹⁰⁹ Звітність про виконання бюджетів [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Державної казначейської служби України. – Режим доступу: <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>.

¹¹⁰ Статистична інформація [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Державної служби статистики України. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

У 2015 році уряд зіткнувся з реальною загрозою настання дефолту, уникнути якого вдалося тільки завдяки проведеній реструктуризації, що передбачала списання частини зовнішнього державного боргу та пролонгації терміну погашення єврооблігацій на чотири роки. Протягом 2016–2017 років ситуацію вдалося стабілізувати, «чисте» фінансування у цей період не перевищувало 0,5% ВВП, тобто обсяг залучених та погашених коштів був майже однаковим.

У країнах ЄС для оцінки збалансованості фіскальної політики використовують показник первинного структурного балансу сектору загального державного управління (Structural Primary Balance), який розраховується як співвідношення циклічно скоригованого первинного структурного балансу за вирахуванням одноразових або тимчасових витрат до ВВП країни¹¹¹.

У свою чергу, циклічно скоригований первинний структурний баланс є різницею між циклічно скоригованим структурним балансом (величиною чистого фінансування СЗДУ за вирахуванням циклічної компоненти) та відсотковими виплатами (видатками на обслуговування боргових зобов'язань)¹¹².

Обчислення структурного балансу СЗДУ передбачає оцінювання рівня циклічно скоригованих доходів бюджету та його видатків за допущення природного рівня зайнятості (формула 2.2)¹¹³.

¹¹¹ Rationale, Process, Application: A Compendium [Electronic resource] / Official website of the European Commission. – Access mode: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip039_en.pdfhttp://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip039_en.pdf.

¹¹² German Stability Programme 2012 [Electronic resource] / European Commission official website. – Access mode: http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/nd/sp2012_germany_en.pdf.

¹¹³ Єфименко Т.І. Боргова стійкість державних фінансів: Монографія / за ред. Т.І. Єфименко, С.А. Єрохіна, Т.П. Богдан. – К.: ДННУ «Акад. фін. управління», 2014. – С. 601.

$$\begin{aligned} \text{Первинний структурний баланс СЗДУ} &= \text{Структурний баланс СЗДУ} - \\ &- \text{Видатки на обслуговування державного і місцевого боргу} = \\ &= \text{Циклічно скориговані податкові надходження загального уряду} + \\ &+ \text{неподаткові доходи загального уряду} - \\ &- \text{циклічно скориговані первинні видатки загального уряду} \\ &(\text{без видатків на обслуговування боргу}) \end{aligned} \quad (2.2)$$

Відповідно до Пакту стабільності та зростання (Stability and Growth Pact – SGP)¹¹⁴, кожна країна-учасниця ЄС розробляє Середньострокові бюджетні цілі (Medium-Term Budgetary Objective – МТВО), які є орієнтирами для формування і реалізації фіскальної політики та передбачають втримання первинного структурного дефіциту на рівні 0,5% ВВП, адже саме такий рівень дефіциту дозволяє у перспективі досягти економічно безпечного рівня державного боргу. У разі недотримання вимог Пакту, до країни-порушника можуть застосовуватися санкції.

Ще одним індикатором, що дозволяє оцінити обсяги кредитування СЗДУ, є показник чистого первинного кредитування/запозичення СЗДУ, що розраховується як первинний баланс СЗДУ з урахуванням чистих відсоткових виплат. В свою чергу, первинний баланс СЗДУ визначається шляхом зменшення державних доходів на величину державних витрат.

Вітчизняні реалії свідчать про значну розбалансованість фіскальної сфери, підтвердженням цього є хронічний дефіцит СЗДУ (рис. 2.7), що, зрештою, обумовлює необхідність боргового фінансування та продукує підвищення рівня боргового навантаження на державні фінанси.

¹¹⁴ Stability and Growth Pact [Electronic resource] / Official website of the European Commission. – Access mode: http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/.

Аналізуючи дані рис. 2.7, зазначимо, що найбільший розмір дефіциту первинного структурного балансу в Україні спостерігався протягом 2012–2013 років – 4,5% ВВП та 4,8% ВВП відповідно. Певна стабілізація ситуації відбулася у 2015 році, коли рівень дефіциту СЗДУ зменшився до 0,6% ВВП за рахунок заходів уряду щодо збалансування доходів і витрат СЗДУ, а також проведення активної політики управління державним боргом.

Показник чистого первинного кредитування/запозичення СЗДУ демонстрував тенденції, аналогічні до індикатора первинного структурного балансу СЗДУ, за винятком 2009 року, коли зменшення дефіциту первинного структурного балансу супроводжувалося істотним зростанням чистих запозичень СЗДУ, що можна пояснити збільшенням вартості обслуговування боргу СЗДУ.

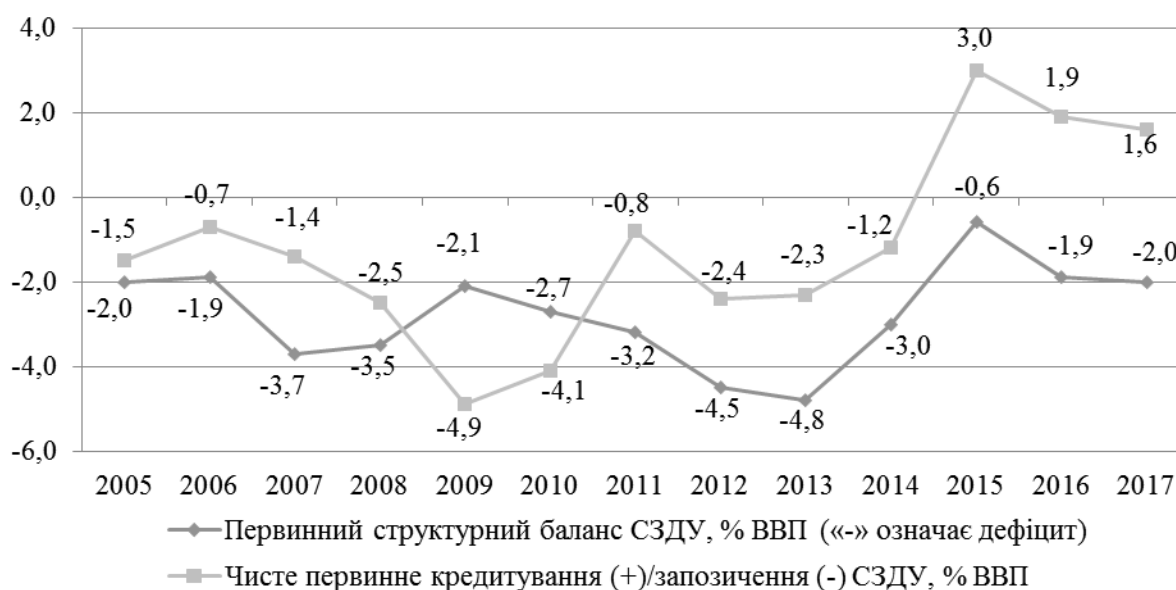


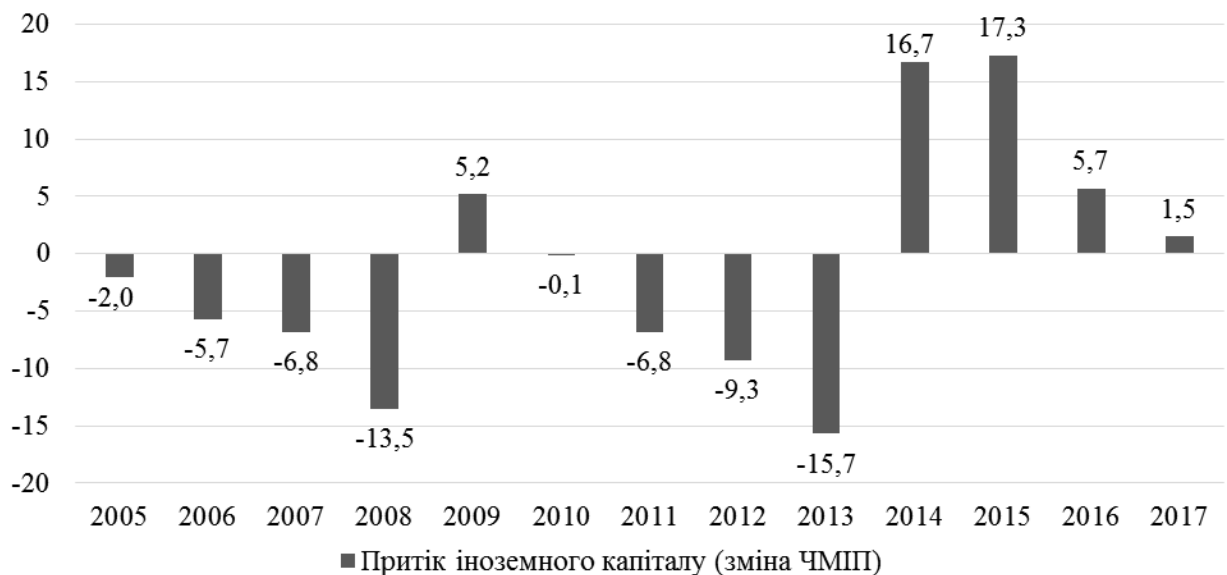
Рис. 2.7. Динаміка показників збалансованості СЗДУ в Україні у 2005–2017 роках, % ВВП*

*Складено авторами за даними¹¹⁵

¹¹⁵ World Economic Outlook Database [Electronic resource] / International Monetary Fund official website. – Access mode: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/02/weodata/index.aspx>.

Іншими показниками, що дозволяють оцінити збалансованість потоків фінансових ресурсів, є індикатори притоку іноземного капіталу та «втечі» капіталу (рис. 2.8).

За даними рис. 2.8, варто відзначити, що протягом 2005–2008 та 2011–2013 років спостерігався поступовий приріст чистої міжнародної інвестиційної позиції (далі – ЧМІП). У 2008 та 2011–2013 роках відбувалося стрімке вилучення капіталу із вітчизняної економіки, а позитивний приріст ЧМІП змінився на від’ємний, що повторює негативні тенденції кредитування приватного сектору.



**Рис. 2.8. Динаміка притоку іноземного капіталу в Україну
у 2005–2017 роках, млрд. дол. США***

**Складено авторами за даними^{116, 117}*

Таким чином, можемо констатувати, що за підсумками 2005–2017 років в Україні спостерігалось два піки дисбалансу руху

¹¹⁶ Статистика зовнішнього сектору [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=44502&cat_id=44446.

¹¹⁷ Статистична інформація [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Державної служби статистики України. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

фінансових потоків у вигляді «кредитного буму» у 2008 році та відповідного «кредитного стиснення» у 2009 році та у 2014–2015 роках, що стали тригером для подальшого поширення фінансових дисбалансів, які поглибили асиметрії розвитку економіки країни, знизили ефективність процесу перерозподілу капіталу, зменшили конкурентоздатність національної економіки та посилили негативний вплив зовнішніх кон'юнктурних шоків.

2.2. Аналіз індикаторів цінових дисбалансів

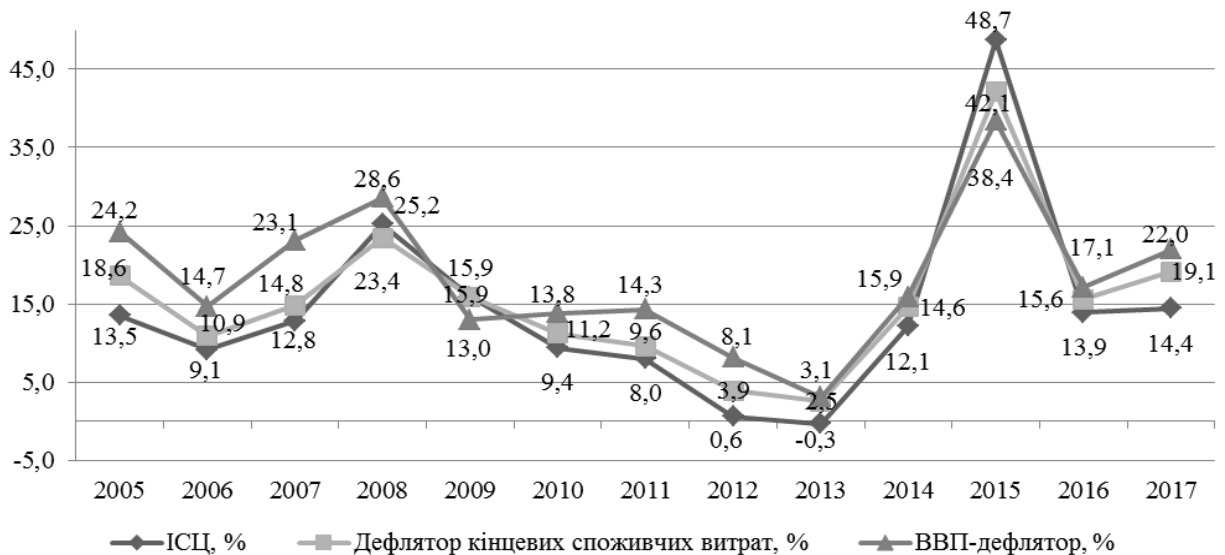
Суттєве розширення кредитної пропозиції має прямий вплив на динаміку цін фінансових та базових активів. Випередження фінансовим потоком обсягу виробництва (що за своєю суттю також є потоком) призводить до цінових дисбалансів: зростання цін на активи (нерухомість, фінансові інструменти), індексу споживчих цін (далі – ІСЦ) і ВВП-дефлятора.

ВВП-дефлятор відображає зростання цін на вироблені в Україні товари і послуги. Водночас, зазначимо, що оскільки ціни на значну частину валового внутрішнього продукту залежать від зовнішньої кон'юнктури й попиту (в середньому, відношення експорту до ВВП в Україні становить 40% ВВП), ВВП-дефлятор є не повною мірою адекватним показником внутрішніх фінансових дисбалансів.

У міжнародній практиці для вищезазначених цілей частіше використовується ІСЦ. Він відображає зростання внутрішніх цін за кошиком вибраних товарів. Якщо при розрахунку ВВП-дефлятора враховуються всі вироблені в країні товари і послуги, то ІСЦ містить обмежений набір товарів та послуг, в тому числі імпортованих. Однак в Україні показник ІСЦ спотворюється за рахунок завищення у структурі споживчого кошика частки товарів, ціна яких має тенденцію до зниження, і навпаки. Робиться це з метою заниження офіційних показників інфляції. Крім того, структура споживчого

кошику для розрахунку ІСЦ не завжди відповідає структурі реального споживання.

Зважаючи на вищезазначене, в якості більш інформативного індикатору цінових дисбалансів в Україні пропонуємо дефлятор кінцевих споживчих витрат, який, на відміну від ІСЦ, враховує зміну цін на усі групи товарів та послуг, що є предметами кінцевого споживання. У практиці розвинених країн значення показників ІСЦ та дефлятора кінцевих споживчих витрат практично співпадають¹¹⁸, однак в Україні вони істотно відрізняються (рис. 2.9).



**Рис. 2.9. Динаміка індексу споживчих цін,
дефлятора кінцевих споживчих витрат та ВВП-дефлятора
в Україні у 2005–2017 роках***

*Складено авторами за даними¹¹⁹

Аналіз цінових індикаторів в Україні дозволяє зробити висновки, що в цілому 2005–2008 роки характеризувалися поживавленням інфляційних процесів. Так званий «інфляційний сплеск» цього

¹¹⁸ Башко В.Й. Оцінка валютних ризиків та вартості зовнішніх державних запозичень в Україні / В.Й. Башко // Фінанси України. – 2012. – № 9. – С. 95.

¹¹⁹ Статистична інформація [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Державної служби статистики України. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

періоду можна пояснити зростанням обсягів фінансування соціальних видатків, а з кінця 2008 року – впливом девальвації національної валюти. Протягом 2009 року інфляція зберігалася на високому рівні.

У 2010–2013 роках відбулося поступове зменшення темпів інфляції. Основними чинниками таких цінових тенденцій були:

- жорстка монетарна політика, спрямована на стримування грошової пропозиції, що зрештою забезпечило стабільність гривні та низькі темпи інфляції. Проте, такі заходи призвели до падіння обсягу міжнародних резервів, зростання вартості грошей на кредитному ринку та спричинили загальне падіння ділової активності і згортання реального сектору економіки, збільшення пропозиції сільськогосподарської продукції, яка має істотну питому вагу в структурі споживчого кошика, збереження низьких цін на сировинні товари через зменшення рівня глобального попиту.

У 2014–2017 роках стрімке зростання рівня цін в Україні обумовлено девальваційними процесами, спричиненими скороченням валютних надходжень та значним відтоком капіталу, суттєвим підвищенням житлово-комунальних тарифів з метою приведення їх у відповідність до собівартості, негативними очікуваннями через військові дії на Сході країни.

Третя група показників цінових дисбалансів враховує зміну цін на фінансові та нефінансові активи. Основним показником зміни цін фінансових активів є зміна індексів фондового ринку – зокрема індексу Першої фондової торговельної системи (далі – ПФТС). Індикатором для нефінансових активів є зміна цін на нерухомість, як правило, житлову, однак в деяких країнах проводиться моніторинг цін і на комерційну нерухомість.

Динаміку індексу ПФТС, цін житлової нерухомості в Україні відображено на рис. 2.10.

Як видно з рис. 2.10, вартість житлової нерухомості в Україні за досліджуваний період мала спадну тенденцію, оскільки до 2008 року високі ціни на нерухоме майно були пов'язані із бумом іпотечного

кредитування, проте із поширенням кризових явищ в економіці ціни поступово знижувалися. У 2010–2017 роках відновлення докризового рівня цін не відбулося через низькі темпи зростання доходів населення, високі кредитні ставки та низьку ліквідність банківської системи. Крім того, існують об'єктивні передумови для подальшого зниження цін на житлову нерухомість, адже за останні роки відбувся істотний перерозподіл доходів у бік споживання (так, у 2014 році споживання становило майже 85% ВВП). Важливим чинником впливу на зниження вартості нерухомого майна у 2014–2017 роках є девальвація національної валюти.

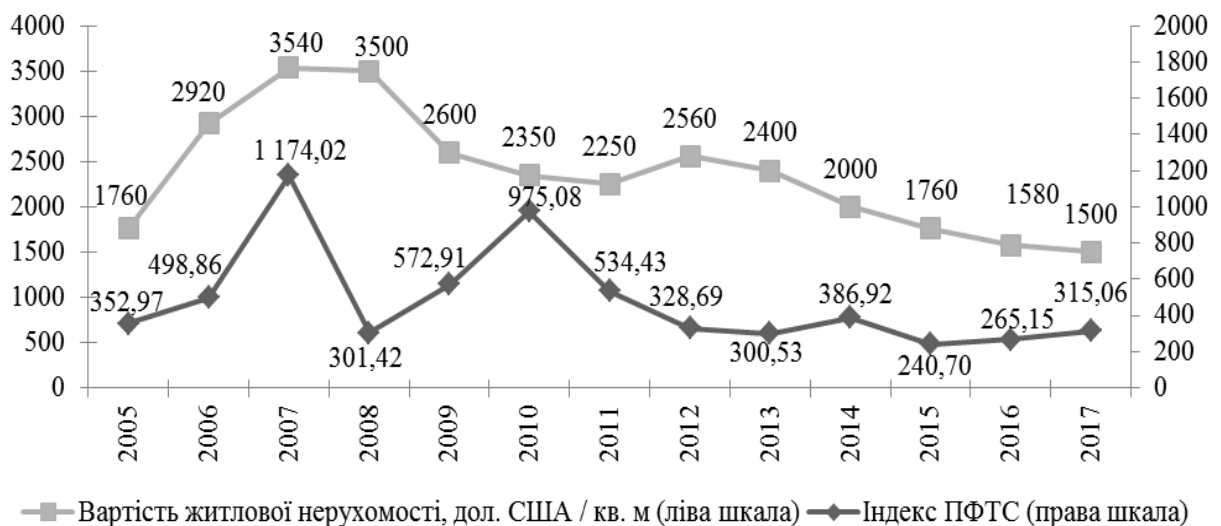


Рис. 2.10. Динаміка показників цінових дисбалансів в Україні у 2005–2017 роках (на кінець періоду)*

**Складено авторами за даними^{120,121,122}*

¹²⁰ Грошово-кредитна та фінансова статистика [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article;jsessionid=A7067064A2CF4A98F9EF7019554D2756?art_id=27843415&cat_id=44578#3.

¹²¹ Статистика цін на нерухомість [Електронний ресурс] / Офіційний сайт агентства нерухомості «Благовіст». – Режим доступу: <https://blagovist.ua/realtystat>.

¹²² Global Cities Report [Electronic resource] / Knight Frank official website. – Access mode: <http://www.knightfrank.com/research/global-cities-report-2018-4987.aspx>.

Через відсутність систематизованих статистичних даних щодо ринку нерухомості в Україні досить складним є побудова індексів цін на нерухомість. Можливим є лише відстеження динаміки абсолютних цін, а усталена практика вираження цін на нерухоме майно у доларах США робить ринок нерухомості чутливим до курсових коливань національної валюти.

У зарубіжній практиці для оцінки зміни цін на нерухомість використовують індекс Кейса-Шиллера (S&P/Case-Shiller 20-City Composite Home Price Index), який публікується рейтинговим агентством Standard&Poors та показує зміну цін на житлову нерухомість у 20 найбільших містах США¹²³. Цей показник є одним із важливих макроекономічних індикаторів і представляє собою зважений арифметичний індекс вартості повторного продажу, що дозволяє відстежувати зміни ціни одних і тих самих будинків¹²⁴. Використання індексу Кейса-Шиллера вимагає збору та обробки значних масивів інформації. При його визначенні враховуються лише ціни перепродажу односімейних будинків, тобто у розрахунки включаються тільки ціни на вторинному ринку житлової нерухомості.

Ще одним ціновим індексом для активів є агрегований індекс цін активів (AAPI – Aggregate Asset Price Index). AAPI відображає зміни цін на житлову, комерційну нерухомість, а також зміни цін акцій¹²⁵. Найвагомішим компонентом цього показника є індекс цін на житлову нерухомість, питома вага якого коливається від 60 до 75%; другим за значенням – ціни на акції (у країнах з розвиненим фондовим ринком

¹²³ Case-Shiller Home Price Indices Methodology. – S&P, February 2015. – 43 p.

¹²⁴ Shirley A. Question of Priorities: Going Private [Electronic resource] / A. Shirley // Knight Frank Blog. – 2017. – March 01. – Access mode: <https://www.knightfrank.ru/blog/2017/03/01/a-question-of-priorities-going-private>.

¹²⁵ Arthur S.V. Experience with Constructing Composite Asset Price Indices [Electronic resource] / S.V. Arthur // BIS Working Paper. – April 2005. – № 21. – Access mode: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap21x.pdf>.

їхня питома вага досягає 20-35%, у менш розвинених країнах – 10-25%)¹²⁶.

Зважаючи на наявні обмеження щодо можливостей побудови цінових індексів для вітчизняного ринку нерухомого майна, визначимо показник співвідношення вартості житлової нерухомості та середньої заробітної плати по Україні (рис. 2.11).

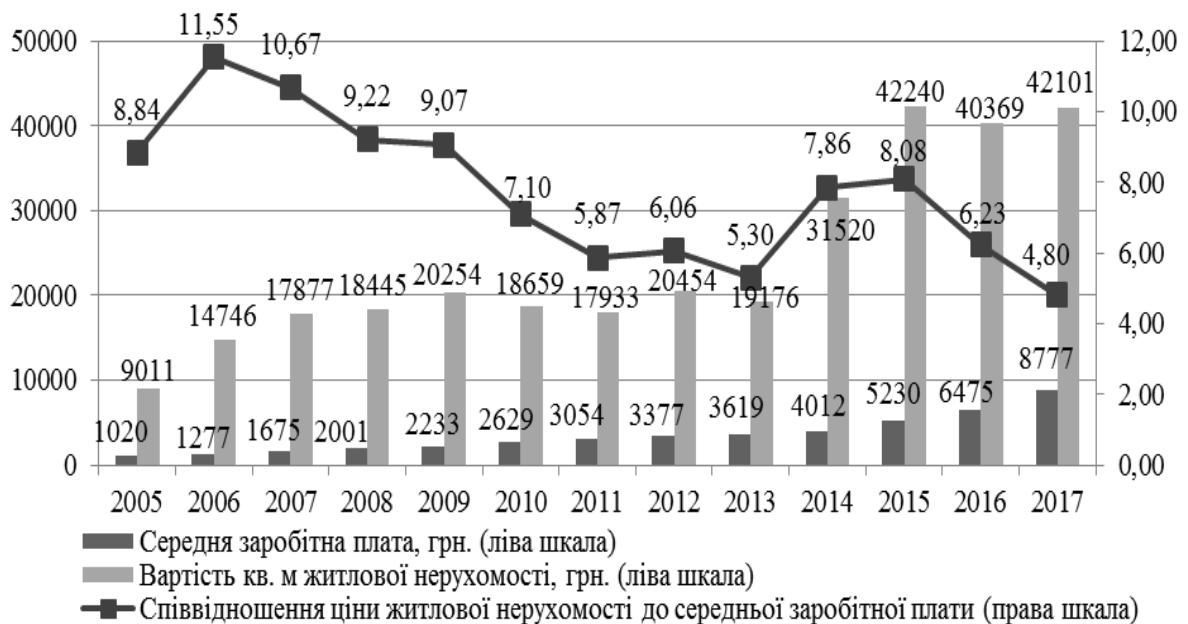


Рис. 2.11. Співвідношення вартості одного квадратного метра житлової нерухомості (м. Київ) та середньої заробітної плати в Україні у 2005–2017 роках*

*Складено авторами за даними^{127, 128, 129}

¹²⁶ Borio C. Prowse Exploring Aggregate Asset Price Fluctuations across Countries: Measurement, Determinants and Monetary Policy Implications [Electronic resource] / C. Borio, N. Kennedy, S. Prowse // BIS Economic Papers. – April 1994. – № 40. – Access mode: <http://www.bis.org/publ/econ40.pdf>.

¹²⁷ Статистика цін на нерухомість [Електронний ресурс] / Офіційний сайт агентства нерухомості «Благовіст». – Режим доступу: <https://blagovist.ua/realtystat>.

¹²⁸ Статистична інформація [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Державної служби статистики України. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

¹²⁹ Global Cities Report [Electronic resource] / Knight Frank official website. – Access mode: <http://www.knightfrank.com/research/global-cities-report-2018-4987.aspx>.

Вартість одного квадратного метра житлової нерухомості розрахована міжнародною консалтинговою компанією у сфері комерційної та житлової нерухомості «Knight Frank» за показниками, наданими українським агентством нерухомості «Благовіст» щодо середньої вартості одного квадратного метра житлової нерухомості у м. Києві на вторинному ринку. Такий підхід має певні недоліки, оскільки враховує ціни на житлову нерухомість лише у столиці, де вартість нерухомості є вищою порівняно з іншими регіонами, однак за подібною схемою «Knight Frank» визначають вартість житлової нерухомості в інших країнах, що дозволяє співставляти отримані дані.

Як видно з рис. 2.11, найбільший розрив між вартістю житлової нерухомості та доходами населення спостерігався у 2006 році, тобто ціновий дисбаланс на ринку нерухомості досягнув свого піку. У період 2007–2013 років за стабільного зростання середньої заробітної плати її співвідношення із цінами на житлову нерухомість поступово знижувалося з незначними коливаннями. Наступного року при номінальному збільшенні заробітної плати вартість житлової нерухомості у гривневому еквіваленті стрімко зросла, що відповідно вплинуло і на рівень досліджуваного індикатора. Подібні тенденції збереглися і у 2015 році. У 2016 році вартість житлової нерухомості знизилася як у гривневому, так і у доларовому еквіваленті. За підсумками 2017 року мало місце зростання вартості житлової нерухомості у гривневому еквіваленті та зниження – у доларовому, а співвідношення вартості одного квадратного метра житлової нерухомості та середньої заробітної плати в Україні досягло свого мінімуму за увесь досліджуваний період. Тобто найбільш доступною для придбання житлова нерухомість була саме у 2017 році, проте на тлі низького рівня заощаджень населення та недоступності кредитних ресурсів це не призвело до значного поживавлення продажів на ринку нерухомості. На наше переконання, у найближчі 2-3 роки подібні тенденції збережуться, оскільки зростання на ринках активів можливе лише за умови накопичення заощаджень населенням із подальшою їх

трансформацією на ринках капіталів. Однак за чинної структури розподілу наявних доходів, в якій превалює споживання, відсутності довіри до фінансових установ і високих інфляційних очікувань через коливання курсу національної валюти та збільшення споживчих витрат внутрішні резерви для економічного зростання практично відсутні.

Підводячи підсумки, зазначимо, що основним рушійним чинником збільшення показника співвідношення середньої заробітної плати та ціни нерухомості в Україні до рівня 11,55 у 2006 році було зростання попиту; натомість, у 2014–2015 роках (до рівня 7,86 і 8,08 відповідно) – різке знецінення національної валюти.

Проведемо розрахунки середнього терміну окупності житлової нерухомості з урахуванням соціальної норми забезпеченості житлом на одну особу (на 01.09.2017 року – 13,65 м²) (табл. 2.2).

Таблиця 2.2

**Середній термін окупності житлової нерухомості
в Україні у 2005–2017 роках**

Рік	Вартість м ² житлової нерухомості, грн.	Соціальна норма житла на 1 особу, м ²	Середня заробітна плата, грн.	Термін окупності	
				місяців	років
1	2	3	4	5	6
2005	9 011,20	13,65	1 019,7	120,6	10,1
2006	14 746,00		1 277,1	157,6	13,1
2007	17 877,00		1 675,0	145,7	12,1
2008	18 445,00		2 001,0	125,8	10,5
2009	20 254,00		2 233,0	123,8	10,3
2010	18 659,00		2 629,0	96,9	8,1
2011	17 932,50		3 054,0	80,2	6,7
2012	20 454,40		3 377,0	82,7	6,9

Продовження таблиці 2.2

1	2	3	4	5	6
2013	19 176,00		3 619,0	72,3	6,0
2014	31 520,00		4 012,0	107,2	8,9
2015	42 240,00		5 230,0	110,2	9,2
2016	40 369,00		6 475,0	85,1	7,1
2017	42 101,00		8 777,0	65,5	5,5

*Складено авторами за даними^{130,131}

Аналізуючи дані таблиці 2.2, варто відмітити, що максимальний термін окупності такої площі зафіксовано у 2006–2007 роках; найменший – у 2011–2013 та 2016–2017 роках.

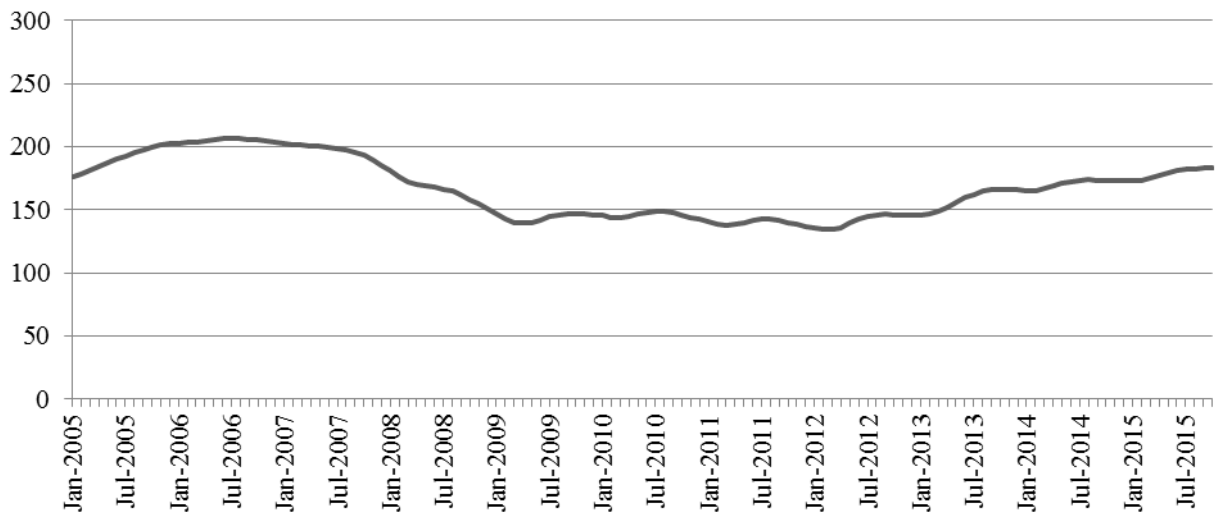
Розглянувши динаміку індексу Кейса-Шиллера для США (рис. 2.12), спостерігаємо аналогічну тенденцію, за якої у 2006 році значення цього індексу досягли максимальних позначок.

Одним з важливих аспектів моніторингу збалансованості цін на активи є аналіз індексів фондового ринку. Основним індикатором стану українського фондового ринку є індекс ПФТС. Динаміка індексу ПФТС (відсоток зростання середньозважених цін акцій «індексного кошика» до базового періоду) є аналогічною до динаміки цін на житлову нерухомість. Окрім несприятливої загальноекономічної ситуації, на значення індексу ПФТС впливає непривабливість ринку цінних паперів України через їхню низьку прибутковість та значний рівень ризику інвесторів.

Виявлений в результаті проведеного нами аналізу характер коливань індексу ПФТС у 2005–2007 роках (див. рис. 2.10) свідчить про формування «цінової бульбашки» на українському фондовому ринку.

¹³⁰ Статистика цін на нерухомість [Електронний ресурс] / Офіційний сайт агентства нерухомості «Благовіст». – Режим доступу: <https://blagovist.ua/realtystat>.

¹³¹ Статистична інформація [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Державної служби статистики України. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.



**Рис. 2.12. Динаміка S&P/Case-Shiller 20-City Composite
Home Price Index у США у 2005–2015 роках***

*Складено авторами за даними¹³²

Максимальне значення індексу ПФТС спостерігалось у середині січня 2008 року – 1208 пунктів (приріст порівняно з попереднім роком – 120%)¹³³. Водночас, зростання вартості активів стимулювало відповідне розширення кредитування. У подальшому, на тлі девальваційних процесів національної валюти та відповідного зниження інтересу до інструментів вітчизняного фондового ринку, в умовах розгортання кризи ліквідності у банківському секторі України та поширення панічних настроїв економічних суб'єктів, фондовий індекс ПФТС знизився з кінця 2008 року по лютий 2009 року майже у 6 разів – до 211,47 пунктів.

Альтернативним варіантом оцінки фондового ринку є розрахунок індикатора CAPE (Cyclically Adjusted Price-Earnings) або P/E

¹³² Офіційний сайт Standard&Poors [Електронний ресурс] / Режим доступу: https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/home.

¹³³ Луняков О.В. Формування, аналіз та регулювання дисбалансів у фінансовому секторі економіки України: дис. ... д-ра екон. наук: 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / О.В. Луняков; ДВНЗ «Укр. акад. банк. справи Нац. банку України». – Суми, 2013. – С. 84.

Шиллера, що є відношенням поточної ціни акцій чи індексу цін акцій (Р) та прибутку (Е), скоригованого на показник інфляції^{134, 135}. Значення аналогічного показника для фондового ринку України – індекса фондового ринку (далі – ІФР) наведено на рис. 2.13.

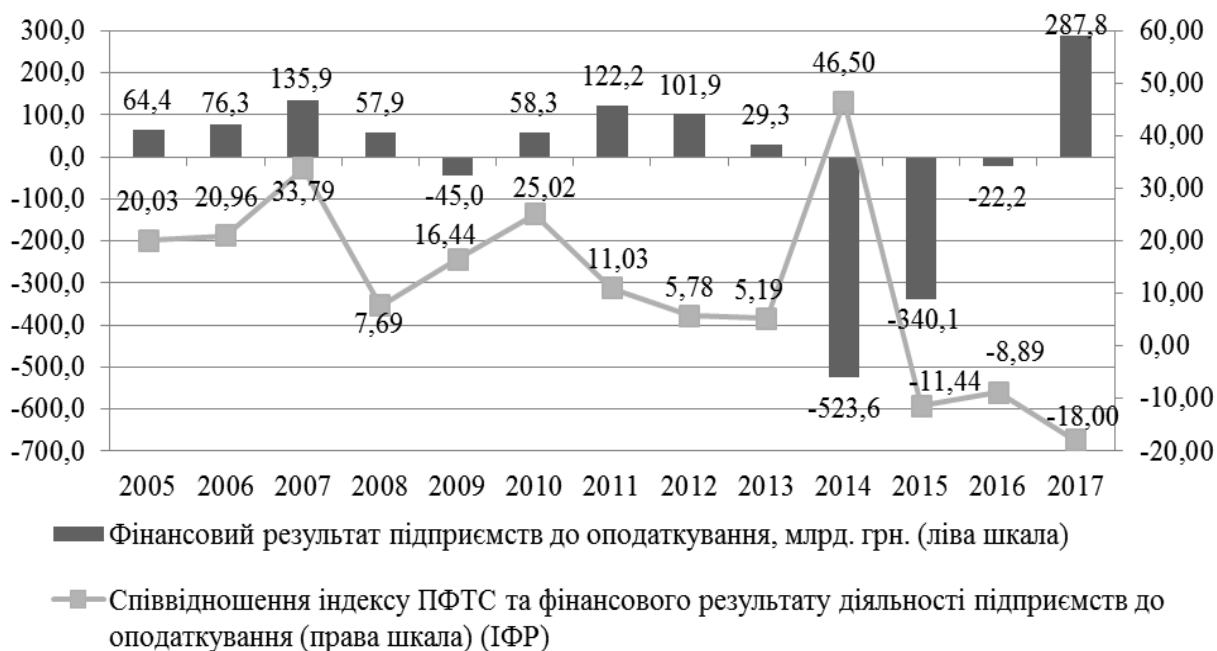


Рис. 2.13. Динаміка індексу ПФТС та фінансового результату діяльності підприємств в Україні у 2005–2017 роках*

*Розраховано авторами за даними^{136, 137}

¹³⁴ Lahnsteiner M. Private Sector Debt in CESEE EU Member States [Electronic resource] / M. Lahnsteiner // Focus on European Economic Integration. – 2013. – Issue 3. – Access mode: http://econpapers.repec.org/article/onboenbfi/y_3a2013_3ai_3a3_3ab_3a2.htm.

¹³⁵ McCann B. Is the Stock Market Expensive? The Cyclically Adjusted Price-to-Earnings Ratio [Electronic resource] / B. McCann // Nasdaq. – 2015. – June 22. – Access mode: <http://www.nasdaq.com/article/is-the-stock-market-expensive-the-cyclically-adjusted-pricetoearnings-ratio-cm489352#ixzz3xV7EAFa>.

¹³⁶ Грошово-кредитна та фінансова статистика [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article;jsessionid=A7067064A2CF4A98F9EF7019554D2756?art_id=27843415&cat_id=44578#3.

¹³⁷ Статистична інформація [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Державної служби статистики України. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

Індикатор фондового ринку України розраховано шляхом ділення індексу ПФТС на усереднений фінансовий результат діяльності підприємств (далі – ФРП) за десятирічний період, скоригований на дефлятор кінцевих споживчих витрат (далі – ДЕФ) (формула 2.3):

$$ІФР_i = \frac{ПФТС_i}{(\frac{ФРП_{i-10}}{ДЕФ_{i-10}} + \dots + \frac{ФРП_i}{ДЕФ_i})/10} \quad (2.3)$$

Розрахунок зазначеного індикатора наведено у додатку Ж. З огляду на отримані результати, можна зробити висновок, що найбільш переоціненим фондовий ринок України був у 2007 та 2014 роках. Найменше значення показника спостерігалось у 2015–2017 роках. Отже, фондовий ринок України перебуває у критичному стані, оскільки розрахований нами індекс має від’ємне значення, що означає сумарну збитковість вітчизняних суб’єктів господарювання та дуже низьку їх привабливість для подальшого залучення інвестицій і відновлення темпів економічного зростання.

Валюта, як фінансовий актив, також представляє інтерес у дослідженні показників фінансових дисбалансів. «Переоцінення» національної валюти у період сталого розвитку на етапі нарощування кредитної пропозиції призводить до накопичення боргів в іноземній валюті. Такі борги може і не будуть надмірними, виходячи з чинного валютного курсу, проте навіть незначні негативні коливання на валютному ринку істотно збільшують показники боргового навантаження на інституційні сектори.

Для визначення валютних диспропорцій застосовують індикатор реального ефективного обмінного курсу – РЕОК (англ. – REER, Real Effective Exchange Rate). Реальний ефективний обмінний курс дозволяє визначити цінову конкурентоспроможність країни по відношенню до країн-основних торговельних партнерів, адже відображає не тільки зміну обмінного курсу, а й враховує показники інфляції. РЕОК показує, наскільки переоцінена або недооцінена

національна валюта. Оптимальним вважається коливання РЕОК у +/- 11% протягом 3-річного періоду¹³⁸.

Зростання індикатора РЕОК свідчить про зниження конкурентоздатності вітчизняної продукції і, навпаки, зменшення РЕОК означає підвищення конкурентоспроможності українських товарів на міжнародних ринках.

У світовій практиці індикатор РЕОК розраховують шляхом коригування номінального ефективного обмінного курсу – НЕОК (англ. – NEER, Nominal Effective Exchange Rate) на зміну рівня цін. У разі, якщо розрахунок проводиться для одного торговельного партнера, то визначається двосторонній (bilateral) обмінний курс (2.4):

$$REER = NEER \times \frac{I_i}{I} = \frac{ER_i^1}{ER_i^0} \times \frac{I_i}{I}, \quad (2.4)$$

де I – рівень інфляції в країні;

I_i – рівень інфляції у країні-торговельному партнері;

ER_i^0 – курс іноземної валюти до національної в базовому періоді;

ER_i^1 – курс іноземної валюти до національної в поточному періоді.

Однак показник двостороннього обмінного курсу є досить обмеженим, він не дає реального уявлення про зміни валютного курсу. Для того, щоб врахувати всіх торговельних партнерів країни, необхідно зважити двосторонні обмінні курси. Відповідно виникають питання, які двосторонні курси включати у розрахунок багатостороннього (multilateral) індексу РЕОК, яким чином проводити розрахунок вагових коефіцієнтів та як враховувати їх зміну в часі, які показники зміни цін варто використовувати.

¹³⁸ Macroeconomic Imbalances Procedure [Electronic resource] / Eurostat official website. – Access mode: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&pcode=tipspc20&language=en>.

При виборі двосторонніх курсів, що враховуватимуться при визначенні реального ефективного обмінного курсу, використовують двосторонні курси валют країн, які займають найбільшу питому вагу у зовнішньоторговельному обороті країни (наприклад, при визначенні індексу РЕОК для австралійського долара включаються країни, сукупний обсяг зовнішньої торгівлі з якими становить не менше 90% зовнішньоторговельного обороту Австралії)¹³⁹.

Одним з найпоширеніших підходів до визначення індексу РЕОК є вибір у якості «вагів» частки торговельних партнерів у зовнішньоторговельному обороті (експорт + імпорт) країни, що досліджується, за даними платіжного балансу (формула 2.5).

$$W_i = \frac{M_i + X_i}{\sum_{i=1}^n X_i + \sum_{i=1}^n M_i},$$
$$\sum_{i=1}^n W_i = 1, \quad (2.5)$$

де W_i – нормалізована питома вага країни i – основного торгівельного партнера країни, що досліджується, в її загальному зовнішньоторговельному товарообороті;

M_i – імпорт товарів та послуг з країни i до країни, що досліджується;

X_i – експорт товарів та послуг з країни, що досліджується, до країни i ;

n – кількість країн-основних торгівельних партнерів.

Зазначене відповідно передбачає, що чим більша частка країни-основного торгівельного партнера країни, що досліджується, тим більший вплив на РЕОК має двосторонній обмінний курс між ними.

¹³⁹ Ellis L. Measuring the Real Exchange Rate [Electronic resource] / L. Ellis // Research Discussion Paper, Reserve Bank of Australia. – 2001. – No. 04. – Access mode: <http://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2001/nov/pdf/bu-1101-2.pdf>.

Очевидним недоліком такої системи вважають те, що вона враховує тільки двосторонню торгівлю. Тобто поза увагою залишається конкуренція експортерів на зовнішніх ринках («ефект третьої сторони»). Для оцінки вищезазначеного ефекту використовують «ваги», засновані на експорті третьої сторони. При їх побудові більша вага надається країнам зі схожим кошиком експортних товарів та послуг. Проте цей метод передбачає необхідність збору та обробки значного обсягу інформації щодо питомої ваги найбільших експортерів на конкурентних ринках^{140, 141}, а тому, на нашу думку, є досить трудомістким і складним у застосуванні.

Важливим етапом визначення РЕОК є вибір дефлятора цін. С. Едвардс пропонує чотири альтернативних цінових індекси: індекс споживчих цін (далі – ІСЦ), індекс оптових цін, дефлятор ВВП та індекс заробітної плати¹⁴². М. Чінн зазначає, що залежно від періоду, за який необхідно провести розрахунок, варто застосовувати: ІСЦ, індекс цін виробників, індекс оптових цін або індекс експортних цін – у місячний період; дефлятор ВВП або його складових, наприклад, таких як дефлятор кінцевих споживчих витрат, – у більш тривалий період (квартал, рік)¹⁴³. Оскільки у нашому випадку ми проводимо розрахунок у річний період, то більш прийнятним вбачаємо використання дефлятора кінцевих споживчих витрат.

¹⁴⁰ Ellis L. Measuring the Real Exchange Rate [Electronic resource] / L. Ellis // Research Discussion Paper, Reserve Bank of Australia. – 2001. – No. 04. – Access mode: <http://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2001/nov/pdf/bu-1101-2.pdf>.

¹⁴¹ Koch E. The Measurement of Effective Exchange Rates [Electronic resource] / E. Koch // BIS Working Paper. – 1984. – No. 10. – Access mode: <http://www.bis.org/publ/work10.pdf>.

¹⁴² Edwards S. Real Exchange Rates in the Developing Countries: Concepts and Measurement [Electronic resource] / S. Edwards // NBER Working Paper. – 1989. – No. 2950. – Access mode: <http://www.nber.org/papers/w2950.pdf>.

¹⁴³ Chinn M. A Primer on Real Effective Exchange Rates: Determinants, Overvaluation, Trade Flows and Competitive Devaluation [Electronic resource] / M. Chinn // Open Economies Review. – 2006. – Vol. 17. – Access mode: http://www.ssc.wisc.edu/~mchinn/primer_OER.pdf.

Таким чином, чіткої загальновизнаної методики розрахунку РЕОК у світі не існує, у різних країнах такі методики мають свою специфіку і можуть істотно відрізнятися. Так, у практиці Європейського Союзу для обчислення РЕОК використовують гармонізований індекс споживчих цін, який згладжує відмінності у переліку товарів і послуг, що входять до споживчого кошику у різних країнах, і базується на концепції внутрішнього споживання, що передбачає охоплення споживчих витрат домогосподарств резидентів і нерезидентів (рис. 2.14).

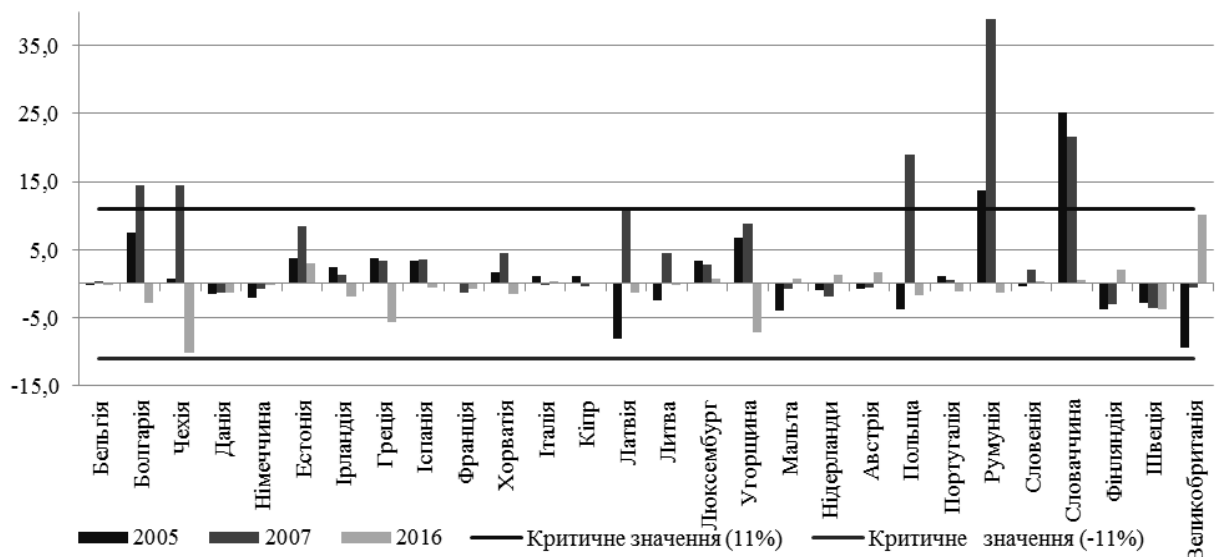


Рис. 2.14. Реальний ефективний обмінний курс (гармонізований індекс споживчих цін) в країнах ЄС (3-річна зміна), % *

**Складено авторами за даними¹⁴⁴*

Отже, дані рис. 2.14 засвідчують, що у 2005 році показник РЕОК перевищив гранично допустиме значення в Румунії та Словаччині. У 2007 році найбільші коливання курсу національної валюти спостерігалися в Болгарії, Чехії, Латвії, Польщі, Румунії та

¹⁴⁴ Macroeconomic Imbalances Procedure [Electronic resource] / Eurostat official website. – Access mode: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&pcode=tipspc20&language=en>.

Словаччині. Однак вже у 2016 році істотних курсових коливань у країнах ЄС не відбулося.

В Україні розрахунок РЕОК здійснюється згідно з «Основними положеннями методики розрахунку індексів реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) та номінального ефективного обмінного курсу (НЕОК) гривні», розміщеному на офіційному сайті Національного банку України¹⁴⁵. Індикатором інфляції є індекс споживчих цін. Критерієм включення країни до переліку основних торговельних партнерів слугує її частка в загальному зовнішньоторговельному обороті України. У 2016 році значення критерію встановлено на рівні 0,5%, відповідно індекс РЕОК гривні розраховано за кошиком з 25 валют 39 країн – основних торговельних партнерів України. Сукупний обсяг експорту та імпорту товарів і послуг з 39 країн, що враховуються при обчисленні РЕОК гривні, становить 83% загального зовнішньоторговельного обороту України¹⁴⁶.

У цілому, методика розрахунку РЕОК в Україні зводиться до наступного: визначення країн-основних торговельних партнерів; розрахунок нормалізованих вагових коефіцієнтів країн-партнерів (використовуються середні значення за останні три роки); визначення індексу номінального курсу іноземної валюти кожної країни-партнера до гривні; розрахунок індексів відносної інфляції; визначення реального ефективного обмінного курсу як добутку індексів номінального курсу іноземної валюти до гривні, зважених на рівень відносної інфляції, з урахуванням вагових коефіцієнтів країн-партнерів по зовнішньоторговельному обороту (рис. 2.15).

Однак, ми вважаємо, що використання у методиці НБУ індексу споживчих цін дещо викривлює показник РЕОК в якості цінового індикатора.

¹⁴⁵ Основні положення методики розрахунку індексів реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) та номінального ефективного обмінного курсу (НЕОК) гривні [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=15141238>.

¹⁴⁶ Там само.

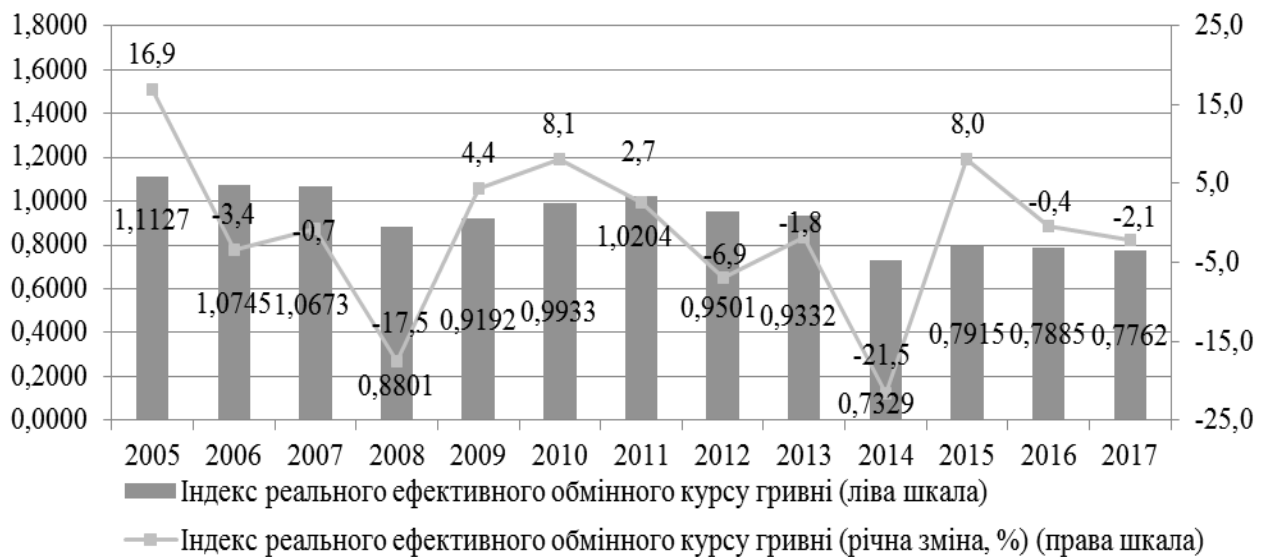


Рис. 2.15. Динаміка індексу реального ефективного обмінного курсу в Україні (відповідно до методики НБУ) у 2005–2017 роках*

*Складено авторами за даними¹⁴⁷

На нашу думку, у період 2005–2015 років можна виділити декілька етапів у тенденціях коливання індексу РЕОК в Україні. Так, у 2005–2007 роках спостерігалось зростання цього індикатора, що супроводжувалось відповідним зниженням конкурентоздатності вітчизняної продукції та збільшенням купівельної спроможності національної валюти. Період 2008–2010 років через істотні девальваційні процеси характеризувався цілком протилежними тенденціями. Протягом 2011 року показник РЕОК почав зростати, а 2012–2015 роки відзначилися його зменшенням. Основним чинником зниження індексу РЕОК у 2014–2015 роках стала значна девальвація національної валюти.

Зазначимо, що саме зниження реального ефективного обмінного курсу прийнято вважати одним з найважливіших чинників

¹⁴⁷ Статистика зовнішнього сектору [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=44502&cat_id=44446.

експортноорієнтованого зростання¹⁴⁸. Проте слушною, на наше переконання, є позиція І. Тараненка, який доходить висновку, що у періоди загострення фінансової нестабільності прямий зв'язок між показниками експорту та РЕОК змінюється на обернений через падіння попиту на світових ринках, а девальваційні явища здатні забезпечити цінову конкурентоспроможність тільки в умовах стабільно функціонуючих ринків. Загалом, курсові переваги є досить швидкоплинними і за два-три роки їх потенціал втрачається¹⁴⁹.

Проведемо власну оцінку динаміки змін реального ефективного обмінного курсу в Україні за останнє десятиріччя (рис. 2.16).

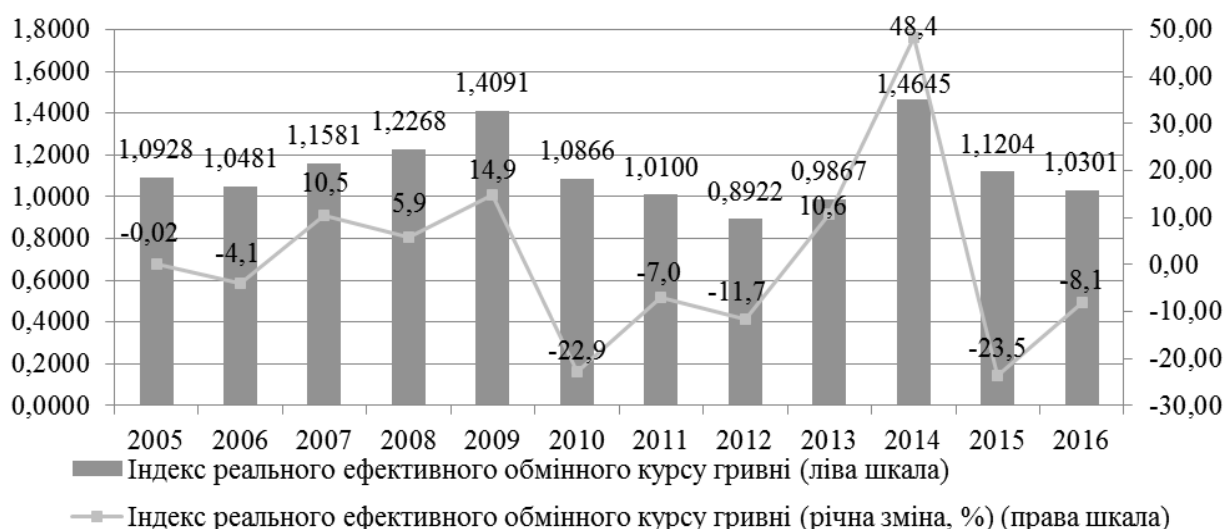


Рис. 2.16. Динаміка індексу реального ефективного обмінного курсу в Україні (власні розрахунки) у 2005–2016 роках*

*Розраховано авторами за даними^{150, 151}

¹⁴⁸ Polterovich V. Accumulation of Foreign Exchange Reserves and Long Term Growth / V. Polterovich, V. Popov // MPRA Paper. – 2004. – № 20069. – Р. 8.

¹⁴⁹ Тараненко І.В. Цінова конкурентоспроможність країни через призму реального обмінного курсу: уроки кризи / І.В. Тараненко // Європейський вектор економічного розвитку. – 2009. – № 1(6). – С. 174.

¹⁵⁰ Статистика зовнішнього сектору [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=44502&cat_id=44446.

¹⁵¹ Macroeconomic Overview [Electronic resource] / United Nations official website. – Access mode: <http://data.un.org/Explorer.aspx?d=KI>.

Так, для визначення індексу РЕОК в якості показника інфляції використаємо дефлятор кінцевих споживчих витрат (на відміну від методики НБУ, в якій використовується індекс споживчих цін).

Отже, за даними рис. 2.16 спостерігаємо стрімке зростання індексу РЕОК в Україні у 2008–2009 роках, його збільшення у цей період супроводжувалося значними девальваційними процесами. Протягом 2010–2013 років відбулася відносна стабілізація курсу гривні і, відповідно, індекс РЕОК коливався незначно. Кардинально ситуація змінилася у 2014 році, оскільки знецінення національної валюти мало критичні наслідки для всієї економіки, спричинивши загальне падіння купівельної спроможності населення та обсягів імпорту.

Проте розрахунок коливань індексу РЕОК лише у річний термін не дозволяє порівняти отримані вітчизняні показники з аналогічними показниками у країнах ЄС, тому проведемо розрахунок динаміки 3-річної зміни цього індикатора (рис. 2.17).

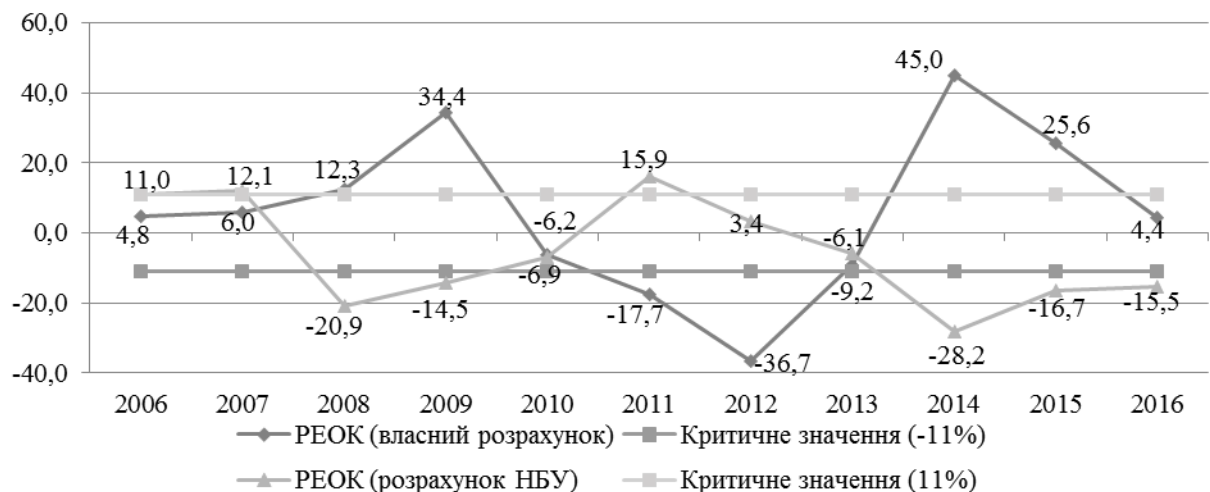


Рис. 2.17. Динаміка індексу реального ефективного обмінного курсу в Україні (3-річна зміна) у 2006–2016 роках, %*

**Розраховано авторами за даними^{152, 153}*

¹⁵² Статистика зовнішнього сектору [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=44502&cat_id=44446.

Дані рис. 2.17 дозволяють констатувати, що динаміка зміни РЕОК в Україні відзначається досить різкими коливаннями. Так, у досліджуваному періоді лише впродовж 4 років (2006, 2007, 2010 та 2013 роки) показник РЕОК не перевищував гранично допустиме значення у $\pm 11\%$, що свідчить про значне розбалансування валютної сфери та істотно посилює ризики зовнішньоторговельних і кредитних операцій. Крім того, в Україні у 2012–2013 роках відбулося переоцінення національної валюти, що, зрештою, тільки підсилило девальваційні шоки для вітчизняної економіки.

Проведений моніторинг індикаторів цінових дисбалансів дозволяє зробити висновок, що у докризовий період 2003–2007 років зростання цін на світових ринках на основну продукцію вітчизняного експорту, стабільність валютного курсу та стійкі темпи економічного зростання створили позитивні передумови для притоку в Україну значних фінансових ресурсів. Проте вже у 2008 році склалася діаметрально протилежна ситуація, спричинена світовою фінансовою кризою, реакцією на яку було припинення притоку в Україну капіталу, а потім і розгортання його в протилежному напрямку. Як наслідок, відбулося стрімке падіння курсу національної валюти, різке підвищення ставок за кредитами та відповідне згорання обсягів кредитування банками бізнесу і промисловості. Аналогічне «стиснення» відбувалося і у 2014–2015 роках, однак його основними причинами були не загальносвітові фінансово-економічні процеси, а внутрішні військово-політичні чинники. Отже, найкритичніші цінові дисбаланси в Україні спостерігалися у 2008–2009 роках та 2014–2015 роках.

Варто зазначити, що спільним недоліком цінових індикаторів в Україні є істотний вплив зовнішніх шоків та валютних коливань на цінову динаміку, оскільки відносно невеликий розмір національної

¹⁵³ Macroeconomic Overview [Electronic resource] / United Nations official website. – Access mode: <http://data.un.org/Explorer.aspx?d=KI>.

економіки та її відкритість посилюють вразливість до тиску зовнішніх дисбалансів.

2.3. Оцінка боргових дисбалансів інституційних секторів економіки України

Кредитна активність інституційних секторів економіки призводить до накопичення ними значного обсягу боргових зобов'язань, що може негативно позначитися на темпах економічного зростання. Високий рівень боргу збільшує вразливість приватних агентів до можливих цінових шоків та фінансової нестабільності. Невизначеність щодо здатності приватного сектору обслуговувати і погашати борги істотно позначається на якості банківських активів та умовах кредитування (зростає позиковий відсоток, зменшується обсяг наданих кредитів, погіршується якість кредитного портфеля). Значний рівень заборгованості приватних позичальників знижує їхню економічну активність (зменшується прибуток, зайнятість, обсяг інвестицій та сплачених податкових платежів), оскільки основна увага акцентується на приведенні у відповідність їхніх балансів, а не на максимізації прибутку та розширенні діяльності.

Накопичення надмірних боргів приватним сектором економіки негативно змінює показники інших інституційних секторів, знижуючи загальний рівень доходів усіх економічних суб'єктів, погіршуючи макроекономічну динаміку. Опосередковано це впливає на ефективність функціонування грошово-кредитного ринку, де спостерігається підвищення відсоткових ставок, зменшення ресурсної бази та скорочення діяльності фінансових посередників. Водночас, у державному секторі разом з падінням доходів та зростанням державних видатків з метою підтримки соціально-економічної рівноваги, відповідного збільшення потребують державні запозичення, які, за таких умов, залишаються найбільш прийнятним

варіантом залучення додаткових фінансових ресурсів. Описану взаємозалежність між інституційними секторами економіки можна проілюструвати на рис. 2.18 (стрілки вказують на ↑ зростання або ↓ зменшення показника).

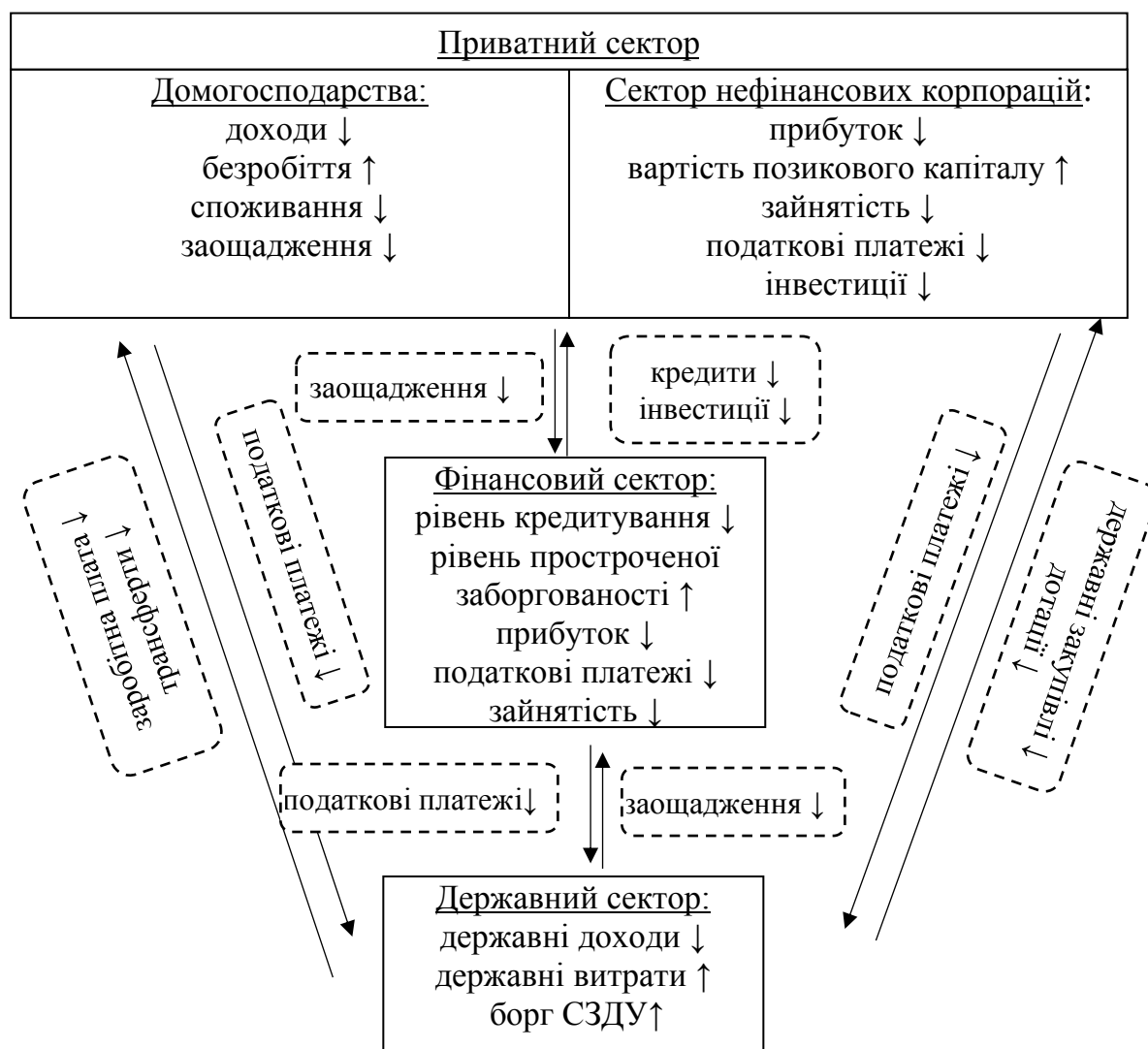


Рис. 2.18. Результати діяльності інституційних секторів економіки в умовах боргового перевантаження*

**Складено авторами*

Зазначимо, що у загальноусталеній світовій практиці приватний сектор економіки складається із сектору нефінансових корпорацій та сектору домогосподарств. Борг приватного сектору містить величину

внутрішнього кредиту нефінансовим корпораціям та домогосподарствам, а також обсяг зовнішньої заборгованості цих секторів, визначений за даними платіжного балансу країни. При цьому заборгованість зазначених секторів враховується тільки по залучених кредитах та розміщених боргових цінних паперах, а дані є консолідованими, оскільки до розрахунку не беруться транзакції в одному й тому ж самому секторі. Показник боргу приватного сектору, зазвичай, визначається у відсотках ВВП (рис. 2.19).

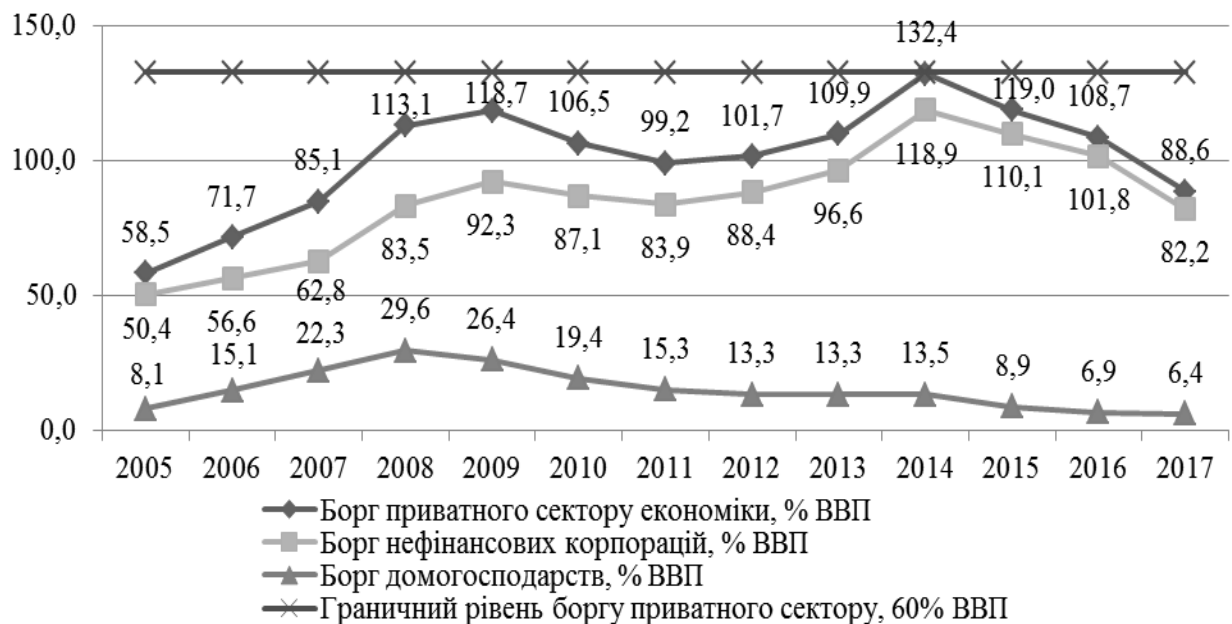


Рис. 2.19. Динаміка заборгованості приватного сектору економіки України у 2005–2017 роках, % ВВП

**Складено авторами за даними^{154, 155, 156}*

¹⁵⁴ Грошово-кредитна та фінансова статистика [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article;jsessionid=A7067064A2CF4A98F9EF7019554D2756?art_id=27843415&cat_id=44578#3.

¹⁵⁵ Статистика зовнішнього сектору [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=44502&cat_id=44446.

¹⁵⁶ Статистична інформація [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Державної служби статистики України. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

Нами визначено, що показники заборгованості приватного сектору економіки України за досліджуваний період не перевищували встановлений нормативно-правовими актами ЄС граничний рівень – 133% ВВП відповідно до Процедури з макроекономічних дисбалансів (англ. – MIP, Macroeconomic Imbalances Procedure)¹⁵⁷.

Стрімке зростання боргу приватного сектору української економіки до 2009 року зумовлене активним залученням кредитних ресурсів на внутрішньому та зовнішньому ринках у докризовий період, а у 2008–2009 роках додалися ще й девальваційні чинники, які, зрештою, зробили борги приватного сектору досить значними. Нарощування заборгованості домогосподарств відбувалося до 2008 року включно – населення, незважаючи на переоцінений ринок нерухомості, активно залучало валютні іпотечні кредити. Швидке накопичення приватних боргів зробило вітчизняну економіку більш вразливою до раптової зупинки припливу капіталу до країни через світову фінансову кризу. Період 2010–2013 років відзначався поступовим нарощуванням кредитної активності приватного сектору та відповідним зростанням його заборгованості. Свого максимального значення загальний борг приватного сектору досягнув у 2014 році, склавши 132,4% ВВП, що перевищило навіть показник 2009 року. У 2015–2017 роках борг приватного сектора економіки України суттєво зменшився.

За деякими оцінками, величина корпоративного боргу (боргу нефінансового сектору), що не впливає на економічне зростання, складає 90% ВВП, а безпечний поріг для боргу домогосподарств сягає приблизно 85% ВВП, тобто загальна величина боргу приватного сектору не повинна перевищувати 175% ВВП¹⁵⁸. Проте, на нашу

¹⁵⁷ Macroeconomic Imbalances Procedure [Electronic resource] / Eurostat official website. – Access mode: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&pcode=tipspc20&language=en>.

¹⁵⁸ Cecchetti S. The Real Effects of Debt [Electronic resource] / S. Cecchetti, M. Mohanty, F. Zampolli // BIS Working papers. – September 2011. – No. 352. – Access mode: <http://www.bis.org/publ/othp16.pdf>.

думку, такі оцінки критичної величини боргу приватного сектору для України є неприйнятними, оскільки економічна ситуація останніх років засвідчила, що навіть наявна заборгованість приватного сектору у 88,6% є надмірною.

Зазначимо, що поширеним індикатором рівня загального боргу сектору домогосподарств є співвідношення заборгованості домогосподарств до валового наявного доходу населення (далі – ВНДН)¹⁵⁹ (рис. 2.20).

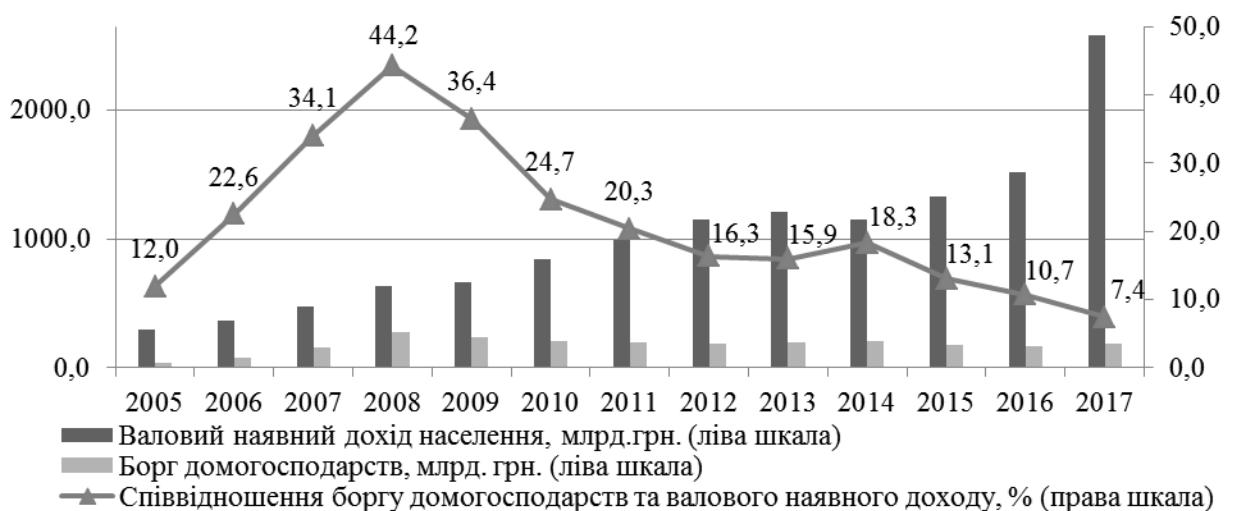


Рис. 2.20. Співвідношення боргу домогосподарств та валового наявного доходу населення в Україні у 2005–2017 роках*

**Складено авторами за даними^{160, 161}*

Як видно з рис. 2.20, вказане співвідношення в Україні досягло свого максимального значення у 2008 році. Домогосподарства

¹⁵⁹ Lahnsteiner M. Private Sector Debt in CESEE EU Member States [Electronic resource] / M. Lahnsteiner // Focus on European Economic Integration. – 2013. – Issue 3. – Access mode: http://econpapers.repec.org/article/onboenbf/y_3a2013_3ai_3a3_3ab_3a2.html.

¹⁶⁰ Грошово-кредитна та фінансова статистика [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article;jsessionid=A7067064A2CF4A98F9EF7019554D2756?art_id=27843415&cat_id=44578#3.

¹⁶¹ Статистична інформація [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Державної служби статистики України. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

залучали кредитні ресурси в основному на споживчі цілі та придбання нерухомості, при цьому населення майже не робило вкладень у фінансові активи. Починаючи із 2009 року, внаслідок обмеження кредитної пропозиції та підвищення вартості кредитних ресурсів, значення цього показника почало зменшуватися.

Як доводять результати проведеного нами аналізу, впродовж 2010–2013 років на тлі зростання валового наявного доходу населення та зменшення обсягу заборгованості домогосподарств ціни на ринку житлової нерухомості знижувалися майже синхронно із показниками такого боргу. У 2014 році на тлі загального падіння доходів населення та незначного збільшення боргових зобов'язань домогосподарств (здебільшого, через девальвацію національної валюти) відносне співвідношення зазначених показників дещо зросло після п'ятирічного періоду зменшення. Проте абсолютні показники заборгованості домогосподарств найбільше значення мали у 2008 році. Тобто рівень кредитної активності цього сектору у посткризовий період був досить незначним, а накопичені боргові зобов'язання населення не становлять серйозного ризику для стабільності економічної системи України, окрім тієї її частки, що номінована в іноземній валюті.

Вважаємо, що подібна ситуація з відносно незначним обсягом боргу домогосподарств є типовою для економік з ринками, що формуються, оскільки високий рівень зобов'язань домогосподарств характерний для високорозвинених економік, де населення володіє значним обсягом активів. Якщо розглядати співвідношення боргу нефінансового сектору та сектору домогосподарств, то у більшості європейських країн воно на користь населення, на відміну від Японії та США, де у складі боргу приватного сектору переважає корпоративний борг¹⁶².

¹⁶² Rosenberg L. Dealing with Private Debt Distress in the Wake of the European Financial Crisis: A Review of the Economics and Legal Tool Box [Electronic resource] / L. Rosenberg // International Monetary Fund Working Paper. – 2013. – № 13/44. – Access mode: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1344.pdf>.

На відміну від боргу домогосподарств, заборгованість нефінансових корпорацій (борг корпоративного сектору) в Україні є досить високою, що, на нашу думку, має негативні наслідки, які істотно впливають на функціонування решти секторів вітчизняної економіки.

Обсяг зобов'язань сектору фінансових корпорацій можна розрахувати, використовуючи дані балансу фінансових активів та пасивів фінансових корпорацій, який складається НБУ відповідно до стандартів та правил МВФ. Величину боргу цього сектору доцільно визначити, як суму пасивів фінансових корпорацій за вирахуванням їх власного капіталу та страхових і технічних резервів (рис. 2.21).

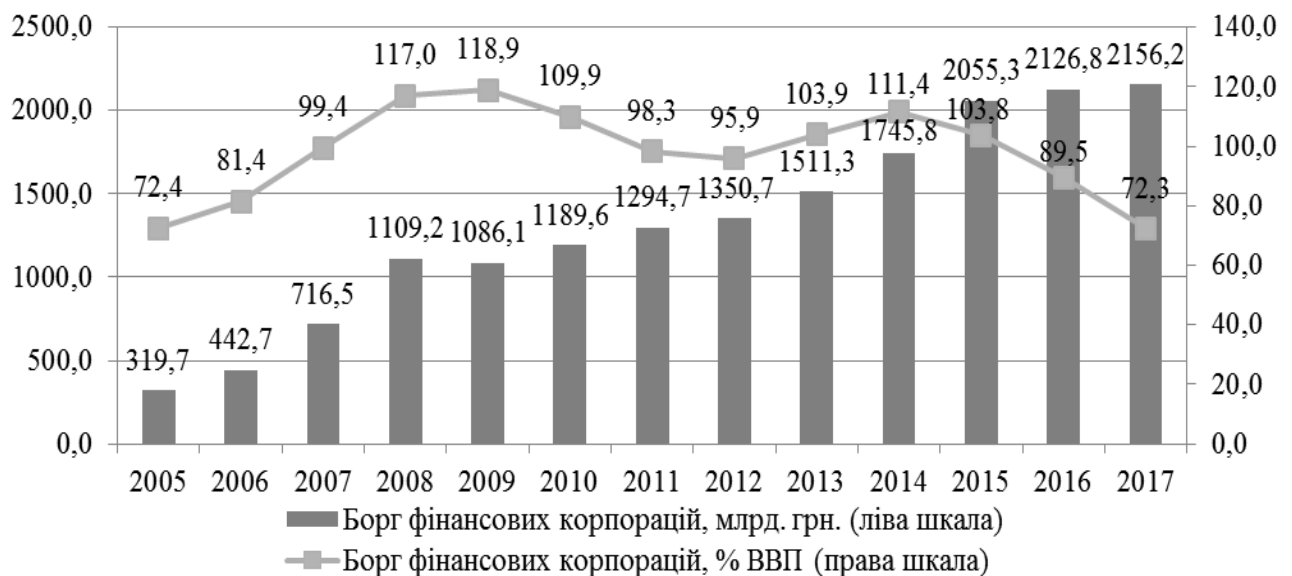


Рис. 2.21. Динаміка зобов'язань сектору фінансових корпорацій, у т. ч. НБУ, в Україні у 2005–2017 роках*

**Складено авторами за даними^{163, 164}*

¹⁶³ Грошово-кредитна та фінансова статистика [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article;jsessionid=A7067064A2CF4A98F9EF7019554D2756?art_id=27843415&cat_id=44578#3.

¹⁶⁴ Статистична інформація [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Державної служби статистики України. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

Розглядаючи зобов'язання фінансового сектору України, зазначимо, що їхня динаміка цілком відповідає тенденціям у приватному секторі. Водночас, будь-які застереження та обґрунтування щодо прийнятного рівня зобов'язань сектора фінансових корпорацій у науковій економічній літературі відсутні.

Зазначимо, що до боргу фінансового сектору України відносяться також і зобов'язання НБУ, обсяг яких упродовж останніх років стрімко зростає (за підсумками 2016 року, зобов'язання НБУ склали майже 43% боргу усього фінансового сектору, а по відношенню до ВВП їх рівень становив 38,4% ВВП) (рис. 2.22).

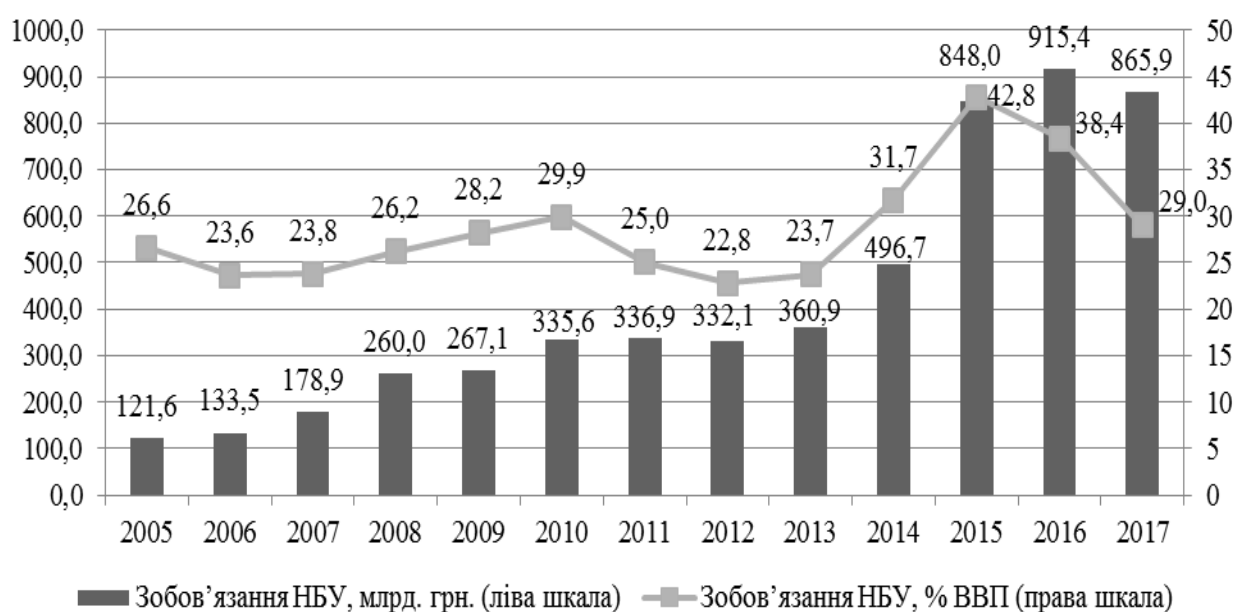


Рис. 2.22. Динаміка фінансових зобов'язань НБУ у 2005–2017 роках*

* Складено авторами за даними^{165, 166}

¹⁶⁵ Грошово-кредитна та фінансова статистика [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article;jsessionid=A7067064A2CF4A98F9EF7019554D2756?art_id=27843415&cat_id=44578#3.

¹⁶⁶ Статистична інформація [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Державної служби статистики України. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

Проте діагностика абсолютної та відносної величини зобов'язань сектора фінансових корпорацій дає уявлення лише про масштабність боргу. У європейській практиці проводиться також моніторинг щорічного приросту зобов'язань фінансового сектора, динаміка якого розкриває тенденції його функціонування (рис. 2.23). Критичне значення показника, встановлене МІР, дорівнює 16,5%.



**Рис. 2.23. Динаміка темпів приросту зобов'язань
фінансового сектора України у 2005–2017 роках, %***

*Складено авторами за даними^{167, 168}

Як засвідчують дані рис. 2.23, в Україні протягом 2005–2008 років спостерігалось екстремальне зростання зобов'язань фінансового сектора, що було додатковим чинником розбалансування економічної системи.

¹⁶⁷ Грошово-кредитна та фінансова статистика [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article;jsessionid=A7067064A2CF4A98F9EF7019554D2756?art_id=27843415&cat_id=44578#3.

¹⁶⁸ Статистична інформація [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Державної служби статистики України. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

Особливої уваги у контексті нашого дослідження заслуговує вивчення боргових зобов'язань державного сектору. Як нами вже зазначалося, у кінцевому підсумку боргові дисбаланси приватного та фінансового секторів економіки негативно впливають на фінансові результати їхньої діяльності. Це продукує спадні тенденції у формуванні централізованих грошових фондів держави та змушує органи державного управління вдаватися до запозичень, внаслідок яких нагромаджується державний борг.

Динаміку державного прямого та гарантованого державою боргу України наведено на рис. 2.24.

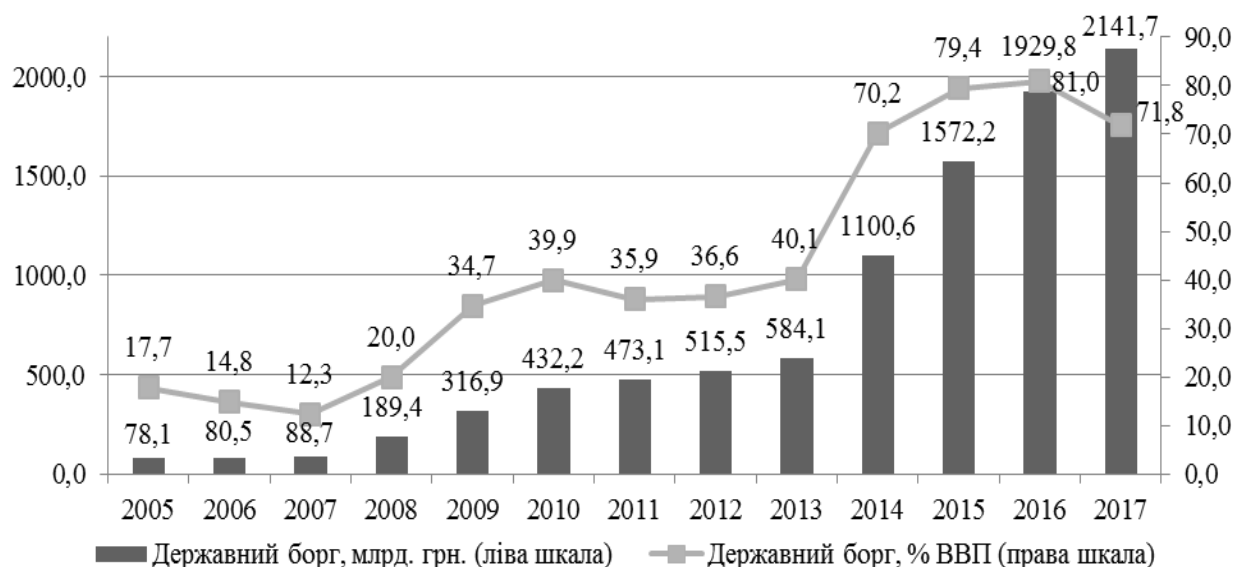


Рис. 2.24. Динаміка державного боргу України у 2005–2017 роках*

*Складено авторами за даними¹⁶⁹

Дані рис. 2.24 свідчать про те, що показник державного боргу України мав тенденцію до стрімкого зростання впродовж аналізованого періоду. Його обсяг за 2007–2014 роки збільшився

¹⁶⁹ Боргова статистика [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Міністерства фінансів України. – Режим доступу: <https://minfin.kmu.gov.ua/news/borg/borhova-statystyka>.

майже у 6,5 разів по відношенню до ВВП. За підсумками 2014 року, розмір державного боргу вперше перевищив граничне допустиме значення у 60% ВВП, регламентоване Бюджетним кодексом України. У 2015–2016 роках тенденція щодо зростання державного боргу зберіглася – на кінець 2016 року обсяг державного боргу склав 81% ВВП. За підсумками 2017 року, спостерігалось зменшення рівня державного боргу відносно ВВП до 71,8%, однак у гривневому еквіваленті його обсяг зріс до 2141,7 млрд. грн.

Значне нагромадження державного боргу в Україні є результатом не лише розривів боргової політики держави, а й невваженої фіскальної політики уряду, спрямованої на значне розширення бюджетних видатків без відповідного їх забезпечення джерелами доходів. І хоча такий підхід дещо пом'якшує соціально-економічну напругу (підтримка внутрішнього попиту, зниження податкового навантаження), зрештою, він призводить до нарощування боргових зобов'язань держави. А в умовах неефективного розміщення залучених коштів, зростання державного боргу має неконтрольований характер, адже погашення заборгованості попередніх періодів вимагає здійснення нових запозичень.

Ще однією причиною нагромадження значних обсягів державного боргу, на нашу думку, є фактичне перекладання на державу приватних боргів. Оптимістичні очікування в умовах зростання цін на активи спричиняють подальше нарощування кредитної пропозиції фінансовим сектором. Коли доходи реального сектору економіки та населення з тих чи інших причин є недостатніми для здійснення виплат за чинними зобов'язаннями, виникає криза неплатежів, погіршується ліквідність кредитних установ. Відтік депозитів з банківської системи внаслідок панічних настроїв у суспільстві не дозволяє економічним суб'єктам перекредитуватися. Відтак, накопичення дисбалансів в умовах розширення кредитної експансії з відповідним зростанням цін на активи призводить до порушення стабільності економічної системи

держави. Одним із проявів такого порушення є перенасичення балансів фінансових інститутів «низькоякісними» або проблемними активами, що, зрештою, позначається на фіскальній сфері, адже для підтримки фінансового сектору та уникнення соціально-економічної нестабільності держава вимушена фінансувати погашення боргів фінансових установ та приватних позичальників.

У таблиці 2.3 наведено напрями використання коштів, залучених урядом України від розміщення ОВДП.

Дані таблиці 2.3 наочно підтверджують, що, починаючи із 2008 року, уряд вимушений активно залучати фінансові ресурси для підтримки банківського сектору та державних підприємств.

Проте ми вважаємо, що традиційний підхід до визначення боргового навантаження у сфері державних фінансів лише як оцінка боргу, залученого безпосередньо урядом країни, є дещо обмеженим.

Зазначимо, що до 2004 року у секторі загального державного управління (далі – СЗДУ) запозичення могли здійснювати Кабінет Міністрів України та місцеві органи влади. У 2004 році таке право отримало Державне агентство автомобільних доріг України «Укравтодор», у 2007 році – Державна іпотечна установа (далі – ДІУ), у 2009 році – державне підприємство «Львівська обласна дирекція з протипаводкового захисту» (далі – ДП «Львівська ОДПЗ») та державне підприємство «Укрмедпостач», у 2010 році – державне підприємство «Фінансування інфраструктурних проектів» (далі – ДП «Фінінпро»). І хоча запозичення цими інституціями здійснюються під державні гарантії, їхнє обслуговування і погашення проводиться за рахунок коштів державного бюджету, що надходять за статтями фінансування відповідних установ. А отже, обсяг заборгованості цих суб'єктів господарювання фактично є боргом центрального уряду¹⁷⁰.

¹⁷⁰ Лондар С.Л. Рівень боргового навантаження державних фінансів в Україні / С.Л. Лондар, В.Й. Башко // Фінанси України. – 2013. – № 1. – С. 28.

Таблиця 2.3

Динаміка розміщення ОВДП на первинному ринку України у 2005-2017 роках, млрд. грн.*

Показники	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Фінансування дефіциту державного бюджету	6,9	1,6	3,6	9,8	4,7	37,8	32,0	38,8	50,5	68,0	10,0	40,2	34,7
- питома вага, %	100,0	100,0	100,0	36,16	6,96	54,00	59,93	84,72	77,45	31,06	11,76	23,73	32,92
Переоформлення заборгованості КМУ перед НБУ щодо здійснення платежів із погашення траншу уряду	-	-	-	-	-	-	-	-	-	20,7	-	-	-
- питома вага, %	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9,46	-	-	-
Погашення простроченої заборгованості з ПДВ	-	-	-	-	-	16,4	-	-	-	6,9	-	-	-
- питома вага, %	-	-	-	-	-	23,43	-	-	-	3,15	-	-	-
Збільшення статутних капіталів НАК «Нафтогаз України» та банків	-	-	-	17,3	62,8	15,8	21,4	7,0	14,7	113,2	33,5	129,2	70,7
- питома вага, %	-	-	-	63,84	93,04	22,57	40,07	15,28	22,55	51,71	39,41	76,26	67,08
Надання кредиту Фонду гарантування вкладів фізичних осіб	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10,1	41,5	-	-
- питома вага, %	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4,61	48,82	-	-
Всього розміщено ОВДП на первинному ринку	6,9	1,6	3,6	27,1	67,5	70,0	53,4	45,8	65,2	218,9	85,0	169,4	105,4
- питома вага, %	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

*Складено авторами за даними^{171, 172}

¹⁷¹ Боргова статистика [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Міністерства фінансів України. – Режим доступу: <https://minfin.kmu.gov.ua/news/borg/borhova-statystyka>.

¹⁷² Грошово-кредитна та фінансова статистика [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?jsessionid=A7067064A2CF4A98F9EF7019554D2756?art_id=27843415&cat_id=44578#3.

У практиці ЄС для оцінки заборгованості державного сектору використовують показник валового боргу сектору загального державного управління, що містить заборгованість центрального уряду, регіональних та місцевих органів державного управління, фондів соціального страхування. Саме для цього індикатора Процедурою з макроекономічних дисбалансів встановлено граничне значення у 60% ВВП (на відміну від Бюджетного кодексу України, де верхня межа у 60% ВВП передбачає лише державний та гарантований державою борг). Подібний показник ми розраховали і для України (табл. 2.4).

Таблиця 2.4

Динаміка боргових зобов'язань сектору загального державного управління України у 2005–2017 роках*

Рік	Прямий державний борг, млрд. грн.	«Укравтодор», млрд. грн.	ДІУ, млрд. грн.	ДП «Фініпро», млрд. грн.	Місцевий борг, млрд. грн.	Разом СЗДУ, млрд. грн.	Разом СЗДУ, % ВВП
1	2	3	4	5	6	7	8
2005	63,1	2,9	-	-	5,9	71,9	16,3
2006	66,1	2,7	-	-	4,6	73,4	13,5
2007	71,3	10,0	1,0	-	5,6	87,9	12,2
2008	130,7	13,0	2,0	-	6,5	152,2	16,1
2009	227,0	13,7	3,0	-	9,7	253,4	27,7
2010	323,5	14,8	2,0	4,5	11,3	356,1	32,9
2011	357,3	17,6	2,0	10,1	13,4	400,4	30,4
2012	399,2	20,2	2,2	14,5	16,7	452,8	32,1
2013	480,2	27,1	3,2	14,5	21,1	546,1	37,5

Продовження таблиці 2.4

1	2	3	4	5	6	7	8
2014	947,0	33,2	7,2	28,5	23,9	1 039,8	66,4
2015	1 333,9	11,4	7,2	-	14,9	1 367,4	69,1
2016	1 650,8	4,2	7,0	-	12,4	1 674,4	70,3
2017	1 833,7	3,0	6,0	-	12,7	1 855,4	62,2

**Розраховано авторами за даними¹⁷³*

Таким чином, боргове навантаження на сектор загального державного управління України у 2014 році становило 66,4% ВВП, а за підсумками 2016 року цей показник сягнув позначки у 70,3% ВВП. І якщо для розвинених країн такий рівень боргових зобов'язань є прийнятним, то для України він – критичний. Основними чинниками рекордного зростання державного боргу у 2014–2016 роках стали економічна рецесія, зростання видатків на оборону, необхідність державної підтримки державних підприємств та банків, а також стрімка девальвація національної грошової одиниці, що спродувала майже 30% зростання величини боргу в гривневому еквіваленті. У 2017 році спостерігалось зменшення боргового навантаження на державні фінанси завдяки досягненню фінансової стабілізації, активній політиці управління державним боргом та обмеженими можливостями щодо зовнішнього боргового фінансування через призупинення співпраці з МВФ.

Важливе значення при оцінці дисбалансів фінансової сфери має такий показник як міжнародна інвестиційна позиція (далі – МІП). МІП вважається основним індикатором міжнародної фінансової інтеграції, оскільки характеризує баланс міжнародних фінансових активів що являють собою вимоги резидентів до нерезидентів і

¹⁷³ Боргова статистика [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Міністерства фінансів України. – Режим доступу: <https://minfin.kmu.gov.ua/news/borg/borhova-statystyka>.

міжнародні резерви держави) та зобов'язань країни перед нерезидентами (додаток 3)¹⁷⁴.

Різниця між міжнародними фінансовими активами та зобов'язаннями є чистою міжнародною інвестиційною позицією (Net International Investment Position). Впродовж досліджуваного нами періоду чиста міжнародна інвестиційна позиція України була від'ємною, а негативне сальдо МІП невпинно зростало, що характеризує країну, як чистого боржника. Разом з тим, чітко прослідковується негативна тенденція до зменшення міжнародних активів, порівняно із міжнародними зобов'язаннями (рис. 2.25).

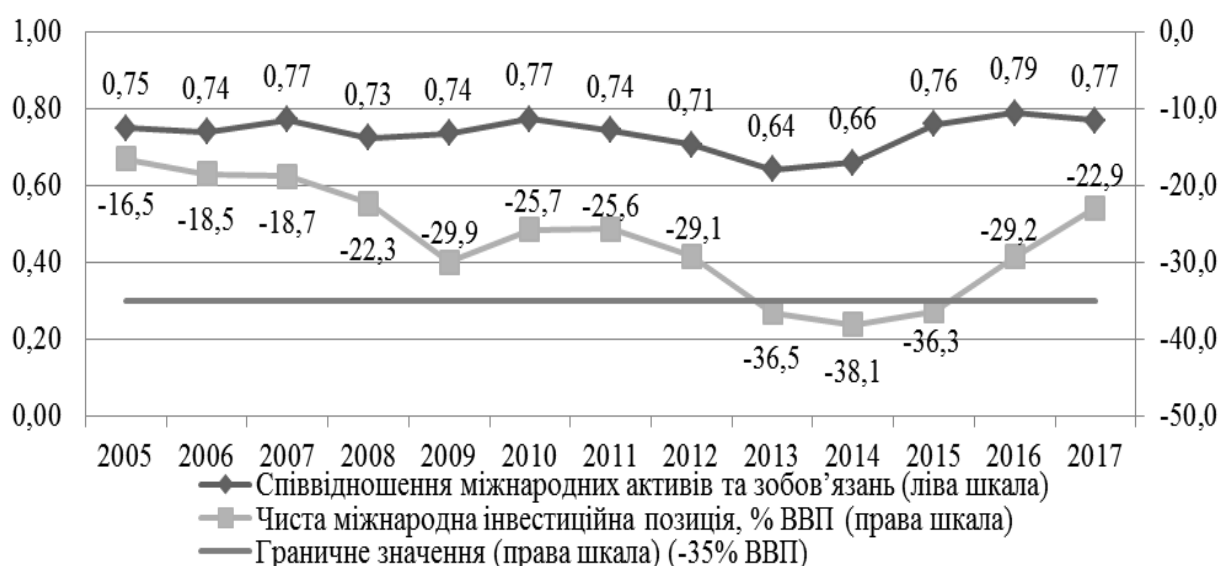


Рис. 2.25. Співвідношення міжнародних активів та міжнародних зобов'язань і чиста міжнародна інвестиційна позиція України у 2005–2017 роках*

*Складено авторами за даними^{175, 176}

¹⁷⁴ Статистика зовнішнього сектору [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=44502&cat_id=44446.

¹⁷⁵ Там само.

¹⁷⁶ Статистична інформація [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Державної служби статистики України. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

Граничною межею для чистої міжнародної інвестиційної позиції (далі – ЧМПІ) вважається -35% ВВП¹⁷⁷. Менше значення сигналізує про розбалансованість міжнародної фінансової позиції країни. В Україні перевищення граничної межі показника ЧМПІ поступово прогресує з 2013 року. Отже, міжнародна інвестиційна позиція України свідчить про значну залежність вітчизняної економічної системи від зовнішнього фінансування.

Крім того, у 2014–2017 роках негативні загальноекономічні тенденції, зниження кредитних рейтингів України та зовнішньополітична ситуація, пов'язана з військовими діями на Сході країни, спровокували істотне зростання ризиків інвестування, що, відповідно, відобразилося зниженням обсягу міжнародних зобов'язань, яке супроводжувалося відтоком капіталу із країни.

Підсумковим показником боргового навантаження на економіку країни варто вважати сукупний борг економіки, що відображає загальну заборгованість суб'єктів економічної діяльності. Він враховує обсяги внутрішньої та зовнішньої заборгованості по таких секторах:

- сектору фінансових корпорацій (депозитні корпорації та НБУ);
- приватному сектору;
- сектору загального державного управління (рис. 2.26).

Як видно з рис. 2.26, зростання сукупного боргу економіки України у 2005–2008 роках відбувалося за рахунок збільшення зобов'язань фінансових та нефінансових корпорацій, а наприкінці 2008 року додався чинник різкого знецінення національної валюти, що зумовив переоцінку зовнішніх зобов'язань економічних суб'єктів. У 2010–2012 роках відбулося поступове зменшення показників боргового навантаження, чому сприяла жорстка монетарна політика, спрямована на стримування грошової пропозиції, що, зрештою, забезпечило стабільність гривні. У 2013 році на тлі загальноекономічного спаду та

¹⁷⁷ Macroeconomic Imbalances Procedure [Electronic resource] / Eurostat official website. – Access mode: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&pcode=tipspc20&language=en>.

недостатності власних фінансових ресурсів спостерігалось збільшення показників боргового навантаження на економіку. У 2014 році стрімке зростання рівня боргу обумовлено не тільки пролонгацією негативних економічних тенденцій, а й потужними девальваційними процесами, спричиненими скороченням валютних надходжень і значним відтоком капіталу, а також негативними очікуваннями через військові дії на Сході країни. Однак вже у 2015–2017 роках відбулося зниження загального рівня боргового навантаження, в основному за рахунок зменшення боргу приватного та фінансового секторів економіки, зменшення боргу СЗДУ спостерігалось лише у 2017 році.

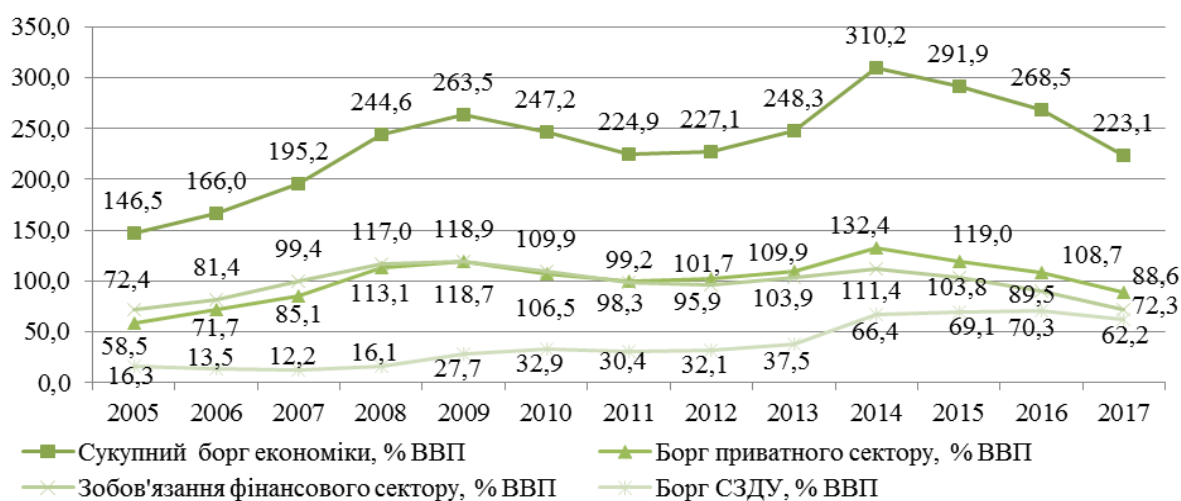


Рис. 2.26. Сукупний борг економіки України у 2005–2017 роках*

*Складено авторами за даними^{178, 179, 180}

¹⁷⁸ Боргова статистика [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Міністерства фінансів України. – Режим доступу: <https://minfin.kmu.gov.ua/news/borg/borhova-statystyka>.

¹⁷⁹ Грошово-кредитна та фінансова статистика [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article;jsessionid=A7067064A2CF4A98F9EF7019554D2756?art_id=27843415&cat_id=44578#3.

¹⁸⁰ Статистика зовнішнього сектору [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=44502&cat_id=44446.

Одним із засобів страхування від можливих зовнішніх потрясінь є формування країною золотовалютних резервів (далі – ЗВР) як складової міжнародних активів держави, що у випадках несприятливої фінансово-економічної ситуації можуть використовуватися на покриття міжнародних зобов'язань. Зростання розмірів золотовалютних резервів дозволяє підвищити стійкість економічної системи країни, запобігти проявам валютних криз, врегулювати показники платіжного балансу та позитивно вплинути на курсову політику.

Актуальним питанням формування ефективної фінансової політики держави залишається визначення оптимального розміру золотовалютних резервів, який би був адекватним існуючим ризикам і дозволив забезпечити внутрішню і зовнішню стабільність економічної системи. Так, у світовій практиці достатність ЗВР визначається за кількома критеріями, перелік яких наведено у таблиці 2.5^{181, 182}.

Таблиця 2.5

**Основні критерії визначення оптимального обсягу
міжнародних (золотовалютних) резервів держави***

Критерій 1	Характеристика 2
Критерій покриття імпорту (1970-ті роки)	Резерви вважаються оптимальними, якщо вони покривають три місяці імпорту
Критерій Я. Редді (1997 рік, Індія)	Міжнародні резерви є оптимальними в тому разі, коли покривають мінімально допустимий імпорт та платежі в рахунок обслуговування зовнішнього боргу
Критерій П. Гвідотті й А. Грінспена (1999-2000 роки)	Оптимальність резервів визначається можливістю держави обходитися без зовнішніх запозичень упродовж одного року. Золотовалютні резерви

¹⁸¹ Жмурко Н.В. Критерії визначення необхідного обсягу золотовалютних резервів держави / Н.В. Жмурко // Актуальні проблеми розвитку економіки України. – 2012. – Вип. 8. – Т. 2. – С. 110.

¹⁸² Загарій В.П. Монетарна складова фінансової безпеки держави: автореф. дис. на здобуття ступ. канд. економ. наук: 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / Вадим Петрович Загарій; ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана». – Київ, 2014. – С. 10.

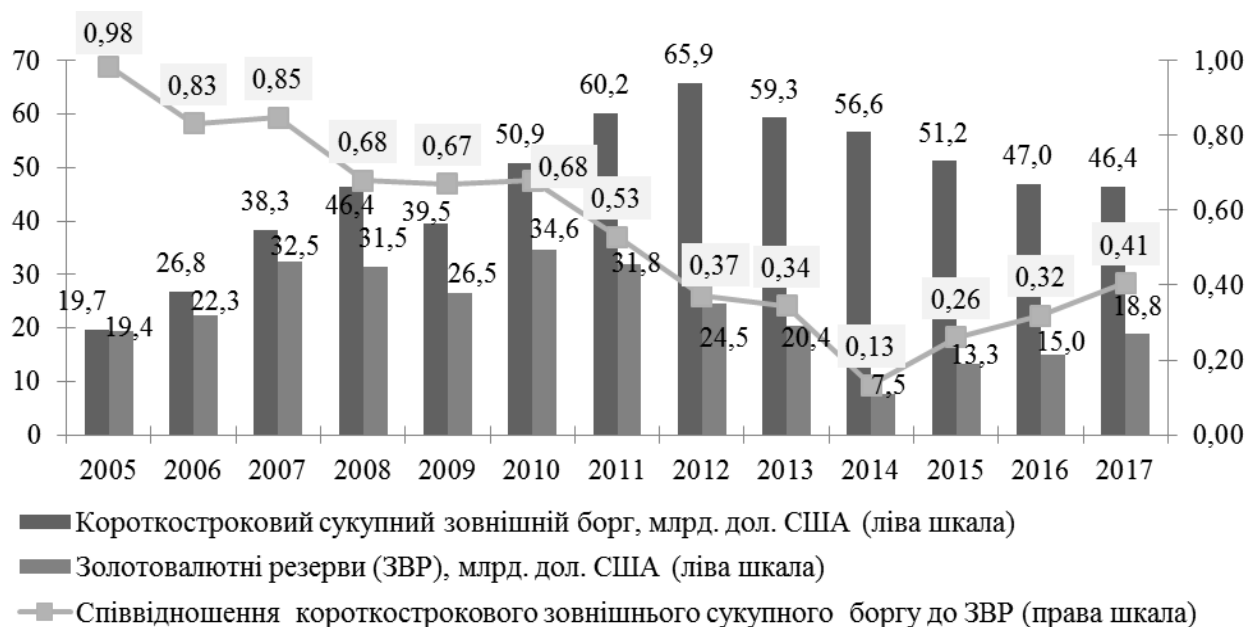
Продовження таблиці 2.5

	вважаються оптимальними, якщо покриватимуть усі платежі за короткостроковими зовнішніми запозиченнями. Якщо відношення міжнародних резервів до короткострокового боргу менше за 1, то уряд і резиденти країни, ймовірно, порушуватимуть графік зовнішньоборгових виплат на ринку капіталів
Критерій О. де Б'юфорта Війнхольда та Е. Кептейна (2001 рік)	Резерви будуть оптимальними, якщо покриватимуть не лише короткостроковий зовнішній борг, але й частку грошової бази, яка визначається режимом валютного курсу. Задля підтримання фіксованого або змішаного режиму валютного курсоутворення резерви мають бути достатніми для покриття 30% агрегату М2. При проведенні валютних інтервенцій резерви повинні бути достатніми для попередження різкої волатильності національної валюти. Якщо відношення валютних резервів до грошової бази наближене до 100%, то ймовірність дестабілізації валютного курсу є низькою. Однак, якщо це співвідношення нижче за 60%, рівень девальвації грошової одиниці держави може становити 45%
Коефіцієнт «Ренді» (2002 рік)	Достатній обсяг золотовалютних резервів повинен бути на рівні 30% державного бюджету
Критерій втрати від кризи та втрати від володіння (2003 рік, Колумбія)	Оптимальним буде той обсяг золотовалютних резервів, який становить позитивну різницю між величиною, що розраховується, як імовірність кризи, помноженою на величину втрат від кризи, і величиною, що розраховується, як добуток величини резервів на коефіцієнт альтернативних витрат від володіння резервами й на різницю між одиницею та ймовірністю настання кризи
Методика МВФ (2011 рік)	Оптимальний рівень резервів для країн з плаваючим валютним курсом дорівнює 30% короткострокового зовнішнього боргу, 10% інших зовнішніх боргових зобов'язань, 5% грошового агрегату М2 та 5% експорту; для країн з фіксованим курсом – 30% короткострокового зовнішнього боргу, 15% інших зовнішніх боргових зобов'язань, 10% грошового агрегату М2 та 10% експорту

*Узагальнено авторами

Проте значне накопичення ЗВР, аналогічно їхній недостатності, є негативним чинником впливу на стабільність економічної системи. Для оцінки достатності золотовалютних резервів держави вважаємо за необхідне використовувати показник співвідношення ЗВР до короткострокового зовнішнього сукупного боргу країни, приймаючи за оптимальне його значення одиницю.

В Україні, за офіційними даними НБУ, до 2007 року відбувалося поступове нарощування золотовалютних резервів, у кризовий період 2008–2009 років мало місце відповідне їх зменшення, а починаючи з 2011 року, зниження ЗВР носило перманентний характер з найбільшими темпами у 2014 році. У 2015 році на тлі скорочення обсягів короткострокового зовнішнього сукупного боргу величина ЗВР зросла (рис. 2.27).



**Рис. 2.27. Співвідношення золотовалютних резервів
та короткострокового зовнішнього сукупного боргу в Україні
у 2005–2017 роках***

*Розраховано авторами за даними¹⁸³

¹⁸³ Статистика зовнішнього сектору [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=44502&cat_id=44446.

Обсяг зовнішнього сукупного короткострокового боргу України у 2005–2012 роках збільшився з майже 20 млрд. дол. США до майже 66 млрд. дол. США, тобто більше ніж у 3 рази, та у 2013–2014 роках зменшився майже на 10 млрд. дол. США. І хоча співвідношення ЗВР та короткострокового зовнішнього сукупного боргу України до 2013 року поволі зменшувалося, за підсумками 2014 року борг перевищив наявні ЗВР майже у 3 рази, що є критичним показником, адже такий обсяг резервів не дозволяє уникнути дефолту за зовнішніми зобов'язаннями і може спровокувати кризу ліквідності та створити ризик дестабілізації валютного курсу.

У 2015–2017 роках зростання золотовалютних резервів України разом з незначним скороченням короткострокового зовнішнього сукупного боргу призвело до відповідного збільшення досліджуваного показника майже у 3 рази – до 0,41.

Отже, аналіз індикаторів фінансових дисбалансів дозволяє зробити висновки, що показники їхньої ідентифікації перебувають у тісному взаємозв'язку. Так, можна простежити взаємозалежність цінових дисбалансів, дисбалансів фінансових потоків та боргових дисбалансів шляхом співставлення їх індикаторів (рис. 2.28).



Рис. 2.28. Динаміка основних показників фінансових дисбалансів в Україні у 2005–2017 роках*

**Розраховано авторами*

З рис. 2.28 видно, що у реальному часі співпадають тенденції показників боргових та цінових дисбалансів, що є також результатом коливань валютного курсу. Водночас, між показниками боргового навантаження економіки та кредитування приватного сектору спостерігається незначне відставання, оскільки першопричиною появи фінансової незбалансованості є саме дисбаланс руху фінансових потоків, а вже результатом їх існування та накопичення є цінові і боргові дисбаланси. Таким чином, показник кредитування приватного сектору, на нашу думку, є найбільш інформативним серед показників ідентифікації початкового етапу фінансової незбалансованості економічної системи.

Підсумовуючи вищевикладене, зазначимо, що своєчасна ідентифікація фази «перекредитування» приватного сектору і появи «цінових бульбашок» на ринку фінансових та реальних активів є однією з першочергових умов для подальшого проведення корекційних заходів з боку державних регуляторів, що дозволить мінімізувати накопичення боргових дисбалансів в економічній системі держави.

РОЗДІЛ 3

ВЕКТОРИ ВДОСКОНАЛЕННЯ ІДЕНТИФІКАЦІЇ ТА РЕГУЛЮВАННЯ ФІНАНСОВИХ ДИСБАЛАНСІВ

3.1. Формалізація взаємозв'язку індикаторів фінансових дисбалансів у вітчизняній та зарубіжній практиці

Для збалансованого розвитку економічної системи держави характерні стабільність функціонування усіх її інститутів, що здійснюють діяльність в умовах поглиблення інтеграційних та глобалізаційних процесів, а також формування цін на активи, що відповідають реальній економічно обґрунтованій вартості. Натомість, фінансова незбалансованість може стримувати економічну активність та погіршувати економічний добробут.

Якщо економічна система втрачає власну функціональність, а фінансові інститути мають проблеми з ліквідністю та платоспроможністю, то супутній тиск на суб'єктів господарювання і домогосподарства невідворотно впливає на реальну економіку, оскільки капітал може не перетікати в інвестиції, створюючи передумови для виникнення кризових явищ. Отже, випереджаючий розвиток фінансового сектору над реальним нерозривно пов'язаний із порушенням балансу економічної системи. Тому актуальним, на наше переконання, є питання формалізації напрямів впливу дисбалансів руху фінансових ресурсів на стійкість економіки країни.

Отже, визначивши основні показники, що характеризують збалансованість економічної системи України (табл. 3.1), оцінимо їх взаємозв'язок та взаємозалежність. Для цього скористаємося програмним продуктом EViews 9.0 та за його допомогою перевіримо часові лаги між зазначеними індикаторами. За попередніми

припущеннями, динаміка показників кредитування приватного сектору дещо випереджає тенденції цінових індикаторів.

Таблиця 3.1

Основні показники фінансових дисбалансів в Україні*

Роки	Обсяг кредитування приватного сектору, % ВВП	Дефлятор кінцевих споживчих витрат, %	Сукупний борг економіки, % ВВП
2005	4,2	18,6	146,5
2006	5,2	10,9	166,0
2007	7,6	14,8	195,2
2008	10,2	23,4	244,6
2009	-0,7	15,9	263,5
2010	7,7	11,2	247,2
2011	12,3	9,6	224,9
2012	9,1	3,9	227,1
2013	10,7	2,5	248,3
2014	5,0	14,6	310,2
2015	-17,4	42,4	291,9
2016	-1,5	15,6	268,5
2017	1,0	19,1	223,1

**Розраховано авторами*

Правильність нашого припущення перевіримо, використовуючи опцію Cross Correlation. Дана опція дозволяє виявити ступінь взаємозв'язку між двома змінними.

Корелограма досліджуваного ряду демонструє, що найвищий коефіцієнт кореляції спостерігається за відсутності лагу між ціновим індикатором (дефлятором кінцевих споживчих витрат) (def_gdp) та показником кредитування приватного сектору (credit_flow) (табл. 3.2).

Таблиця 3.2

**Взаємозв'язок обсягу кредитування приватного сектору
та дефлятора кінцевих споживчих витрат в Україні***

<i>i</i>	Коефіцієнт кореляції	
	лаг – credit_flow, def_gdp (- <i>i</i>)	випередження – credit_flow, def_gdp (+ <i>i</i>)
0	- 0,8042	- 0,8042
1	- 0,4308	- 0,1422
2	0,2504	0,0446
3	0,4547	0,1031
4	0,2355	0,2046
5	0,1725	- 0,0155
6	0,0316	- 0,2004
7	-0,2037	0,1504
8	-0,0384	0,1050
9	0,1100	0,0341
10	-0,0357	0,0025

*Розраховано авторами

Числові характеристики функції кореляції знаходяться у стовпчиках «лаг» та «випередження» відповідно. Кореляція – це взаємозалежність двох величин, а коефіцієнт кореляції – показник, що визначає ступінь цієї взаємозалежності. Коефіцієнт кореляції набуває значень від -1 до $+1$. Значення $+1$ означає, що залежність між показниками є лінійною, і всі точки функції лежать на прямій, яка відображає зростання Y при зростанні X . Значення -1 означає, що всі точки лежать на прямій, яка відображає зменшення Y при зростанні X .

За даними таблиці 3.2, рівень кореляції між вихідними рівнями часового ряду постійно зменшується, починаючи з 0-го лага. Тобто тенденції на ринку кредитування впливають на динаміку цін у реальному часі. Остаточного стверджувати про відсутність відставання вищезазначених індикаторів ми не можемо, оскільки розрахунки

проводилися у підсумку за рік. При врахуванні квартальних або місячних підсумків результати можуть відрізнятися.

Підтвердити чи спростувати напрямок зв'язку цих показників можливо за допомогою встановлення їх причинно-наслідкової залежності. Для ідентифікації причинності взаємозв'язку між змінними зазвичай використовують тест Гренджера або тест Гренджера на причинність (Granger Causality Test), який показує чи можливо пояснити поточне значення одного показника зміною іншого, у нашому випадку із певним лагом. Тобто зазначений тест уточнює наявність впливу обсягів кредитування приватного сектору на зміну рівня цін у країні. У нашому випадку стандартним припущенням у тесті Гренджера є перевірка двох гіпотез:

- зміна дефлятора цін (`def_gdp`) не є Гренджер-причиною змін обсягів кредитування приватного сектору (`credit_flow`);
- зміна обсягів кредитування приватного сектору (`credit_flow`) не є Гренджер-причиною зміни дефлятора цін (`def_gdp`) (табл. 3.3).

F-статистика (F-критерій, статистика Фішера, критерій Фішера) використовується для оцінки значущості математичної моделі. Висувається гіпотеза H_0 незначущості всіх коефіцієнтів моделі (коефіцієнти за всіх регресорах дорівнюють нулю). Далі визначають фактичне значення F-критерію. Обчислене значення F-статистики порівнюється з критичним значенням критерію Фішера з таблиць розподілу Фішера.

Якщо фактичне значення F-критерію менше табличного, то немає підстави відхиляти нульову гіпотезу. В іншому випадку, нульова гіпотеза відхиляється і приймається альтернативна гіпотеза про статистичну значимість моделі в цілому.

В останньому стовпчику таблиці 3.3 «Імовірність» наведено розрахункове значення вірогідності стандартного припущення у тесті Гренджера. Його значення може коливатися від 0 до 1, і чим ближче воно до 1, тим вище імовірність.

Таблиця 3.3

Результати тесту Гренджера для обсягу кредитування приватного сектору та дефлятора кінцевих споживчих витрат в Україні*

Нульова гіпотеза	Кількість спостережень	F-статистика	Імовірність
Лаг: 1			
def_gdp не є Гренджер-причиною credit_flow	11	0,70615	0,4251
credit_flow не є Гренджер-причиною def_gdp		0,01827	0,8958
Лаг: 2			
def_gdp не є Гренджер-причиною credit_flow	10	2,53743	0,1735
credit_flow не є Гренджер-причиною def_gdp		0,00093	0,9991
Лаг: 3			
def_gdp не є Гренджер-причиною credit_flow	9	1,18467	0,4881
credit_flow не є Гренджер-причиною def_gdp		0,24357	0,8616

**Розраховано авторами*

Проведені нами розрахунки підтверджують попередній висновок про те, що коливання показника кредитування приватного сектору не впливають на цінові індикатори у річному підсумку.

Порівняння динаміки обсягів кредитування приватного сектору економіки України (credit_flow) та цін на житлову нерухомість (real_estate) дає аналогічні до попередніх розрахунків результати, що підтверджують тезу про відсутність очевидного зв'язку між цими індикаторами (табл. 3.4).

Таблиця 3.4

**Взаємозв'язок обсягу кредитування приватного сектору
та цін на житлову нерухомість в Україні***

<i>i</i>	Коефіцієнт кореляції	
	лаг – credit_flow, real_estate (-i)	випередження – credit_flow, real_estate (+i)
0	- 0,1124	- 0,1124
1	- 0,0189	0,1044
2	0,3560	- 0,1128
3	0,3838	- 0,1501
4	0,5818	- 0,0845
5	0,5067	- 0,2150
6	0,1510	- 0,1050
7	- 0,0315	0,0323
8	- 0,3319	- 0,0589

**Розраховано авторами*

Перевірка залежності між обсягом кредитного потоку (credit_flow) та індексом ПФТС (PFTS) засвідчила відсутність причинно-наслідкового зв'язку між зазначеними індикаторами (табл. 3.5). Причиною цьому може бути більш складний процес трансформації кредитних коштів в інвестиції приватних компаній.

У подальшому, накопичення кредитних та цінових коливань вплине на боргові індикатори, які за істотних валютних флуктуацій зростатимуть синхронно із девальваційними тенденціями. У протилежному випадку, борг в іноземній валюті під впливом ревальвації зменшиться.

Подібна ситуація можлива за істотного приросту зовнішнього кредитування в іноземній валюті, оскільки підвищення пропозиції валюти на внутрішньому ринку зменшить її вартість у національній грошовій одиниці.

Таблиця 3.5

**Результати тесту Гренджера для обсягу кредитування
приватного сектору та індексу ПФТС в Україні***

Нульова гіпотеза	Кількість спостережень	F- статистика	Імовірність
Лаг: 1			
PFTS не є Гренджер- причиною credit_flow	11	1,51579	0,2532
credit_flow не є Гренджер-причиною PFTS		2,63357	0,1433
Лаг: 2			
PFTS не є Гренджер- причиною credit_flow	10	1,48392	0,3119
credit_flow не є Гренджер- причиною PFTS		1,22171	0,3698
Лаг: 3			
PFTS не є Гренджер- причиною credit_flow	9	3,58376	0,2258
credit_flow не є Гренджер-причиною PFTS		0,56192	0,6907

**Розраховано авторами*

Проте, у разі різкого скорочення зовнішнього фінансування, величина накопиченого боргу істотно зростає, що і мало місце у 2014–2015 роках в Україні, коли при різкому падінні обсягів кредитного потоку, величина сукупного боргу досягла значного рівня.

Прослідкуємо залежність цінових (def_gdp) та боргових (debt) показників (табл. 3.6).

Як видно з таблиці 3.6, однозначного зв'язку між показниками цінових (def_gdp) та боргових (debt) дисбалансів не спостерігається, оскільки коефіцієнти кореляції є меншими, ніж 0,5. Однак, як і в

попередньому випадку, простежити зв'язок між цими показниками можливо у менш тривалому періоді, аніж один рік.

Таблиця 3.6

**Взаємозв'язок дефлятора кінцевих споживчих витрат
та обсягу сукупного боргу економіки в Україні***

<i>i</i>	Кореляція	
	лаг – def_gdp, debt (-i)	випередження – def_gdp, debt (+i)
0	0,2975	0,2975
1	0,4096	- 0,0270
2	- 0,0531	- 0,3208
3	- 0,2404	- 0,3075
4	- 0,0539	- 0,1769
5	0,2561	- 0,0299
6	0,4739	0,0942
7	0,4062	0,0650
8	0,0207	- 0,0199
9	- 0,3413	- 0,0059
10	- 0,4562	0,0126

**Розраховано авторами*

Більш детальне дослідження взаємозв'язку кредитування приватного сектору (credit_flow) та обсягів накопиченого ним боргу (private_debt) наведене у таблиці 3.7.

Наведені у таблиці 3.7 розрахунки дозволяють відмітити досить цікаву тенденцію: найтісніший кореляційний зв'язок між індикаторами простежується у зворотному напрямі, тобто обсяг боргу приватного сектору дещо відстає від показника його кредитування. Таким чином, накопичений приватним сектором борг визначає майбутні потреби щодо залучення ним кредитних коштів, спричинені необхідністю перекредитування або нерозвиненістю фінансового ринку. В цілому ж, борг приватного сектору із затримкою в один рік повторює тенденції кредитного потоку.

Таблиця 3.7

**Взаємозв'язок обсягу кредитування приватного сектору
та величини боргу приватного сектору в Україні***

<i>i</i>	Коефіцієнт кореляції	
	лаг – credit_flow, private_debt (-i)	випередження – credit_flow, private_debt (+i)
1	2	3
0	- 0,2094	- 0,2094
1	- 0,5336	0,1886
2	- 0,2585	0,2372
3	-0, 0190	0,2051
4	0,1005	0,1111
5	- 0,2502	- 0,0207
6	- 0,5305	0,0688
7	- 0,4282	0,1171
8	- 0,0259	0,0486
9	0,3887	0,0101
10	0,6152	0,0003

**Розраховано авторами*

Дослідивши взаємозв'язок індикаторів фінансових дисбалансів та визначивши періоди «відставання» між ними, зазначимо, що моніторинг часових лагів фінансових дисбалансів та ідентифікація етапу «перекредитування» дають змогу вчасно вжити корекційних заходів задля уникнення істотних негативних наслідків.

Наприклад, розуміння характеру залежності між показниками дозволяє формалізувати вплив показників кредитування (credit_flow) на інфляційні процеси (def_gdp). Тобто, у даному випадку кредитування приватного сектору є незалежною змінною – *X*, а дефлятор кінцевих споживчих витрат – залежною змінною *Y*.

За допомогою програмного продукту EViews 9.0 визначимо параметри рівняння регресії (табл. 3.8).

Таблиця 3.8

Параметри рівняння регресії*

Показник	Параметри рівняння	Коефіцієнт кореляції	Середнє значення еластичності
Credit_flow (b_1)	-1,00618	- 0,80417	- 0,272427
Константа (b_0)	19,54236		1,272427

**Розраховано авторами*

Отримані результати значення парної кореляції -0,804 свідчать про те, що зв'язок між показниками є суттєвим та оберненим. За нашими розрахунками, середнє значення еластичності становить - 0,27%, а саме рівняння має вигляд (3.1):

$$Y_t = -1,0062 \times b_1 + b_0 \quad (3.1)$$

Тобто, при зниженні індикатора кредитування на одну одиницю, дефлятор кінцевих споживчих витрат зростатиме на 0,27 одиниць.

Оскільки узагальнюючим підсумком згенерованих дисбалансів у приватному секторі є обсяг накопиченого боргу державного сектору, вважаємо за доцільне більш детально зупинитися на визначенні його критичного розміру для економіки України.

Обґрунтуємо рівень державного боргу, за якого Україна не зможе виконувати боргові зобов'язання у повному обсязі, що означатиме настання дефолту. У разі неможливості здійснювати платежі за борговими зобов'язаннями (погашати основну суму боргу (ПБ) та обслуговувати борг (ОБ)), для уникнення критичних наслідків оголошення дефолту уряд країни вдається до реструктуризації державного боргу.

Пробіт-функція (probit-модель), або так звана модель бінарного вибору, дозволяє визначити імовірність настання події. При цьому значення функції коливається у діапазоні від 0 до 1¹⁸⁴.

$$Y_t = \begin{cases} 0, & \text{якщо подія не відбулася;} \\ 1, & \text{якщо подія відбулася} \end{cases} \quad (3.2)$$

$$Y_i = \beta_1 + \beta_2 X_i + u_i, E(u_i) = 0 \quad (3.3)$$

Для визначення критичного рівня державного боргу для України скористаємося probit-моделлю у пакеті Eviews 9.0.

За вищезазначеною методикою побудовано два види регресії з включенням незалежних змінних: перша – з включенням показника економічного зростання (ВВП_t); друга – додатково містить чинник зовнішньої стійкості країни, який розраховано як співвідношення обсягу золотовалютних резервів (ЗВР_{t-1}) і суми зовнішнього боргу (ЗБ_{t-1}) та імпорту (ІМ_{t-1}) з лагом в один рік (табл. 3.9)¹⁸⁵.

Як видно з таблиці 3.9, в першому випадку ймовірність дефолту на 25% залежить від показників боргового навантаження та економічного розвитку країни. При включенні третього показника коефіцієнт детермінації збільшився до 0,99, що підтверджує адекватність регресійних рівнянь. Перевірка на нульову гіпотезу коефіцієнтів регресії також підтвердила обґрунтованість рішень щодо вибору незалежних змінних.

¹⁸⁴ Lennox C. Identifying Failing Companies: A Reevaluation of the Logit, Probit and DA Approaches / C. Lennox // Journal of Economics and Business. – 1999. – Vol. 51, issue 4. – P. 352.

¹⁸⁵ Єфименко Т.І. Боргова стійкість державних фінансів: Монографія / за ред. Т.І. Єфименко, С.А. Єрохіна, Т.П. Богдан. – К.: ДННУ «Акад. фін. управління», 2014. – С. 378.

Таблиця 3.9

**Результати probit-моделі з двома
та трьома незалежними змінними***

Змінна	Коефіцієнт	Стандартна похибка	P (H ₀ = 0)
Двохфакторна регресія			
Константа	- 1,76	0,55	0,0015
(ПБ _t +ОБ _t)/ВВП _t ×100%	0,11	0,05	0,0314
ВВП _{t-1}	0,05	0,03	0,1164
McFadden R ²	0,25		
Трьохфакторна регресія			
Константа	17,07	0,36	0
(ПБ _t +ОБ _t)/ВВП _t ×100%	3,16	0,06	0
ВВП _{t-1}	- 0,62	0,01	0
(ЗВР _{t-1} /(ЗБ _{t-1} + +IM _{t-1}) × 100%	- 6,67	0,05	0
McFadden R ²	0,99		

*Розраховано авторами

Зокрема, у двохфакторній регресії ймовірність того, що значення коефіцієнту константи дорівнює нулю, становить 0,15%. Натомість, у трьохфакторній регресії, що містить показник зовнішньої стійкості країни, ймовірність похибки значення константи, впливу показника боргової стійкості та показника економічного розвитку зменшується до 0%.

Погіршення окремих показників, що характеризують адекватність оцінки впливу незалежних змінних, обумовлене наявністю мультиколінеарності між такими змінними. Тісний взаємозв'язок між незалежними факторами є цілком прогнозованим явищем. Наприклад, щільний взаємозв'язок між рівнем економічного розвитку та боргового навантаження обумовлений тим, що чим більше розвинута економіка країни, тим більший обсяг боргових

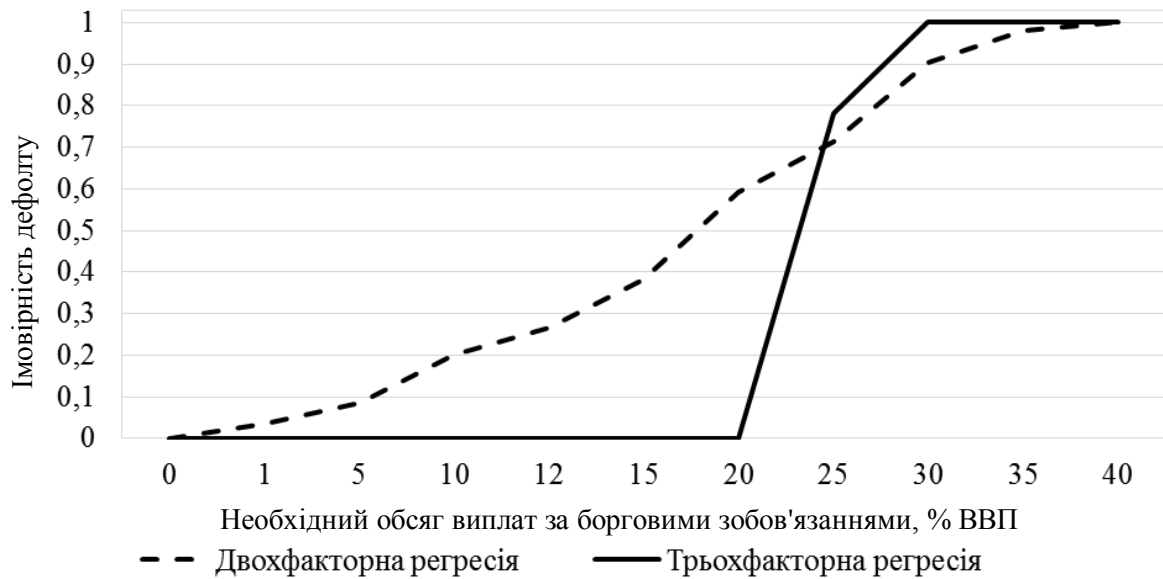
виплат вона може здійснювати без зростання загрози дефолту. Відповідно, уряди таких країн можуть активізувати дії щодо зниження показників боргового навантаження значно пізніше, ніж менш розвинуті економіки.

Більш щільний взаємозв'язок існує між показниками боргового навантаження та зовнішньої стійкості країни. Він пояснюється тим, що, по-перше, показник зовнішньої стійкості у періоді $t-1$ прямопропорційно впливає на показник боргового навантаження у періоді t , оскільки є одним із основних чинників зміни валютного курсу, а отже, обсягу виплат за борговими зобов'язаннями в іноземній валюті. По-друге, під час кризових періодів, протягом яких доступ до міжнародних фінансових ринків ускладнено, основним джерелом виплат за борговими зобов'язаннями держави є золотовалютні резерви. Тому при зростанні виплат за борговими зобов'язаннями збільшується тиск на золотовалютні резерви, що, відповідно, призводить до погіршення показника зовнішньої стійкості країни¹⁸⁶.

Враховуючи, з одного боку, вищий показник детермінації у трьохфакторній регресії, та, з іншого боку, гірші показники значущості оцінки коефіцієнтів двохфакторної регресії, доцільно приймати до уваги результати як двох-, так і трьохфакторної регресії. Виходячи з результатів регресійного аналізу (табл. 3.9), на рис. 3.1 відображено розподіл імовірності дефолту залежно від показника боргового навантаження. Імовірність дефолту означає вірогідність невиконання виплат за борговими зобов'язаннями і вимірюється від 0 до 1. Чим ближче значення до 1, тим вищою є імовірність дефолту.

Як видно з рис. 3.1, включення змінної зовнішньої стійкості країни істотно зменшує ймовірність невиконання державою боргових зобов'язань.

¹⁸⁶ Єфименко Т.І. Боргова стійкість державних фінансів: Монографія / за ред. Т.І. Єфименко, С.А. Єрохіна, Т.П. Богдан. – К.: ДННУ «Акад. фін. управління», 2014. – С. 380.



**Рис. 3.1. Ймовірність дефолту залежно від показника
боргового навантаження в Україні***

**Розраховано авторами*

Визначимо ймовірність дефолту за суверенними зобов'язаннями у 2019 році, використовуючи результати probit-моделі.

Проведені нами розрахунки свідчать про те, що у 2019 році обсяг виплат з погашення державних боргових зобов'язань та відсотків за ними становитиме відповідно 272,3 млрд. грн. та 145,1 млрд. грн. (417,4 млрд. грн. загалом), прогнозований обсяг ВВП – 3,9 трлн. грн. Тобто, загальний обсяг необхідних виплат за борговими зобов'язаннями держави у 2019 році становитиме 10,6% ВВП.

За таких умов, без урахування чинника зовнішньої стійкості, ймовірність дефолту у 2019 році складає 22,03% (табл. 3.10). Натомість, при врахуванні значного обсягу золотовалютних резервів відносно обсягів імпорту та зовнішнього боргу, ймовірність дефолту в Україні дорівнює нулю.

Тобто, одним з ключових чинників зростання ймовірності дефолту в Україні у 2015 році була невиважена політика НБУ щодо штучного утримання курсу національної валюти у попередні роки, що призвела

до критичного зниження золотовалютних резервів та інших негативних наслідків, а також військово-політичні чинники. Таким чином, підтверджено необхідність накопичення золотовалютних резервів як буферу ліквідності для здійснення виплат за державним боргом та істотного чинника підвищення стійкості державних фінансів.

Таблиця 3.10

**Імовірність дефолту залежно від показника боргового
навантаження в Україні***

Імовірність Дефолту Боргове навантаження		Двохфакторна регресія (боргові виплати, економічне зростання)	Трьохфакторна регресія (боргові виплати, економічне зростання, зовнішня стійкість)
Обсяг виплат за борговими зобов'язаннями, % ВВП	1	0,0363	0,0
	2	0,0456	0,0
	3	0,0568	0,0
	4	0,0700	0,0
	5	0,0855	0,0
	6	0,1035	0,0
	7	0,1240	0,0
	8	0,1472	0,0
	9	0,1731	0,0
	10	0,2018	0,0
	10,6	0,2203	0,0
	11	0,2332	0,0
	12	0,2671	0,0
	13	0,3033	0,0
	14	0,3416	0,0
	15	0,3815	0,0
	20	0,5918	0,0
	25	0,7125	0,7815
	30	0,9031	1,0
	40	0,9910	1,0

**Розраховано авторами*

Однією з передумов, що визначають максимально допустимий рівень боргового навантаження, є утримання кредитного рейтингу країни на прийнятному рівні. Серед факторів, на основі яких розраховуються рейтинги суверенних зобов'язань, показники боргового навантаження та фінансової стійкості є суттєвими, однак не визначальними чинниками, оскільки додатково на рівень кредитного рейтингу можуть впливати економіко-політичні чинники.

Рейтинговим агентством Moody's, виходячи з історичних даних 1983–2010 років, узагальнено імовірність настання дефолту за суверенними зобов'язаннями для кожної позиції кредитного рейтингу (табл. 3.11).

Таблиця 3.11

**Ймовірність суверенного дефолту (кумулятивно)
в розрізі кредитних рейтингів, присвоєних Moody's,
виходячи з історичних даних 1983–2010 років¹⁸⁷**

Роки Рейтинг	1	2	3	4	5
Aaa	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Aa	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
A	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Baa	0,000	0,476	0,997	1,570	2,207
Ba	0,769	1,746	3,433	5,349	7,435
B	3,391	7,039	9,204	12,110	15,096
Саа-С	23,636	27,727	32,823	32,823	32,823

Обмежуючими чинниками, що впливають на прийняття рішення щодо кредитного рейтингу України є наявність значного обсягу позабюджетних та гарантованих зобов'язань, низький рівень розвитку

¹⁸⁷ Єфименко Т.І. Боргова стійкість державних фінансів: Монографія / за ред. Т.І. Єфименко, С.А. Єрохіна, Т.П. Богдан. – К.: ДННУ «Акад. фін. управління», 2014. – С. 383.

вітчизняного фінансового ринку, структурні диспропорції в економіці, а також військово-політичні ризики, вплив яких перманентно зростає.

25 серпня 2017 року міжнародне рейтингове агентство Moody's оновило суверенний кредитний рейтинг України, підвищило його в національній та іноземній валютах з Саа3 до Саа2 і встановило позитивний прогноз¹⁸⁸. Разом з тим, за даними таблиці 3.12 та отриманими результатами розрахунків, можемо зробити висновок, що кредитний рейтинг України є заниженим, а це негативно впливає на можливості вітчизняної економіки щодо залучення інвестицій та відновлення темпів економічного зростання.

Важливим напрямом наукового пошуку є оцінка впливу надмірних боргів на економічне зростання. Зазначена проблема є предметом дослідження здебільшого західної економічної науки. Вітчизняні практичні напрацювання із цього питання зводяться в основному до визначення рівня залежності між обсягами державних запозичень і державного боргу України та їхнього впливу на зміну певних макроекономічних показників (ВВП, валових заощаджень, інвестицій, безробіття, державних витрат тощо) шляхом побудови регресійних моделей залежності.

Ми погоджуємося із Т. Богдан, яка доходить висновку, що державні запозичення негативно впливають на нагромадження капіталу, та обґрунтовує дію «ефекту витіснення» в економіці України¹⁸⁹.

На противагу цьому, Я. Жаліло стверджує, що «стабільна наявність певної величини надлишкової ліквідності комерційних банків свідчить про принципову можливість одночасного розширення

¹⁸⁸ Боргова статистика [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Міністерства фінансів України. – Режим доступу: <https://minfin.kmu.gov.ua/news/borg/borhova-statystyka>.

¹⁸⁹ Вахненко Т.П. Державний борг України та його економічні наслідки: Монографія / Т.П. Вахненко. – К.: Альтерпрес, 2000. – С. 84.

державних та корпоративних запозичень. Тобто, державні запозичення на внутрішньому ринку акумулюють вільні кошти, які за інших рівних умов не були б спрямовані на інвестиційні потреби»¹⁹⁰. На думку вченого, вилучення частини інвестиційного ресурсу підприємств та наступна конвертація його у державні інвестиції може мати позитивний вплив на прискорення структурної перебудови економіки, адже за умов фактичної відсутності стимулів до інвестування капіталовкладення будуть спрямовуватися у високорентабельні та швидкоокупні проекти. Подібну думку ми не вважаємо цілком слушною, оскільки надлишкова ліквідність банків спостерігалася лише протягом певного періоду, а у 2009–2010 та 2014–2016 роках банківська система України стикнулася із значними проблемами ліквідності та потребувала рефінансування. Крім того, негативна динаміка показників банківського сектору змусила уряд вдаватися до запозичень з метою збільшення статутних фондів певних банків та поповнення Фонду гарантування вкладів фізичних осіб.

О. Царук доводить, що «державний борг не справляв пригнічуючого впливу на обсяг капіталу протягом 1992–2006 років в економіці України, а навпаки, позитивно впливав на обсяг інвестицій в основний капітал. Це дозволяє розглядати державний кредит як одне з джерел інвестиційного фінансування, що на нинішньому етапі розвитку економіки України не чинитиме значного негативного впливу у довгостроковому періоді»¹⁹¹. Такі висновки науковця зумовлені, на нашу думку, тим, що у досліджуваний ним період обсяги державних запозичень в Україні були на порядок нижчі, ніж протягом останніх 5 років. Крім того, вони здійснювалися у період більш сприятливої кон'юнктури фінансових ринків та перманентного

¹⁹⁰ Особливості та пріоритети боргової політики України / А.С. Гальчинський, З.С. Варналій, В.Я. Майстришин та ін. – К.: НІСД, 2004. – С. 39.

¹⁹¹ Царук О.В. Статистичний аналіз та оцінка державного боргу: автореф. дис. ... канд. екон. наук: спец. 08.00.10 – статистика / Олександр Васильович Царук; КНЕУ. – К., 2009. – С. 8.

зростання світових цін на основні експортні товари України, що робило вітчизняну економіку більш привабливою для здійснення капітальних вкладень. З іншого боку, твердження О. Царука більше стосується випадків спрямування державних запозичень на потреби фінансування інвестицій. А тому підхід науковця вважаємо дещо обмеженим з точки зору сучасних умов здійснення державних запозичень.

Колектив авторів на чолі з С. Юрієм та В. Федосовим, розглядаючи аспекти нагромадження державного боргу, пов'язує його надмірні обсяги зі скороченням заощаджень, витісненням приватних інвестицій державними запозиченнями, уповільненням темпів економічного зростання та зменшенням доходів населення з відповідним перекладанням тягара оподаткування на майбутнє¹⁹², з чим не можна не погодитися. При цьому, проблематика боргу приватного сектору та його взаємозв'язок з показниками економічного зростання залишається поза увагою українських науковців.

Серед зарубіжних учених-економістів також не існує однозначної точки зору щодо впливу державних боргів на економічне зростання.

Зокрема, Дж. Кохрен доводить, що вже сам факт існування державного боргу зумовлює негативні очікування, пов'язані з настанням фінансової рецесії. Крім того, очікуваний у майбутньому бюджетний дефіцит спричиняє підвищення показників інфляції вже у теперішньому часі разом із зростанням рівня процентних ставок в економіці¹⁹³. Проте, на нашу думку, можливість настання рецесії значною мірою залежить від рівня нагромадження боргових зобов'язань держави.

¹⁹² Фінанси: Підручник / [С.І. Юрій, В.М. Федосов, Л.М. Алексеєнко та ін.]; [за ред. С.І. Юрія, В.М. Федосова]. – К.: Знання, 2008. – 611 с.

¹⁹³ Cochrane J.H. Understanding Policy in the Great Recession: Some Unpleasant Fiscal Arithmetic / J.H. Cochrane // European Economic Review. – 2011. – № 55(1). – P. 2–30.

П. Мігель та С. Маркос представили докази проти нульової гіпотези, згідно з якою державний борг не викликає зростання реального ВВП, і докази відсутності причинно-наслідкового зв'язку державного боргу з нефінансовим приватним (заборгованість населення) боргом¹⁹⁴, з чим ми цілком погоджуємося.

Логічно обгрунтованими та науково цікавими вважаємо висновки В. Тілеса і К. Муссоліні, які виявили, що державний борг може здійснювати негативний вплив на економічне зростання, якщо він коригує продуктивність державних витрат¹⁹⁵.

Існують дослідження, в яких науковці доводять факт існування нелінійного характеру впливу державного боргу на економічне зростання. Одним із прикладів такого підходу є теоретична модель, розроблена Г. Кальво. Його модель поєднує три окремі площини заборгованості: у першій – економічне зростання є зростаючою функцією від боргу; друга площина – проміжна, у ній економіка може демонструвати як висхідну, так і низхідну траєкторію; третя площина – це спадна функція від боргу. Г. Кальво демонструє, що в площині невизначеності високий рівень початкового державного боргу асоціюється з високим рівнем податкового тягара з метою обслуговування боргових зобов'язань держави. Як наслідок, це призводить до нижчої норми прибутку від інвестицій. Водночас, високі темпи економічного зростання знижують рівень оподаткування, необхідний для обслуговування державного боргу. У разі перевищення критичного значення боргу, економіка перебуває у площині повільного зростання. Якщо темпи економічного зростання нижчі від темпів приросту державного боргу, податковий тягар стане

¹⁹⁴ Miguel P-A. Granger Causality between Debt and Growth: Evidence from OECD Countries / P-A. Miguel, S-N. Marcos // International Review of Economics and Finance. – 2015. – № 35. – P. 66–77.

¹⁹⁵ Teles V.K. Public Debt and the Limit of Fiscal Policy to Increase Economic Growth / V.K. Teles, C. Mussolini // European Economic Review. – 2014. – № 66. – P. 1–15.

високим, а рівень накопичення капіталу – низьким, що генеруватиме процеси економічного спаду. Проте, якщо економіка перебуває в площині невизначеності, відносно помірне скорочення боргу може сприяти збалансованому зростанню¹⁹⁶. Ми цілком поділяємо думку Г. Кальво про неоднозначний вплив державного боргу на економічне зростання.

Як зазначають К. Рейнхарт та К. Рогофф, важливе значення має спосіб, в який накопичується державний борг. Наприклад, військові борги, можливо, є менш проблематичними для майбутнього зростання інфляції, ніж великі борги, які накопичилися в мирний час. Повоєнне зростання економіки може мати високі темпи. Крім того, причиною накопичення боргу у воєнний час, як правило, є високий рівень державних витрат, що знижується із відновленням миру. Натомість, у мирний час борговий «вибух» часто відображає нестійку економічну динаміку, яка може зберігатися протягом дуже тривалого періоду¹⁹⁷. Висновки К. Рейнхарт та К. Рогоффа є актуальними для української практики, оскільки військово-політичні події 2014–2018 років мали істотний вплив на зростання обсягів державного боргу.

Крім того, К. Рейнхарт та К. Рогофф емпірично дослідили вплив обсягів державного боргу на індикатори, що характеризують економічне зростання/спад через визначення середніх та медіанних значень. Щорічні спостереження вчених згруповані в чотири категорії, залежно від співвідношення державного боргу до ВВП протягом кожного конкретного року, наступним чином: а) роки, коли співвідношення боргу та ВВП було нижче 30% (низький рівень

¹⁹⁶ Calvo G. On the Empirics of Sudden Stops: the Relevance of Balance-Sheet Effects [Electronic resource] / G. Calvo, A. Izquierdo // NBER Working Paper. – 2004. – № 10520. – Access mode: <http://www.nber.org/papers/w10520.pdf>.

¹⁹⁷ Reinhart C. Growth in a Time of Debt [Electronic resource] / C. Reinhart, K. Rogoff // National Bureau of Economic Research Working Paper. – 2010. – № 15639. – Access mode: [http://www.nowandfutures.com/d3/Growth_in_Time_Debt_\(reinhart_rogoff\).pdf](http://www.nowandfutures.com/d3/Growth_in_Time_Debt_(reinhart_rogoff).pdf).

боргу); б) 30-60% (середній рівень боргу); в) 61-90% (високий рівень боргу); г) понад 90% (дуже високий рівень боргу).

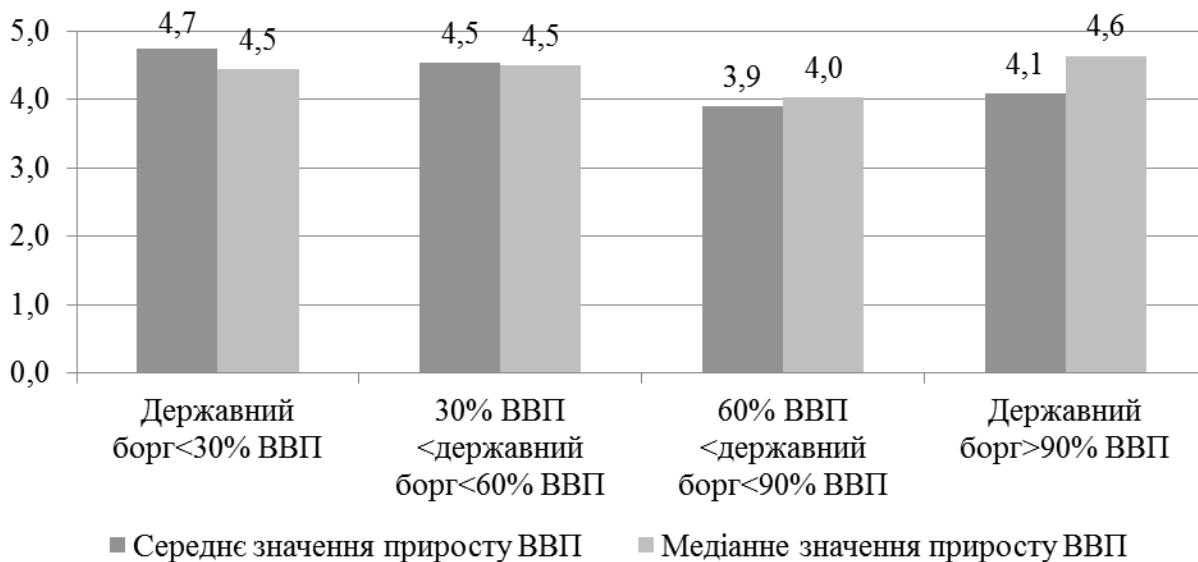
Основні результати дослідження цих вчених сконцентровані у таких висновках: зв'язок між темпами економічного зростання і рівнем державного боргу є відносно слабким за «нормального» рівня боргу. Натомість, медіанні темпи економічного зростання для країн з державним боргом більше 90% ВВП нижчі приблизно на один відсоток, а середні темпи зростання – на кілька відсотків. Разом з тим, залежність між рівнем державного боргу і темпами економічного зростання досить схожа як у країнах з ринками, що формуються, так і в країнах з розвинутою економікою. Однак, для країн з ринками, що формуються, перевищення порогового значення сукупного валового зовнішнього боргу (державного і приватного), що переважно виражений в іноземній валюті, є більш помітним. Водночас, не виявлено ніяких систематичних взаємозалежностей між високим рівнем заборгованості держави і інфляцією для країн з розвинутою економікою (хоча і з окремими винятками, у тому числі в Сполучених Штатах Америки). Навпаки, в країнах з ринками, що формуються, з більш високим рівнем державного боргу темпи інфляції є помітно вищими¹⁹⁸.

Проведемо власне аналогічне дослідження. Зважаючи на те, що Україна згідно з класифікацією МВФ, належить до країн з ринками, що формуються, розглянемо детальніше саме цю групу країн.

На рис. 3.2 представлено залежність темпів зростання ВВП від рівня державного боргу для 152 країн з ринками, що формуються, у період 1995–2016 років (кількість спостережень для країн може відрізнятися через відсутність статистичних даних). Зауважимо, що

¹⁹⁸ Reinhart C. Growth in a Time of Debt [Electronic resource] / C. Reinhart, K. Rogoff // National Bureau of Economic Research Working Paper. – 2010. – № 15639. – Access mode: [http://www.nowandfutures.com/d3/Growth_in_Time_Debt_\(reinhart_rogoff\).pdf](http://www.nowandfutures.com/d3/Growth_in_Time_Debt_(reinhart_rogoff).pdf).

К. Рейнхарт та К. Рогофф дослідили досить обмежений перелік країн з ринками, що формуються (24 країни).



**Рис. 3.2. Залежність темпів зростання ВВП
від рівня державного боргу у країнах з ринками,
що формуються, у 1995–2016 роках, %***

**Розраховано авторами за даними¹⁹⁹*

Виходячи з даних рис. 3.2, можна стверджувати, що характер залежності динаміки ВВП від рівня державного боргу у країнах з ринками, що формуються, є нелінійним, оскільки середні значення зміни ВВП зі зростанням рівня державного боргу знижуються. Проте з підвищенням обсягів боргових зобов'язань держави до рівня понад 90% ВВП, спостерігається деяке зростання середнього приросту ВВП та досить помітне збільшення медіанного значення. Водночас, можемо констатувати, що для країн з рівнем державного боргу понад 60% ВВП темпи економічного зростання є помітно нижчими.

¹⁹⁹ World Economic Outlook Database [Electronic resource] / Official website of the International Monetary Fund. – Access mode: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/02/weodata/index.aspx>.

Отже, на нашу думку, збільшення обсягів державного боргу до рівня 60% ВВП у країнах з ринками, що формуються, і які мають можливість залучати кредити, користуючись довірою інвесторів до їхньої економічної стабільності та позитивної динаміки ВВП наряду із значно вищою премією за ризик, сприяє економічному зростанню шляхом нагромадження капіталу і підвищення продуктивності праці. Однак, подальше збільшення заборгованості спричиняє зростання вартості обслуговування наявного боргу та залучення нових кредитів, що створює додаткове навантаження на державні фінанси, змушує уряд підвищувати рівень оподаткування і пригнічує економічне зростання.

Дослідимо вплив розмірів державного боргу на обсяги валових заощаджень у країнах з ринками, що формуються (рис. 3.3).

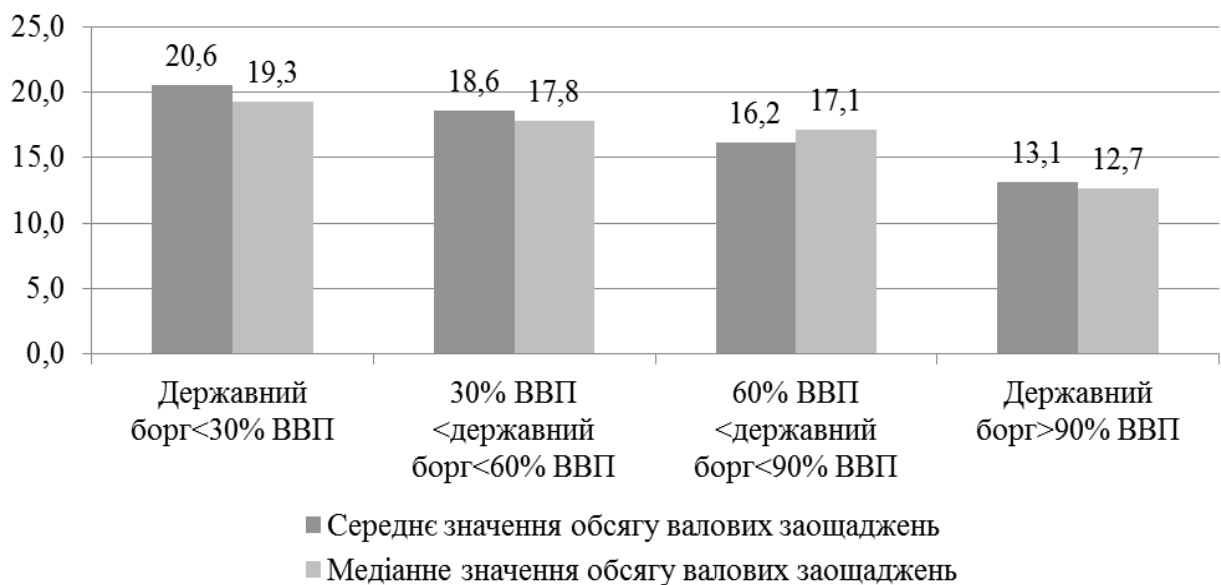


Рис. 3.3. Залежність обсягу валових заощаджень від рівня державного боргу у країнах з ринками, що формуються, у 1995–2016 роках, %*

**Розраховано авторами за даними²⁰⁰*

²⁰⁰ World Economic Outlook Database [Electronic resource] / Official website of the International Monetary Fund. – Access mode: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/02/weodata/index.aspx>.

З огляду на отримані результати, можна стверджувати, що збільшення обсягів державного боргу у країнах з ринками, що формуються, має значний негативний вплив на заощадження, особливо при перетині межі боргу у 90% ВВП.

Крім того, погіршення показників економічного зростання внаслідок істотного розміру державного боргу можна перевірити, розглянувши показники валових інвестицій або перевіривши дію так званого «ефекту витіснення» (рис. 3.4).

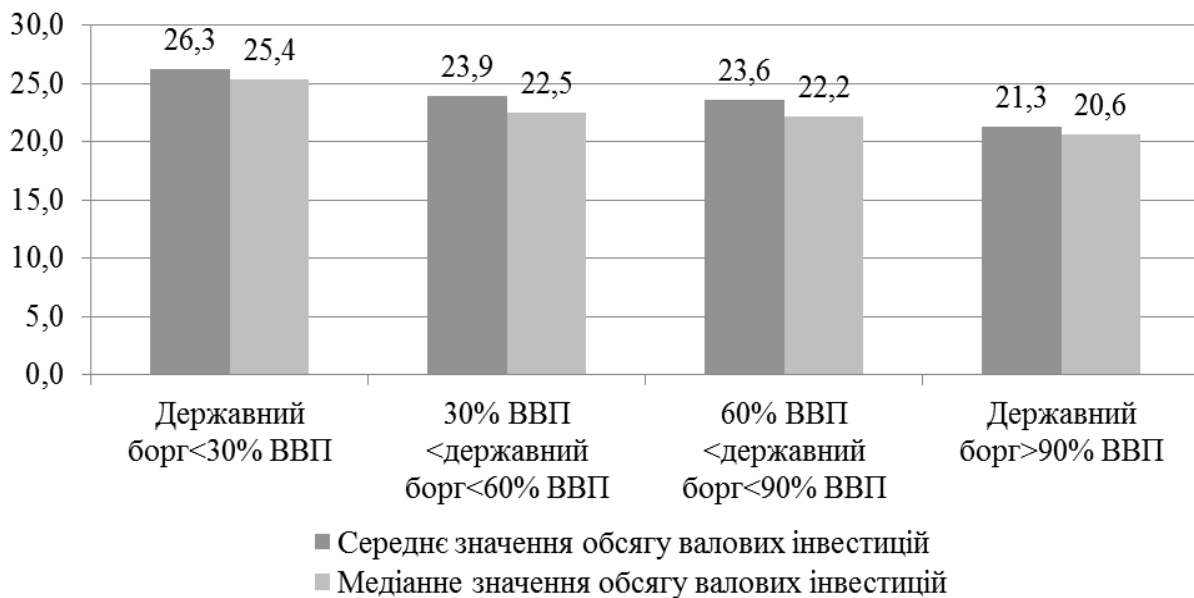


Рис. 3.4. Залежність обсягу валових інвестицій від рівня державного боргу у країнах з ринками, що формуються, у 1995–2016 роках, %*

**Розраховано авторами за даними²⁰¹*

За даними рис. 3.4, відмітимо існування оберненої залежності між обсягом державного боргу та величиною капітальних вкладень в країнах з ринками, що формуються. Отримані результати свідчать про

²⁰¹ World Economic Outlook Database [Electronic resource] / Official website of the International Monetary Fund. – Access mode: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/02/weodata/index.aspx>.

те, що держава, як позичальник, не здатна ефективно перерозподілити залучені кошти, оскільки нарощування боргів не призводить до відповідного економічного зростання.

Негативним є вплив державного боргу і на рівень зайнятості (рис. 3.5).

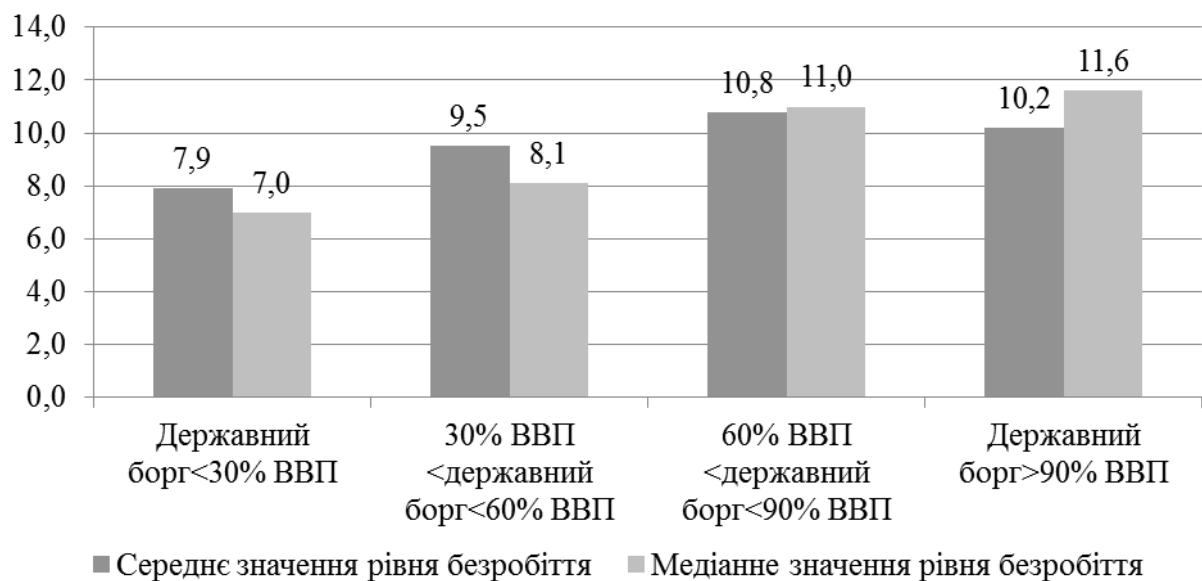


Рис. 3.5. Залежність рівня безробіття від рівня державного боргу у країнах з ринками, що формуються, у 1995–2016 роках, %*

**Розраховано авторами за даними²⁰²*

Зокрема, в країнах з ринками, що формуються, цей вплив є вагомим. Максимальний рівень безробіття притаманний тим країнам цієї групи, рівень державного боргу яких становить 60-90% ВВП. Характерно, що країни з максимальним борговим навантаженням і, відповідно, найнижчими темпами економічного зростання та рівнем життя, мають дещо нижчий рівень безробіття. Зазначене можна пояснити готовністю населення найбідніших країн

²⁰² World Economic Outlook Database [Electronic resource] / Official website of the International Monetary Fund. – Access mode: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/02/weodata/index.aspx>.

працювати за будь-яких умов і будь-яку платню, адже система соціального захисту в таких державах неспроможна забезпечити прийнятний рівень життя безробітних.

Натомість, оскільки в найбільш економічно розвинених країнах ця проблема відсутня, рівень безробіття в них змінюється прямо пропорційно до зростання рівня державного боргу і, відповідно, обернено пропорційно до темпів економічного зростання.

Серед вітчизняних науковців панує думка, що зростання обсягів державного боргу в Україні зумовлене виключно дисбалансами у сфері державних фінансів. Водночас, досить незначна увага приділяється дослідженню боргів приватного сектору та їхнього впливу на макроекономічну динаміку.

За нашими припущеннями, істотне накопичення державного боргу певною мірою є наслідком боргових дисбалансів у приватному секторі економіки, а вищезазначена залежність потребує більш детального вивчення з урахуванням зарубіжного досвіду.

Так, за останні два десятиліття спостерігалось стійке зростання приватних запозичень у розвинених країнах та країнах з ринками, що формуються. Крім того, за останні 30 років борг нефінансового сектору (корпорацій та домогосподарств) та державний борг у розвинених країнах збільшився з 167% ВВП у 1980 році до 314% ВВП у 2010 році, або в середньому зростає на 5% ВВП кожного року протягом останніх трьох десятиліть²⁰³. Враховуючи наведене, вважаємо за доцільне дослідити вплив зростаючого значення заборгованості приватного сектору на показники державного боргу та економічне зростання в цілому.

Підкреслимо, що в економічній літературі існують досить протилежні погляди на зазначену проблематику. Так, обґрунтування

²⁰³ Reinhart C. Growth in a Time of Debt [Electronic resource] / C. Reinhart, K. Rogoff // National Bureau of Economic Research Working Paper. – 2010. – № 15639. – Access mode: [http://www.nowandfutures.com/d3/Growth_in_Time_Debt_\(reinhart_rogoff\).pdf](http://www.nowandfutures.com/d3/Growth_in_Time_Debt_(reinhart_rogoff).pdf).

негативного впливу боргу приватного сектору на економічне зростання засноване на припущенні, що значні приватні запозичення створюють передумови, які, в кінцевому підсумку, можуть призвести до суверенного дефолту. «Раптова зупинка» каналів фінансування змушує державний сектор взяти на себе щонайменше частину приватного боргу, а пов'язане з цим зниження реального обмінного курсу може викликати труднощі обслуговування боргу для уряду. За такою науковою логікою, як зовнішній державний борг, так і зовнішній борг приватного сектору є загрозою для фінансової стійкості держави.

На підтвердження гіпотези щодо негативного впливу значного нагромадження приватного боргу на економічне зростання, С. Чеккетті, М. Моханті і Ф. Замполлі розглянули зв'язок між ВВП на душу населення і заборгованістю нефінансового сектору для групи з 18 країн-членів ОЕСР за період 1980–2006 років. Вибірку вчені завершили 2006 роком, за два роки до початку останньої глобальної фінансової кризи. Емпірично було встановлено наявність негативної кореляції між темпами економічного зростання та рівнем заборгованості нефінансового сектору. Так, для корпоративного боргу 1% зростання виявився пов'язаним зі скороченням ВВП на душу населення приблизно на 2%. При дослідженні боргу домогосподарств вплив був ще більшим: зростання боргу на 1% спричиняло скорочення ВВП на душу населення на 2,5%²⁰⁴.

Протилежний науковий аргумент, який полягає в тому, що приватні запозичення не знижують державної кредитоспроможності, обґрунтовується існуванням у приватному секторі значно більшої конкуренції, що підвищує стимули для продуктивного використання позикових коштів. Крім того, стабілізуюча роль запозичень

²⁰⁴ Cecchetti S. The Real Effects of Debt [Electronic resource] / S. Cecchetti, M. Mohanty, F. Zampolli // BIS Working papers. – September 2011. – No. 352. – Access mode: <http://www.bis.org/publ/othp16.pdf>.

приватного сектору може бути пов'язана із дистрибутивними наслідками суверенних дефолтів: агенти, які залежать від іноземних кредитів, є особливо уразливими для таких наслідків. Чим більшою є частка приватного сектору в загальному обсязі боргу, тим більша частка агентів, які постраждають від суверенного дефолту, і, таким чином, вищі політичні втрати від дефолту.

Для визначення впливу боргу приватного сектору на показники державного боргу скористаємося програмним продуктом EViews 9.0 та перевіримо за його допомогою причинний зв'язок між зазначеними показниками.

У нашому випадку стандартним припущенням у тесті Гренджера є:

- нульова гіпотеза А: державний борг не є Гренджер-причиною приватного боргу;
- нульова гіпотеза В: приватний борг не є Гренджер-причиною державного боргу.

Використовуючи дані Банку міжнародних розрахунків по боргу приватного нефінансового сектору країн з ринками, що формуються, за 1995–2016 роки²⁰⁵, нами встановлено зв'язок між показниками приватного та державного боргу із лагом у середньому 1-2 роки у 14 країнах. Дані розрахунків представлено у додатку І.

Згідно з отриманими результатами, у восьми країнах приватний борг впливає на рівень державного боргу (Аргентина, Бразилія, Угорщина, Індонезія, Малайзія, Саудівська Аравія, Таїланд, Туреччина), а у двох країнах (Чилі, Мексика) – навпаки, у решті країн чіткий причинний зв'язок відсутній. Тобто приватний борг також доцільно розглядати як фактор макроекономічної збалансованості.

²⁰⁵ Credit to the Non-financial Sector [Electronic resource] / Official website of the Bank for International Settlements. – Access mode: <http://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>.

Основною причиною зворотного впливу є нерозвиненість фінансового сектору в країнах з ринками, що формуються. Це, відповідно, не дозволяє приватному сектору запозичувати великі обсяги ресурсів на внутрішньому ринку, а можливість залучати зовнішні кредитні ресурси є у досить обмеженого кола суб'єктів господарювання, в той час як уряди цих країн мають доступ до міжнародних фінансових ринків. Ще однією причиною такого впливу варто вважати зменшення державних витрат в умовах накопичення державного боргу, зокрема через скорочення преференцій та фінансової підтримки для приватного сектору. Можливим є підвищення рівня оподаткування.

Як нами вже зазначалося у другому розділі монографічного дослідження, гранично допустимим значенням боргу приватного сектору у країнах ЄС вважається 133% ВВП²⁰⁶. Проте в інших дослідженнях зазначається межа у 175% ВВП (90% ВВП – для нефінансових корпорацій та 85% ВВП – для боргу домогосподарств)²⁰⁷, що ми вважаємо більш прийнятним для розвинених країн, де економічні суб'єкти володіють значно більшим обсягом активів, а отже, можуть мати і більший рівень заборгованості.

Окрім формалізації взаємозв'язку між боргом приватного та державного секторів, необхідним вважаємо визначення впливу боргу приватного сектору на показники, що характеризують економічне зростання. Аналогічно до наведених на рис. 3.6-3.9 розрахунків, визначимо вплив обсягів боргу приватного сектору на рівень приросту ВВП, валові заощадження, інвестиції та безробіття. Щорічні

²⁰⁶ Macroeconomic Imbalances Procedure [Electronic resource] / Eurostat official website. – Access mode: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&pcode=tipspc20&language=en>.

²⁰⁷ Cecchetti S. The Real Effects of Debt [Electronic resource] / S. Cecchetti, M. Mohanty, F. Zampolli // BIS Working papers. – September 2011. – No. 352. – Access mode: <http://www.bis.org/publ/othp16.pdf>.

спостереження пропонуємо згрупувати в чотири категорії, залежно від співвідношення приватного боргу до ВВП протягом кожного конкретного року, наступним чином – роки, коли співвідношення боргу до рівня ВВП було: а) нижче 67% ВВП (низький рівень боргу); б) 67-133% (середній рівень боргу); в) 133-200% (високий рівень боргу); г) понад 200% (дуже високий рівень боргу).

Варто відзначити, що приватний борг у понад 200% ВВП з переліку досліджуваних країн з ринками, що формуються, виявлений лише в Китаї у 2015–2016 роках. На рис. 3.6 представлено залежність приросту ВВП від рівня боргу приватного сектору.

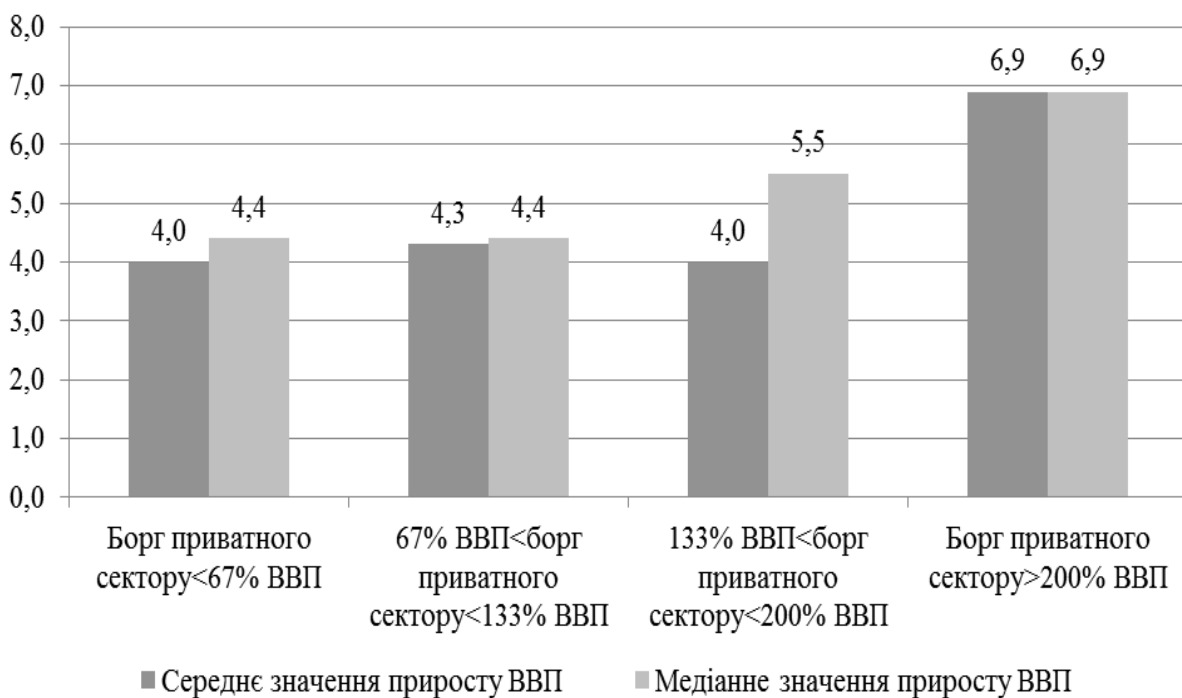


Рис. 3.6. Залежність приросту ВВП від рівня боргу приватного сектору у країнах з ринками, що формуються, у 1995–2016 роках, %*

*Розраховано авторами за даними²⁰⁸

²⁰⁸ Credit to the Non-financial Sector [Electronic resource] / Official website of the Bank for International Settlements. – Access mode: <http://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>.

Так, при перетині приватним боргом межі у 133% ВВП темпи економічного зростання дещо уповільнюються, водночас медіанне значення – навпаки підвищується до 5,5%. Тобто нагромадження приватного боргу в країнах з ринками, що формуються, впливає на зміну ВВП у значно меншій мірі, на відміну від державного боргу.

В умовах накопичення приватного боргу у країнах з ринками, що формуються, обсяг валових заощаджень значно зростає (рис. 3.7).

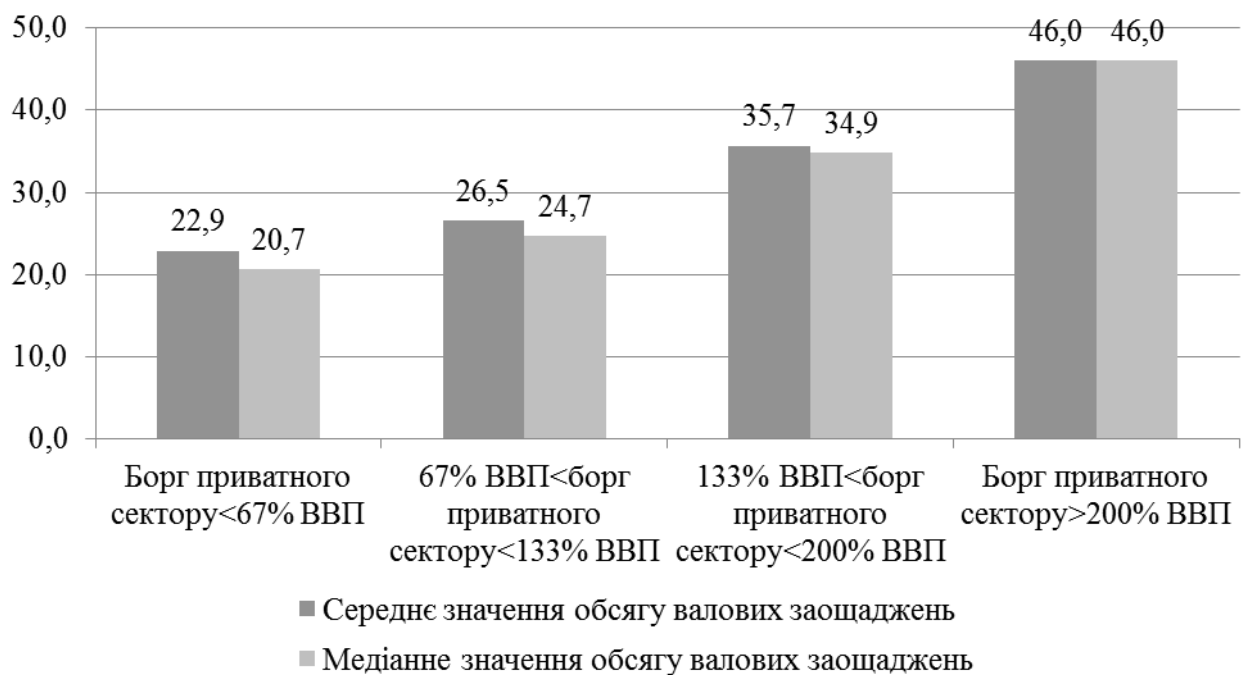


Рис. 3.7. Залежність обсягу валових заощаджень від рівня приватного боргу у країнах з ринками, що формуються, у 1995–2016 роках, %*

**Розраховано авторами за даними²⁰⁹*

Така ситуація може пояснюватися істотною величиною внутрішнього приватного боргу, тобто основними кредиторами приватного сектору економіки у цих країнах є резиденти. Подібну

²⁰⁹ Credit to the Non-financial Sector [Electronic resource] / Official website of the Bank for International Settlements. – Access mode: <http://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>.

ситуацію ми вважаємо позитивною, оскільки, за таких умов, наслідки несприятливих зовнішніх коливань (валютних, цінових тощо) матимуть значно менший негативний ефект.

Розгляд залежності валових інвестицій від рівня приватного боргу (рис. 3.8) дозволяє констатувати синхронність зростання цих показників, що свідчить про спрямування залучених суб'єктами господарювання кредитних ресурсів в економіку держави.

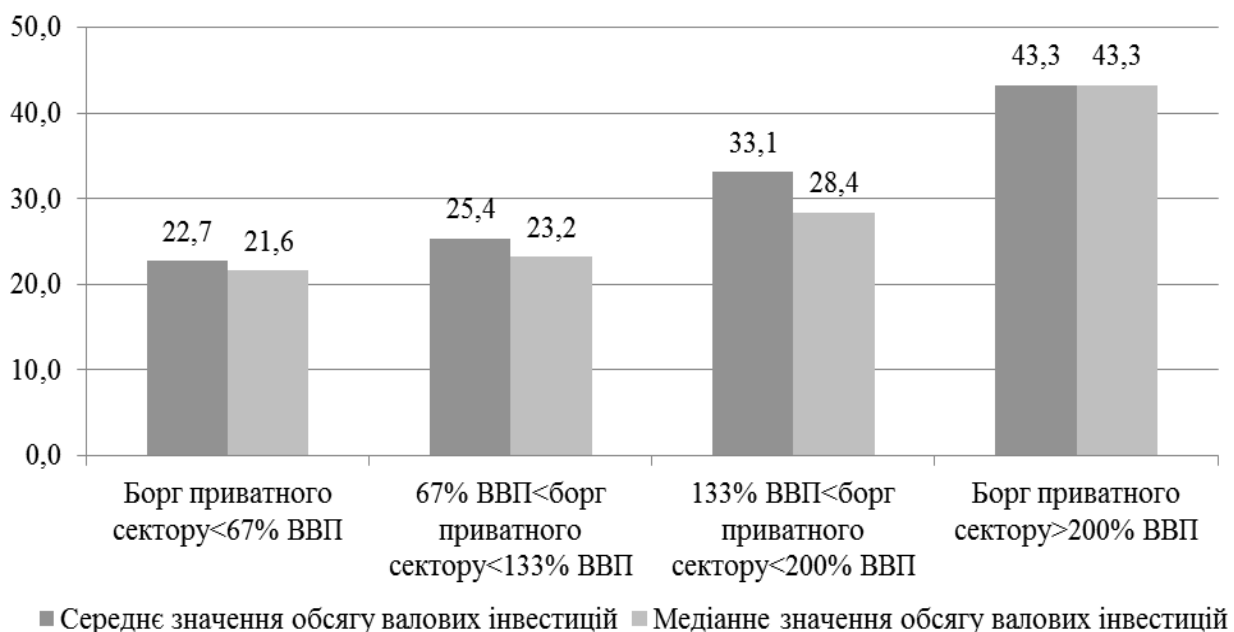


Рис. 3.8. Залежність обсягу валових інвестицій від рівня приватного боргу у країнах з ринками, що формуються, у 1995–2016 роках, %*

**Розраховано авторами за даними²¹⁰*

При цьому, з нарощуванням заборгованості господарюючих суб'єктів значно збільшуються й обсяги інвестицій. Це є основною відмінністю боргу приватного сектору від боргу державного сектору,

²¹⁰ Credit to the Non-financial Sector [Electronic resource] / Official website of the Bank for International Settlements. – Access mode: <http://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>.

адже кошти від державних запозичень переважно використовуються непродуктивно.

Зі зростанням приватного боргу відбувається і значне скорочення рівня безробіття (рис. 3.9).

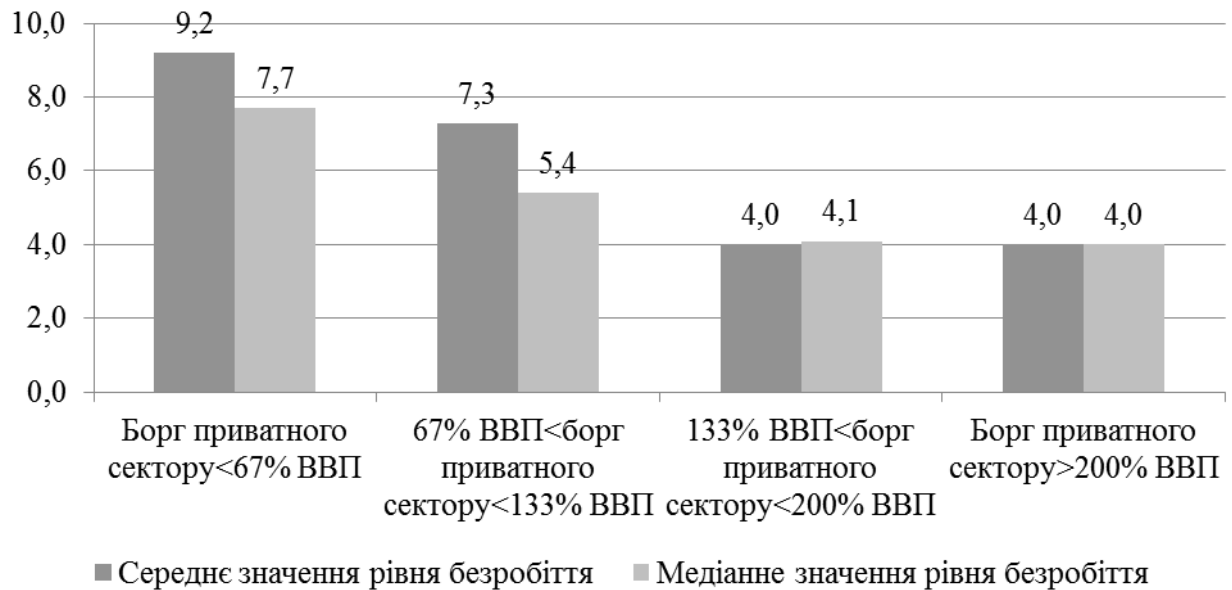


Рис. 3.9. Залежність рівня безробіття від рівня приватного боргу у країнах з ринками, що формуються, у 1995–2016 роках, %*

**Розраховано авторами за даними²¹¹*

Дані рис. 3.9 підтверджують наше припущення про те, що запозичені приватним сектором фінансові ресурси дозволяють створювати нові робочі місця. Водночас, така експансія повинна мати певні обмеження, адже перманентне нарощування боргів приватним сектором може спричинити кризу платоспроможності з відповідним скороченням ділової активності економічних суб'єктів та збільшенням випадків банкрутства. Уникнути цього можливо тільки при частковому перенесенні боргового тягара приватного сектору на

²¹¹ Credit to the Non-financial Sector [Electronic resource] / Official website of the Bank for International Settlements. – Access mode: <http://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>.

державу як кінцевого регулятора макроекономічних процесів. Однак у такому випадку зросте боргове навантаження на державні фінанси, що у майбутньому може означати посилення фіскального навантаження на бізнес.

Таким чином, одним з найважливіших напрямів сучасної фінансової науки є визначення економічних наслідків високого рівня заборгованості в галузях економіки. Отже, констатуємо, що нарощування боргу приватним сектором економіки у країнах з ринками, що формуються, не має чітко вираженого негативного впливу на економічне зростання, а навпаки дозволяє дещо пожвавити економічні процеси. Водночас, поступове накопичення приватних боргів негативно відбивається на показниках боргу державного сектору із лагом у декілька років. Держава через заходи макроекономічної та структурної політики намагається підтримувати прийнятний рівень соціально-економічної рівноваги, проте, як показує практика, відновлення стійкого економічного зростання не відбувається. Зазначимо, що монетарне та фіскальне стимулювання може підвищити сукупний попит в короткостроковій перспективі, але такі заходи сприятимуть подальшому зростанню рівня боргу у приватному і державному секторах. Крім того, вважаємо обґрунтованою позицію уряду, що негативний вплив державного боргу на економічне зростання посилює аргументи щодо значного зменшення заборгованості шляхом фіскальної консолідації.

3.2. Удосконалення науково-методичних підходів до оцінки фінансових дисбалансів в Україні

Для визначення ступеня впливу фінансових дисбалансів на економічну систему держави в цілому та на розвиток окремих її складових зокрема необхідним вважаємо оцінювання рівня фінансової незбалансованості. Водночас, зазначимо, що попри

існування значної кількості науково-методичних підходів до ідентифікації та моніторингу фінансових дисбалансів, застосування того чи іншого підходу ґрунтується, в основному, на вивченні лише окремих аспектів їх прояву. Підкреслимо, що дослідження фінансових дисбалансів має важливе значення для визначення стратегічних орієнтирів державної фінансової політики, оскільки дозволяє формалізувати їхній вплив на різні складові макроекономічного розвитку. Безпосередньо для кількісного вимірювання фінансових дисбалансів застосовуються різноманітні індикатори, на основі яких робляться висновки щодо наявності чи відсутності «перебалансування».

Узагальнені та систематизовані чинники фінансової нестабільності, які використовуються для предметного аналізу тенденцій та розпізнавання загроз у фінансовій сфері, містять достатньо широкий пакет індикаторів. Це дозволяє досить повно діагностувати причини нестабільності та кваліфікувати стан національної економіки, в тому числі передкризовий чи кризовий. При цьому, діагностика потенційних фінансових загроз в Україні в повному обсязі не здійснюється. Методика розрахунку рівня економічної безпеки, до складу якої входить і фінансова безпека, має не обов'язковий, а рекомендаційний характер.

Національний банк України використовує Посібник МВФ з фінансової стабільності (для фінансових та нефінансових корпорацій, домогосподарств, фондового ринку)²¹² та оприлюднює статистику індикаторів фінансової стійкості, які розраховує лише по депозитних установах і, частково, кредитуванню нерухомості та розміщує їх на офіційному сайті. Європейська Процедура з макроекономічних дисбалансів в Україні на даний час не застосовується. Результати

²¹² Статистика індикаторів фінансової стійкості [Електронний ресурс] / Офіційний сайт НБУ. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=58001&cat_id=44444.

порівняльного аналізу вітчизняної та зарубіжної практики оцінки фінансових дисбалансів представлено у таблиці 3.12.

Таблиця 3.12

**Індикатори та порогові значення для оцінки
фінансових дисбалансів у країнах ЄС та в Україні***

№ з/п	Ключові індикатори ЄС	Порогові значення для країн ЄС	Близькі за змістом індикатори в Україні	Порогові значення в Україні згідно з Методикою економічної безпеки
1	2	3	4	5
1	Загальний державний борг	60% ВВП	Державний та гарантований державою борг	Від 20 до 60% ВВП
2	Рівень дефіциту бюджету	3% ВВП	Рівень дефіциту/профіциту бюджету	Від 3 до 10% ВВП
3	Величина заборгованості приватного сектору (вартість позик і цінних паперів, окрім акцій), обчислена на консолідованій основі	133% ВВП	Відсутній	Відсутній
4	Річне зростання гармонізованого індексу цін на житло	+ 6%	Рівень інфляції (до грудня попереднього року)	Не більше 12%
5	Обсяг кредитування приватного сектору (нефінансових корпорацій, домогосподарств, некомерційних організацій)	15% ВВП	Питома вага довгострокових кредитів у загальному обсязі наданих кредитів, %	Від 25 до 60%

Продовження таблиці 3.12

1	2	3	4	5
			Частка споживчих кредитів, наданих домогосподарствам, у загальній структурі кредитів, наданих резидентам, %	Від 9% до 21%
	Зміна сукупних зобов'язань фінансового сектору	16,5%	Відсутній	Відсутній
	Чиста міжнародна інвестиційна позиція	- 35% ВВП	Чистий приріст прямих іноземних інвестицій до ВВП	Від 4% до 7% ВВП
	Зміна за 3 останні роки реального ефективного обмінного курсу (РЕОК), обчисленого на основі дефлятора ВВП відносно валют 35 індустріальних країн	Від + 5% до – 5% для країн-членів єврозони; від + 11% до – 11% для всіх інших країн ЄС	Індекс зміни індексу офіційного курсу гривні до долара США, середній за період	Від + 30% до – 10%

**Узагальнено авторами за даними²¹³*

Проте, як цілком доречно зазначає С. Шумська, слабким місцем дослідження фінансових дисбалансів в Україні за методикою, розробленою для європейських країн, є відсутність інформації для вітчизняних розрахунків або, за наявності українських даних, неспівставність останніх з показниками для країн ЄС через різні методики розрахунків Державної служби статистики України та

²¹³ Баліцька В.В. Методичні підходи до оцінки впливу чинників фінансової нестабільності на державні фінанси / В.В. Баліцька, О.В. Короткевич // Інвестиції: практика та досвід. – 2016. – № 17. – С. 9.

Євростату²¹⁴. Так, в Україні відсутні дані щодо зміни індексу цін на житло та сукупного боргу приватного сектору, який враховує заборгованість сектору нефінансових корпорацій, домашніх господарств, а також некомерційних організацій, що обслуговують домашні господарства.

Перейдемо до розробки авторського науково-методичного підходу до оцінювання фінансових дисбалансів через використання індикаторів, що їх характеризують. На наш погляд, порядок проведення оцінки рівня фінансової незбалансованості має складатися із послідовності таких етапів:

1. Визначення переліку показників, що увійдуть до методики оцінки фінансових дисбалансів, а також встановлення їхніх граничних значень.

2. Проведення регулярного моніторингу динаміки індикаторів фінансових дисбалансів та відстеження рівня їх відхилення від оптимальних і порогових значень. Системний аналіз потенційно небезпечних дестабілізуючих чинників.

3. Порівняння підсумків дослідження фінансових дисбалансів із результатами інших емпіричних досліджень (індикаторами фінансової стійкості, рівнем фінансової безпеки тощо).

4. Визначення екзогенних та ендегенних чинників соціально-економічної сфери, що впливають на генерування фінансових дисбалансів.

5. Прогнозування ризиків поширення фінансових дисбалансів та розробка заходів їх нейтралізації.

6. У випадку виявлення значних дисбалансів – розробка стандартизованих алгоритмів їх врегулювання та оцінка ефективності вжитих заходів для досягнення фінансової збалансованості.

²¹⁴ Моделі ідентифікації макроекономічних дисбалансів в Україні: Монографія / за ред. М.І. Скрипниченко. – К.: НАН України, ДУ Інститут економіки та прогнозування НАН України, 2015. – С. 60.

Відповідно до наявних даних та проведених у другому розділі монографічного дослідження розрахунків сформовано максимально повний перелік індикаторів, що не дублюють один одного і стосуються різних аспектів фінансових дисбалансів на початкових етапах їхнього прояву.

Зокрема, до запропонованого нами переліку увійшли наступні індикатори:

- індекс цін на житлову нерухомість (COMP_1);
- індекс фондового ринку (COMP_2);
- зміна за 3 останні роки реального ефективного обмінного курсу, % (COMP_3);
- обсяг кредитування приватного сектору, % ВВП (COMP_4);
- зміна сукупних зобов'язань фінансового сектору, % (COMP_5);
- відношення золотовалютних резервів до короткострокового зовнішнього боргу (COMP_6).

Підсумовуючи, зазначимо, що у даному випадку для отримання інтегрального показника фінансових дисбалансів доцільним, на нашу думку, є застосування методу головних компонент. Цей метод призначений для оцінювання параметрів моделі з мультиколінеарними змінними. Він дозволяє з'ясувати вагомість індикаторів фінансових дисбалансів, що корелюють між собою, в інтегральному індексі їх оцінки.

Сутність методу головних компонент полягає у тому, щоб перетворити множину обраних змінних інтегрального показника фінансових дисбалансів на нову множину попарно некорельованих змінних. Ці змінні будуть входити до сформованого інтегрального показника фінансових дисбалансів. Таким чином, отримаємо ситуацію, в якій перша змінна нової множини відповідає максимально можливій дисперсії, друга – за значенням є меншою тощо. А тому коефіцієнти, отримані для першої головної компоненти, можуть бути використані для формування інтегрального показника

фінансових дисбалансів в економіці держави у кожному конкретному році.

Для реалізації методу головних компонент та подальшого формування інтегрального показника фінансових дисбалансів скористаємося засобами програмного забезпечення Eviews 9.0 – функцією Principal components (табл. 3.13).

Таблиця 3.13

**Результати використання методу головних
компонент для формування інтегрального показника
фінансових дисбалансів***

Компо- нента	Власне значення (Eigenvalue)	Різниця (Difference)	Частка загальної дисперсії (Proportion)	Кумулятивна дисперсія (Cumulative)
1	2,645626	0,930997	0,4409	0,4409
2	1,714629	0,702467	0,2858	0,7267
3	1,012162	0,593602	0,1687	0,8954
4	0,418559	0,266815	0,0698	0,9652
5	0,151744	0,094465	0,0253	0,9905
6	0,057279	-	0,0095	1,0000

**Розраховано авторами*

Власне значення (Eigenvalue) – це показник того, яка частка загальної дисперсії припадає на фактор. Дисперсія є мірою відхилення значень випадкової величини від центру розподілу. Частка загальної дисперсії (Proportion) – це частка фактора в загальній дисперсії досліджуваних показників. Кумулятивна дисперсія (Cumulative) – це кумулятивна частка ролі факторів у загальній дисперсії показників.

Як видно з таблиці 3.13, в якій представлено результати використання методу головних компонент, перша головна

компонента пояснює найбільшу частку дисперсії на рівні 44,09%. Найближче до першої знаходиться друга компонента, однак вона пояснює загальну дисперсію лише на рівні 28,58%. Тому для формування інтегрального показника фінансових дисбалансів використаємо власні значення (Eigenvalues) тільки першої головної компоненти, що представлені в таблиці 3.14.

Таблиця 3.14

**Власні значення головних компонент інтегрального
показника дисбалансів руху фінансових ресурсів***

Змінна	PC 1	PC 2	PC 3	PC 4	PC 5	PC 6
COMP_1	0,5119	0,2917	-0,1752	-0,1575	-0,2811	0,6988
COMP_2	0,4103	-0,0735	0,7327	-0,1129	-0,4517	-0,2958
COMP_3	0,0662	0,6590	0,3612	-0,0030	0,6404	-0,0449
COMP_4	0,2583	-0,6582	0,3157	0,1260	0,4826	0,4231
COMP_5	0,501	0,0024	-0,2590	0,7738	0,0079	-0,2796
COMP_6	0,4969	-0,2047	-0,3677	-0,5897	0,2717	-0,4062

**Розраховано авторами*

Використовуючи власні значення першої головної компоненти з таблиці 3.14, представимо загальний вигляд інтегрального показника фінансових дисбалансів (*ID*) для України у визначеному році *i*. Для цього необхідно просумувати добутки нормалізованих значень за окремими індикаторами (змінними), що характеризують фінансові дисбаланси, з коефіцієнтами відповідно до першої головної компоненти (формула 3.4):

$$ID = 0,5119 \times COMP_1 + 0,4103 \times COMP_2 + 0,0662 \times COMP_3 + \\ + 0,2583 \times COMP_4 + 0,5016 \times COMP_5 + 0,4969 \times COMP_6, (3.4)$$

де COMP_1 – індекс цін на житлову нерухомість;

COMP_2 – індекс фондового ринку;

COMP_3 – зміна за 3 останні роки реального ефективного обмінного курсу, %;

COMP_4 – обсяг кредитування приватного сектору, % ВВП;

COMP_5 – зміна сукупних зобов’язань фінансового сектору, %;

COMP_6 – відношення золотовалютних резервів до короткострокового зовнішнього боргу.

Виходячи з формули 3.4, можемо стверджувати, що всі складові сформованого інтегрального показника фінансових дисбалансів, окрім зміни реального ефективного обмінного курсу та обсягу кредитування приватного сектору, мають приблизно ідентичні значення коефіцієнтів, що свідчить про однакову участь кожного індикатора в інтегральному показникові.

За допомогою формули 3.4 розраховано значення інтегрального показника фінансових дисбалансів для України у 2006–2017 роках. Оскільки нами отримані розрізнені значення, переведемо їх у нормовану шкалу від 0 до 1 за допомогою формули 3.5:

$$ID_i^n = (ID_i - ID_{\min}) / (ID_{\max} - ID_{\min}), \quad (3.5)$$

де ID_i^n – нормалізоване значення інтегрального показника фінансових дисбалансів для i -го періоду (від 0 до 1);

ID_i – вихідне значення інтегрального показника фінансових дисбалансів для i -го періоду;

$ID_{\min}$ – фактичне мінімальне значення інтегрального показника фінансових дисбалансів;

$ID_{\max}$ – фактичне максимальне значення інтегрального показника фінансових дисбалансів.

Отримавши нормалізовану шкалу інтегрального показника фінансових дисбалансів від 0 до 1, необхідно провести градацію цього діапазону на декілька менших для надання характеристики

рівню таких дисбалансів. Для цього пропонуємо скористатися концепцією кuartилів, відповідно до якої шкалу від 0 до 1 розподілимо на чотири інтервали. Акцентуємо увагу на тому, що кuartиль використовується для описування показників, розподіл яких відрізняється від нормального.

Концепція кuartилів передбачає ранжування варіаційного ряду та розподіл його на чотири такі частини:

- 0-0,25 – низький рівень дисбалансів;
- 0,26-0,50 – помірний рівень дисбалансів;
- 0,51-0,75 – високий (значний) рівень дисбалансів;
- 0,76-1,00 – критичний рівень дисбалансів.

Представимо на рис. 3.10 отримані значення інтегрального індикатора фінансових дисбалансів в Україні.

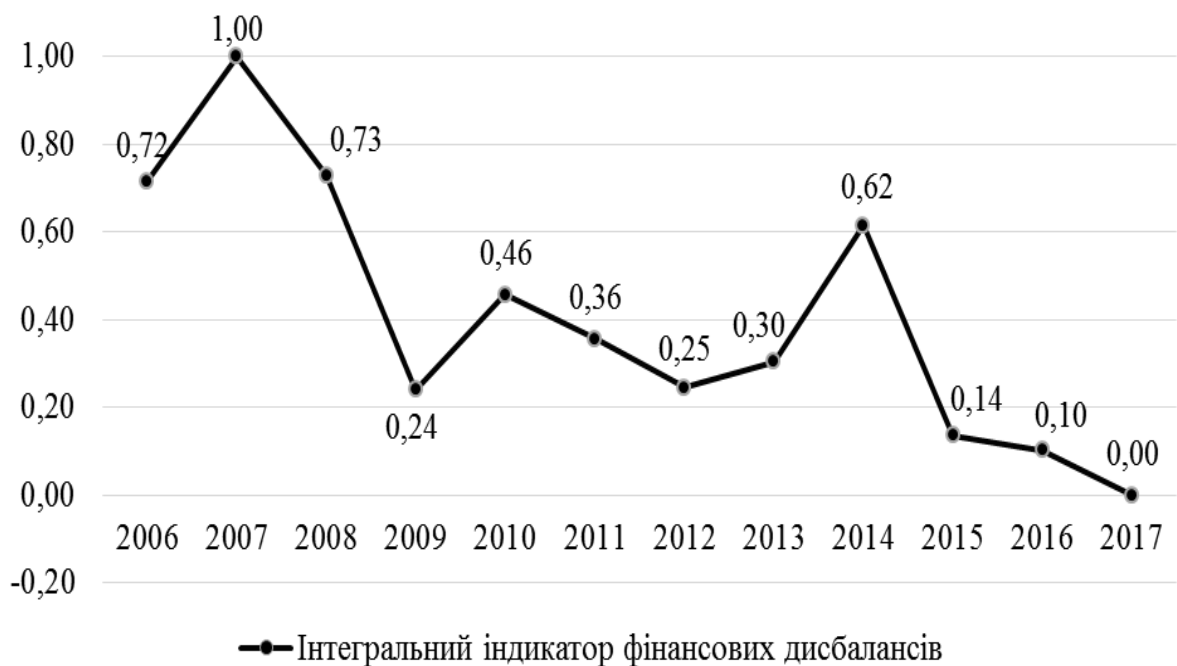


Рис. 3.10. Динаміка інтегрального індикатора фінансових дисбалансів в Україні у 2006–2017 роках*

**Розраховано авторами*

Дані рис. 3.10 засвідчують, що максимальні значення інтегрального індикатора фінансових дисбалансів в Україні зафіксовано у 2007–2008 роках, а мінімальні – у 2009 та 2017 роках.

Водночас, підкреслимо, що інтегральний індикатор фінансових дисбалансів є агрегованим показником збалансованості фінансової системи національної економіки. Він дозволяє виявити негативні зрушення на початкових етапах їхнього прояву, однак, його можливості щодо оцінки накопичених дисбалансів є дещо обмеженими, оскільки надмірна кредитна експансія та цінові дисбаланси лише через певний період часу впливають на структуру балансів економічних суб'єктів та призводять до боргових дисбалансів. Таким чином, фінансові дисбаланси виходять за межі фінансової системи, поширюючись й на інші сектори національної економіки.

Систематизація індикаторів, що характеризують фінансові дисбаланси (табл. 3.15), проведена для подальшого здійснення оцінки стану економічної системи держави. Подібно до Методики розрахунку рівня економічної безпеки України, пропонуємо ранжувати індикатори за п'ятьма критичними характеристиками: оптимальні, задовільні, незадовільні, небезпечні, критичні. Слід підкреслити, що кожний індикатор має свої порогові значення за кожною характеристикою.

Зазначимо, що всі дев'ять перелічених вище індикаторів є відносними та майже половина з них у своєму розрахунку співвідноситься з валовим внутрішнім продуктом.

При розрахунку обраних показників нами отримані досить розрізнені значення, що вимагає здійснення подальшої їх нормалізації та приведення до порівняльного вигляду. Між обраними індикаторами фінансових дисбалансів існують певні зв'язки, що дає підстави стверджувати про наявність мультиколінеарності. Так, наявність зв'язків не виключається між такими показниками як рівень

Таблиця 3.15

**Порогові значення індикаторів фінансових дисбалансів
для проведення оцінки рівня фінансової збалансованості***

№ з/п	Індикатор, одиниця виміру	X ^L _{крит}	X ^L _{небезп}	X ^L _{нездв}	X ^L _{здв}	X ^L _{опт}	X ^R _{опт}	X ^R _{здв}	X ^R _{нездв}	X ^R _{небезп}	X ^R _{крит}
1	Відношення загального обсягу державного боргу до ВВП, %	-	-	-	-	-	20	30	50	60	70
2	Рівень дефіциту СЗДУ, % ВВП	-6	-5	-4	-3	-2	3	5	6	8	10
3	Величина заборгованості приватного сектору, % ВВП	-	-	-	-	-	100	110	120	130	150
4	Річне зростання індексу цін на житло, %	-10	-8	-6	-3	-1	1	3	6	8	10
5	Дефлятор кінцевих споживчих витрат, %	-2	-1	-0,5	1	2	3	4	5	8	12
6	Обсяг кредитування приватного сектору, % ВВП	-18	-15	-8	3	5	8	10	12	15	18
7	Зміна сукупних зобов'язань фінансового сектору, %	-16,5	-12,5	-10,5	-1,5	6,5	8,5	10,5	12,5	16,5	18,5
8	Чиста міжнародна інвестиційна позиція, % ВВП	-40	-35	-20	-10	5	-	-	-	-	-
9	Зміна за 3 останні роки реального ефективного обмінного курсу (РЕОК), %	-15	-11	-5	-4	-3	4	6	8	11	15

*Розроблено авторами

дефіциту бюджету та обсяг державного боргу. У цьому випадку, перший є однією з основних причин, що впливають на рівень другого. Аналогічний зв'язок існує і між обсягом кредитування приватного сектору економіки та величиною його боргу. Водночас, можна говорити про наявність взаємозв'язку між динамікою РЕОК та обсягами боргу приватного і державного секторів, оскільки величина боргу, номінована в іноземній валюті, зростає пропорційно зміні валютного курсу. Необхідно також звернути увагу на зв'язок між показником кредитування приватного сектору та зміною вартості житлової нерухомості. Причиною цього є спрямування частини кредитних коштів на надання іпотечних кредитів, що, відповідно, сприяє підвищенню цін на житлову нерухомість. Натомість, при скороченні кредитного потоку через брак власних ресурсів та складнощі щодо залучення іпотечного кредиту, попит на ринку нерухомості зменшується і, відповідно, знижуються ціни.

На підставі вищезазначеного, вважаємо за доцільне проведення поелементного моніторингу фінансової збалансованості економічної системи шляхом аналізу та оцінки кожного індикатора фінансових дисбалансів у динаміці, оскільки стрімке відхилення одного із показників є сигналом прояву тієї чи іншої форми фінансових дисбалансів. Для цього запропонуємо рейтингову систему оцінки індикаторів фінансових дисбалансів на основі їхніх порогових значень, наведених у таблиці 3.15. Кожному такому значенню буде присвоєно бальну оцінку від 1 до 5 залежно від ступеня критичності (табл. 3.16).

Наведена бальна градація дозволяє не тільки визначити момент виникнення фінансового дисбалансу, а й дає можливість визначити якісний стан економічної системи, ідентифікувати фінансову нестабільність або кризу.

Таблиця 3.16

Бальна оцінка ступеня незбалансованості економічної системи*

№ з/п	Індикатор, одиниця виміру	X ^L _{крит}	X ^L _{небезп}	X ^L _{нездв}	X ^L _{здв}	X ^L _{опт}	X ^R _{опт}	X ^R _{здв}	X ^R _{нездв}	X ^R _{небезп}	X ^R _{крит}
		Криза	Нестійкість	Дисбаланс	Задовільний	Оптимістичний	Оптимістичний	Задовільний	Дисбаланс	Нестійкість	Криза
1	Відношення загального обсягу державного боргу до ВВП	-	-	-	-	-	1	2	3	4	5
2	Рівень фінансування дефіциту бюджету	5	4	3	2	1	1	2	3	4	5
3	Величина заборгованості приватного сектору	-	-	-	-	-	1	2	3	4	5
4	Річне зростання індексу цін на житло	5	4	3	2	1	1	2	3	4	5
5	Дефлятор кінцевих споживчих витрат	5	4	3	2	1	1	2	3	4	5
6	Обсяг кредитування приватного сектору	5	4	3	2	1	1	2	3	4	5
7	Зміна сукупних зобов'язань фінансового сектору	5	4	3	2	1	1	2	3	4	5
8	Чиста міжнародна інвестиційна позиція	5	4	3	2	1	-	-	-	-	-
9	Зміна за 3 останні роки реального ефективного обмінного курсу (РЕОК)	5	4	3	2	1	1	2	3	4	5

*Розроблено авторами

Отже, оцінка рівня фінансової збалансованості економічної системи може коливатися від 9 до 45 балів відповідно. Чим менше значення бальної оцінки, тим більш збалансованим є розвиток економічної системи країни; чим більша бальна оцінка, тим серйознішою є глибина порушень у функціонуванні економічної системи.

Градація ступеня фінансової незбалансованості економічної системи є такою:

- 9-25 балів – відносна збалансованість;
- 26-30 балів – фінансовий дисбаланс;
- 31-35 балів – фінансова нестабільність;
- 37-45 балів – кризові явища.

У таблиці 3.17 проведемо оцінку ступеня фінансової незбалансованості економічної системи в Україні.

Таблиця 3.17

**Оцінка ступеня фінансової незбалансованості
економічної системи в Україні у 2006–2017 роках***

Рік	COMP_1	COMP_2	COMP_3	COMP_4	COMP_5	COMP_6	COMP_7	COMP_8	COMP_9	Сума балів
2006	1	1	1	5	4	1	5	2	4	24
2007	1	3	1	4	5	1	5	2	4	26
2008	1	3	2	5	5	2	5	3	5	31
2009	2	5	2	1	5	2	2	3	5	27
2010	3	3	1	5	4	1	2	2	3	24
2011	3	2	1	2	2	3	2	3	5	25
2012	3	4	1	2	2	3	1	3	1	20
2013	3	4	2	5	1	2	2	4	3	26
2014	4	3	4	5	5	1	4	5	5	36
2015	5	1	3	2	5	4	4	5	5	34
2016	5	1	1	5	5	2	1	5	5	30
2017	5	2	1	4	4	3	2	4	4	29

**Розраховано авторами*

Отже, дослідження рівня фінансової незбалансованості економічної системи в Україні засвідчило наявність тенденцій до її зростання у періоди 2007–2008 та 2014–2015 років і відповідне зниження у посткризовий період розвитку вітчизняної економіки (2010–2012 роки).

Найбільш критичні явища у економіці України відбувалися у 2014 році, а відносно збалансований її стан спостерігався у 2010 та 2012 роках (рис. 3.11).

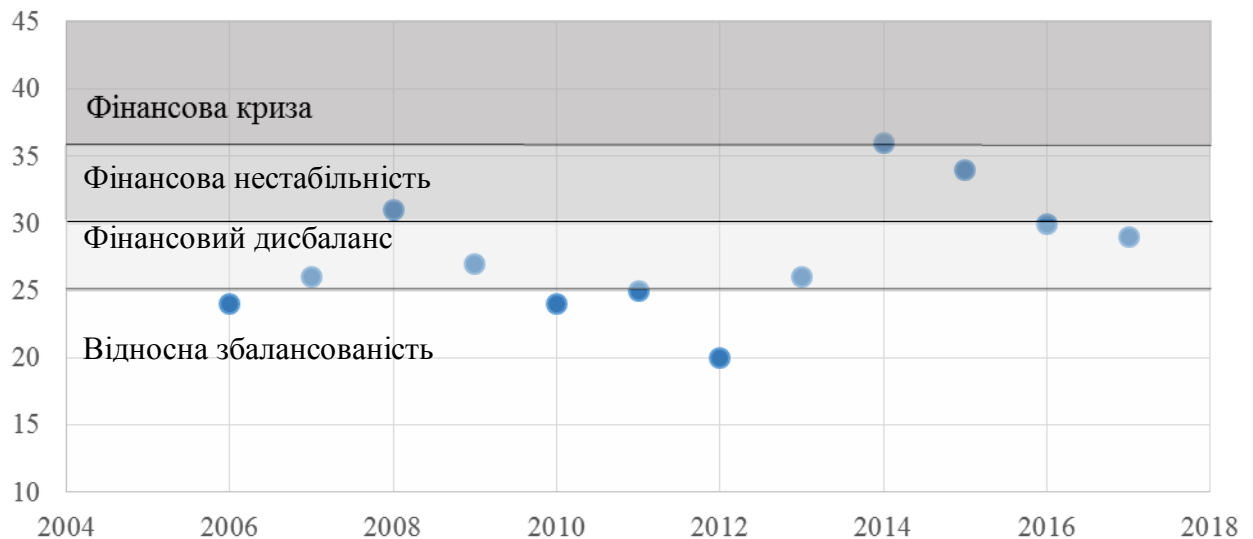


Рис. 3.11. Бальна оцінка ступеня фінансової незбалансованості економічної системи в Україні у 2006–2017 роках*

**Розраховано авторами*

Однак, забезпечення відносної стабільності у 2012 році пов'язане, насамперед, із цілеспрямованими діями уряду щодо штучного підтримання цінової та валютної стабільності за рахунок зниження обсягу золотовалютних резервів та проведення жорсткої монетарної політики задля збереження чинного політичного устрою. Подібний курс підтримувався і протягом 2013 року, створивши передумови для посилення дисбалансів у фіскальній, монетарній та

зовнішньоекономічній сферах, що зрештою, і призвело до незадовільного стану економічної системи, погіршеного ще й військово-політичною ситуацією в державі.

У 2015–2016 роках зниження ступеня фінансової незбалансованості економічної системи в Україні переважно обумовлено стабілізацією у приватному та фінансовому секторах: зниженням рівня боргу приватного сектору, очищенням банківської системи від проблемних установ, пожвавленням економічної активності, виходом вітчизняних виробників на нові ринки збуту тощо. Здебільшого цього вдалося досягти за рахунок розширення бюджетних видатків, що у підсумку позитивно відобразилося на показниках фіскальної сфери.

Наступним важливим етапом застосування методики оцінки фінансових дисбалансів вважаємо визначення екзогенних та ендогенних чинників соціально-економічної сфери, що впливають на генерування фінансових дисбалансів. Зокрема, варто виділити чинники, які сприяють відновленню збалансованого розвитку економічної системи (стимулюючі), і чинники, що є дестимуляторами та призводять до виникнення і поширення фінансових дисбалансів (рис. 3.12).

Зазначимо, що деякі чинники можуть одночасно бути як стимуляторами, так і дестимуляторами. Наприклад, на стадії пожвавлення економічного циклу ймовірність виникнення фінансових дисбалансів є незначною, а поліпшення фінансових результатів економічних суб'єктів сприяє врегулюванню попередньо накопичених фінансових проблем.

Натомість, на фазі спаду генерування фінансових дисбалансів є неодмінною умовою розвитку економіки, адже при скороченні сукупного попиту пропозиція залишається на незмінному рівні. Кількість товарів на ринку не відповідає купівельній спроможності, однак обсяг виробництва ще певний час не зменшується. Відбувається переривання механізму кругообігу капіталу через

відсутність ліквідних коштів для покриття зобов'язань з наступним переростанням у кризу неплатежів. Зрештою, це призводить до швидкого згортання виробництва, що зумовлює підвищення рівня безробіття і подальшого зниження купівельної спроможності суспільства. Наступним етапом є масове банкрутство підприємств та фінансових установ.



**Рис. 3.12. Екзогенні та ендогенні чинники
генерування фінансових дисбалансів***

*Узагальнено авторами

Аналогічно, і посилення ступеня інтегрованості національної економіки у світову має неоднозначний вплив. З одного боку, значний рівень інтеграції відкриває нові можливості для розширення економічної діяльності; з іншого, будь-які несприятливі зміни кон'юнктури зовнішніх ринків матимуть значно більші негативні наслідки для відкритої економіки.

Крім того, важливу роль в дослідженні рівня фінансової незбалансованості відіграють інституціонально-організаційні чинники функціонування економічної системи та їхній вплив на суспільний розвиток, однак їх складно формалізувати та оцінити у вигляді конкретних індикаторів. Тому врахування інституціональних особливостей економічної системи держави є одним із ключових напрямів розбудови методики оцінювання фінансових дисбалансів в Україні та визначення їхнього впливу на макроекономічний розвиток і фінансову стабільність у довгостроковій перспективі.

Своєчасна та коректна оцінка потенційних і наявних чинників генерування фінансових дисбалансів дозволяє перейти до наступного етапу визначення рівня фінансової незбалансованості економічної системи, що пов'язаний із прогнозуванням ризиків поширення фінансових дисбалансів та розробкою заходів щодо їх нейтралізації. У випадку неможливості запобігання поширенню фінансових дисбалансів, необхідною вбачаємо реалізацію державної регуляторної політики щодо зменшення їх негативних наслідків.

3.3. Перспективні напрями розбудови системи регулювання фінансових дисбалансів в українських реаліях

Негативні тенденції в українській економіці останніх років свідчать про необхідність пошуку шляхів відновлення балансу у фінансовій сфері, оскільки ступень накопичених фінансових дисбалансів є критичним, а сучасні глобальні виклики потребують

високого рівня конкурентних переваг національної економіки, що неможливо без досягнення фінансової стабільності вітчизняної економічної системи.

Слушною в цьому контексті, на наш погляд, є думка Г. Шиназі, який зазначає, що можливості досягнення та підтримання фінансової стабільності певною мірою залежать від структури та рівня розвитку фінансової системи. Вважається, що країни з більш розвиненими фінансовими системами мають більш широкий арсенал інструментів моніторингу та регулювання фінансових дисбалансів²¹⁵.

Ми підтримуємо позицію Г. Шиназі про те, що у випадку досить ефективного виконання системою основних функцій, виникнення проблем з одним із її компонентів не обов'язково несе загрозу загальній стабільності системи²¹⁶. Розуміння фінансової стабільності, на наше переконання, доцільно асоціювати з таким станом економічної системи, за якого всі елементи працюють з максимальною або близькою до максимальної ефективністю. Тобто стабільна економічна система має здатність обмежувати й усувати диспропорції за допомогою механізмів самокоректування, перш ніж вони призведуть до виникнення кризи, і дозволяє національній валюті виконувати роль засобу здійснення операцій, розрахункової одиниці і засобу заощадження. Нарешті, економічна система повинна бути гнучкою, здатною адаптуватися до можливих викликів. В окремих випадках, негативні фінансові результати діяльності або закриття фінансової установи, зростання волатильності або значна корекція на фінансових ринках можуть бути свідченням посилення конкуренції або реакції на нову інформацію, і навіть – ознакою міцності економічної системи.

²¹⁵ Schinasi G. Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice / G.J. Schinasi. – Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2005. – P. 12.

²¹⁶ Там само. С. 2.

Варто зазначити, що фінансова стабільність як стан, що є протилежним фінансовим дисбалансам, все ж не означає незмінність чи статичність економічної системи. Фінансова стабільність, за своєю суттю, є певними умовами, в яких здійснюють свою діяльність економічні суб'єкти, що перебувають у тісному зв'язку та взаємозалежності. Фінансова стабільність, крім того, містить поняття фінансової стійкості за рахунок чіткого законодавчого закріплення превентивних заходів подолання незбалансованості. А у випадках виникнення та поширення окремих проявів фінансових дисбалансів, своєчасні корекційні заходи з боку державних регуляторних органів є неодмінною складовою забезпечення фінансової стабільності економічної системи (рис. 3.13).



Рис. 3.13. Складові фінансової стабільності економічної системи*

**Розроблено авторами*

Ключовою умовою досягнення та забезпечення фінансової стабільності є побудова цілісного механізму регулювання фінансових дисбалансів. Цей механізм об'єднує в собі елементи аналізу і відповідні заходи державної політики та дозволяє регуляторним органам оцінювати фінансові дисбаланси на основі макроекономічних і грошово-кредитних показників, інформації про фінансові ринки та даних, отриманих у ході моніторингу і регулювання.

Основне завдання держави у побудові цілісного механізму регулювання фінансових дисбалансів полягає в створенні послідовної структури аналізу аспектів фінансової стабільності з метою:

- а) раннього виявлення потенційних чинників вразливості для упередження знижувальної корекції на ринках, виникнення проблем ліквідності та платоспроможності у фінансових та нефінансових установах або відмови елементів фінансової інфраструктури;
- б) вжиття превентивних та своєчасних заходів задля уникнення фінансової нестабільності;
- в) відновлення стабільності економічної системи держави, якщо застосування превентивних заходів у відповідь виявиться невдалим.

Так, Г. Шиназі до інструментів, що дозволяють запобігти нарощуванню диспропорцій у економічній системі, відносить: ринкову дисципліну, офіційне регулювання, нагляд, спостереження та зв'язок, ефективну макроекономічну політику²¹⁷. Однак, на нашу думку, вищезазначений перелік інструментів доцільно доповнити заходами корекції та врегулювання диспропорцій, що виникли.

На переконання Г. Шиназі, ринкова дисципліна пов'язана із процесом розкриття інформації фінансовими та нефінансовими установами. Доступність, повнота та достовірність інформації дозволяє всім учасникам ринку повною мірою оцінити діяльність

²¹⁷ Schinasi G. Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice / G.J. Schinasi. – Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2005. – P. 14.

суб'єктів ринку, наявні та потенційні ризики та прийняти більш ефективне рішення щодо можливості інвестування капіталу. Ми цілком поділяємо точку зору вченого стосовно необхідності якомога ширшого та прозорішого розкриття інформації про діяльність інституційних секторів економіки.

Під регулюванням фінансового сектору економіки в науковій літературі, зазвичай, розуміють процес створення та підтримки певних норм і правил діяльності фінансових установ²¹⁸. Нагляд визначається як форма діяльності уповноважених (державних) органів щодо забезпечення законності, прозорості та стабільності функціонування установ фінансового сектору економіки. У науковій літературі застосовується поняття «пруденційний нагляд», що дослівно означає «обережний, розсудливий, далекоглядний» та дозволяє вчасно виявляти ускладнення і проблеми фінансових інститутів, пов'язані з їхньою надійністю, ліквідністю, ризиками, ефективністю діяльності, а також якістю та ефективністю менеджменту²¹⁹.

Отже, вважаємо, що нагляд, як інструмент подолання фінансових дисбалансів, є частиною процесу регулювання, що спрямована на всебічний аналіз та оцінку діяльності фінансових установ. Під регулюванням розуміємо встановлення конкретизованого переліку вимог та правил діяльності як окремо взятої фінансової інституції, так і економічної системи в цілому, та забезпечення їх дотримання.

Регулювання фінансових дисбалансів здійснюється шляхом застосування інструментів різних видів макроекономічної політики. Так, Д. Шунмейкер та П. Вірц схематично показують, що в реальній практиці інструменти і напрями різних видів політики взаємозалежні (рис. 3.14).

²¹⁸ Луняков О.В. Формування, аналіз та регулювання дисбалансів у фінансовому секторі економіки України: дис. ... д-ра екон. наук: 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / Олег Володимирович Луняков. – Суми: ДВНЗ «Укр. акад. банк. справи Нац. банку України», 2013. – С. 188.

²¹⁹ Там само. С. 324.

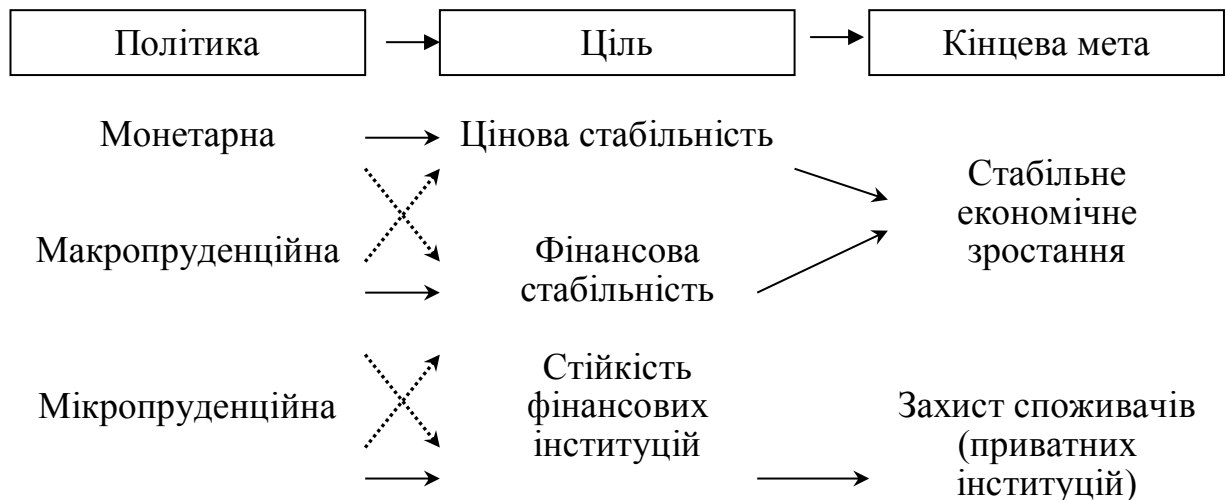


Рис. 3.14. Напрями монетарної, макропруденційної та мікропруденційної політики²²⁰

Підкреслимо, що цінова та фінансова стабільність є взаємоузгодженими в забезпеченні стабільного економічного зростання. Відсутність цінових викривлень на фінансових ринках сприяє фінансовій стабільності та пом'якшує дію циклічних коливань в економічній системі. Однак забезпечення цінової стабільності не є достатнім для досягнення загальної макроекономічної стабільності. Тому, на нашу думку, лише монетарне регулювання фінансових дисбалансів є недостатнім, воно повинно поєднуватися з пруденційними заходами на мікро- та макрорівнях.

Мікропруденційний підхід розглядає ризик як екзогенне явище, що має місце в діяльності кожної окремо взятої фінансової інституції або групи фінансових інституцій. У практиці більшості країн нагляд національних регуляторів зосереджений переважно на мікрорівні, адже основою стабільності економічної системи вважається стабільність функціонування окремої фінансової інституції.

²²⁰ Schoenmaker D. Macroprudential Policy: The Need for a Coherent Policy Framework [Electronic resource] / D. Schoenmaker, P. Wierts // DSF Policy Paper. – 2011. – № 13. – Access mode: <http://www.dsf.nl/wp-content/uploads/2014/10/DSF-policy-paper-No-13-Macroprudential.pdf>.

Натомість, макропруденційний нагляд передбачає здійснення аналізу ризиків, що виникають у процесі функціонування усієї системи, що іманентно схильна до дії потенційних шоків. Крім цього, аналізуються можливі наслідки поширення проблем у фінансовій сфері та їхній вплив на макроекономічну динаміку²²¹.

Слушною є думка О. Лунякова, який вважає, що регулювання фінансових дисбалансів повинно будуватися на системному підході, заснованому на гармонізації макроекономічної (монетарної, фіскальної, макропруденційної) і мікропруденційної політики. Таке поєднання регулятивних заходів дозволить стримати фінансові буми, знизити ступінь вразливості національної економіки від шоків, а також створити поле для маневрів в імплементації всіх видів макроекономічної політики, спрямованих на мінімізацію економічних втрат в умовах циклічних спадів. Отже, ефективна макроекономічна політика полягає у симбіозі монетарної, фіскальної та пруденційної політики²²².

На наш погляд, поєднання макропруденційної та мікропруденційної політики дозволяє своєчасно ідентифікувати системні ризики. Зосередження уваги лише на мікропруденційному нагляді, на нашу думку, є дещо обмеженим, адже негативні результати діяльності окремо взятих інституцій не є сигналом дестабілізації усієї системи, а можуть, навпаки, свідчити про адаптацію економічної системи до нових умов діяльності через «відсіювання» найбільш вразливих та малоефективних суб'єктів ринку. Водночас, макропруденційна політика повинна спрямовуватися на обмеження зростання обсягів кредитування і ліквідності, хоча іноді це може призвести до небажаного скорочення

²²¹ Луняков О.В. Формування, аналіз та регулювання дисбалансів у фінансовому секторі економіки України: дис. ... д-ра екон. наук: 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / Олег Володимирович Луняков. – Суми: ДВНЗ «Укр. акад. банк. справи Нац. банку України», 2013. – С. 203-204.

²²² Там само. С. 201.

сукупної економічної активності, а також до збільшення ризику зниження цінової стабільності. Для економіки України важливою складовою забезпечення цінової та фінансової стабільності є обов'язкова координація монетарної та фіскальної політики, оскільки відсутність такої координації буде знижувати ефективність інструментів грошово-кредитного регулювання.

Розроблення процедури ідентифікації фінансових дисбалансів у вітчизняній практиці має супроводжуватися комплексом відповідних заходів щодо їх регулювання. Для цього необхідним вбачаємо побудову системи регулювання фінансових дисбалансів (рис. 3.15).

Систему регулювання фінансових дисбалансів в економіці держави визначимо як комплекс заходів та інструментів впливу уповноважених органів державної влади на попередження/мінімізацію/подолання негативних наслідків фінансових дисбалансів. Зважаючи на виокремлені форми фінансових дисбалансів, доцільним є здійснення регулювання за трьома напрямками: регулювання дисбалансів фінансових потоків, регулювання цінових дисбалансів, регулювання боргових дисбалансів.

Основною метою регулювання дисбалансів фінансових потоків вважаємо забезпечення відповідності між розвитком фінансового та реального секторів, оскільки надмірна активізація руху фінансових потоків спричиняє фінансіалізацію економіки, посилюючи роль фінансового сектору, та, відповідно, зменшуючи значення реального сектору.

Зважаючи на банкоцентричну модель економічної системи України та нерозвиненість фінансових ринків, основними напрямками регулювання дисбалансів фінансових потоків, на нашу думку, є:

– регулювання попиту на фінансові ресурси шляхом запровадження гнучкої процентної політики Національного банку України, спрямованої на згладжування «кредитних бумів» та «кредитних стиснень»;



Рис. 3.15. Організаційна структура системи регулювання фінансових дисбалансів в Україні*

**Розроблено авторами*

– підвищення ефективності банківського нагляду та регулювання через запровадження процедур оцінки потенційних ризиків, удосконалення системи раннього виявлення негативних тенденцій в діяльності банківських установ та попередження їх поширення;

– забезпечення умов для зростання частки довгострокових кредитів через відповідне підвищення якості корпоративного управління та недопущення фінансових махінацій;

– оптимізація присутності іноземного капіталу в банківській системі України, унеможливлення монополії іноземного банківського капіталу й зниження якості банківських активів;

– захист інтересів суб'єктів фінансових відносин та забезпечення досконалої конкуренції на фінансових ринках, їх відкритості та інтегрованості в глобальний світогосподарський простір;

– застосування фіскальних інструментів стримування надмірної кредитної експансії та стимулювання низької кредитної активності, зокрема, шляхом відповідного підвищення чи зниження рівня ставок прибуткових податків у частині оподаткування кредитних операцій та процентних доходів по вкладах.

Регулювання цінових дисбалансів, на нашу думку, має відбуватися за такими основними напрямками:

– підтримання оптимального рівня темпів інфляції в контексті забезпечення сталого розвитку економіки;

– зниження рівня доларизації економіки, поступове скорочення кредитування в іноземній валюті.

Дослідження рівня збалансованості економічної системи України дозволило констатувати, що найбільш критична ситуація склалася у сфері боргових фінансів. Зростання бюджетного дефіциту, фінансування якого переважно здійснювалося за рахунок позикових операцій, призвело до утворення і нагромадження значного обсягу державного боргу, який, за сучасних реалій нераціонального використання запозичених коштів став загрозою для системи державних фінансів та додатковим чинником фінансової нестабільності.

У цьому контексті однією із складових відновлення збалансованості системи державних фінансів та макроекономічної стабільності вважаємо фіскальну консолідацію. Узагальнюючи науковий доробок вітчизняної та зарубіжної економічної думки, пропонуємо розглядати фіскальну консолідацію як цілеспрямовані заходи уряду щодо оптимізації збалансованості бюджетного сектору, за умов використання коінтегрованих інструментів у вигляді бюджетних ресурсів, бюджетних витрат, дефіциту бюджету та державного боргу у середньостроковій перспективі, для забезпечення макроекономічної стабільності і максимізації суспільного добробуту. На відміну від існуючих підходів, ми не обмежуємо сферу дії фіскальної консолідації лише скороченням бюджетного дефіциту та державного боргу і наголошуємо на ключовій ролі фіскальної консолідації у забезпеченні фінансової стабільності економічної системи держави.

Схематично процес реалізації фіскальної консолідації представлено на рис. 3.16.

На відміну від більшості підходів, вважаємо за доцільне у якості інструментів фіскальної консолідації використовувати бюджетні ресурси, а не доходи бюджету, оскільки останні є більш вузьким поняттям. Бюджетні ресурси, на нашу думку, варто розглядати як частину фінансових ресурсів держави, що поновлюються в процесі її економічної діяльності у результаті розподілу та перерозподілу частини вартості валового внутрішнього продукту, національного багатства, зовнішніх джерел фінансування бюджету, матеріалізуються у грошових потоках, виявляються у формі платежів до бюджету та концентруються у бюджетному фонді держави з метою асекурації неперервності розширеного відтворення та забезпечення виконання нею суспільних функцій²²³. Тобто бюджетні

²²³ Сідельникова Л.П. Податково-боргові стратегії формування бюджетних ресурсів держави: дис. ... д-ра екон. наук: 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / Лариса Петрівна Сідельникова. – Тернопіль: ТНЕУ, 2015. – С. 11.

ресурси держави складаються з фінансових ресурсів, залучених до бюджетів всіх рівнів податковим, неподатковим, трансфертним, кредитним та емісійним методами.

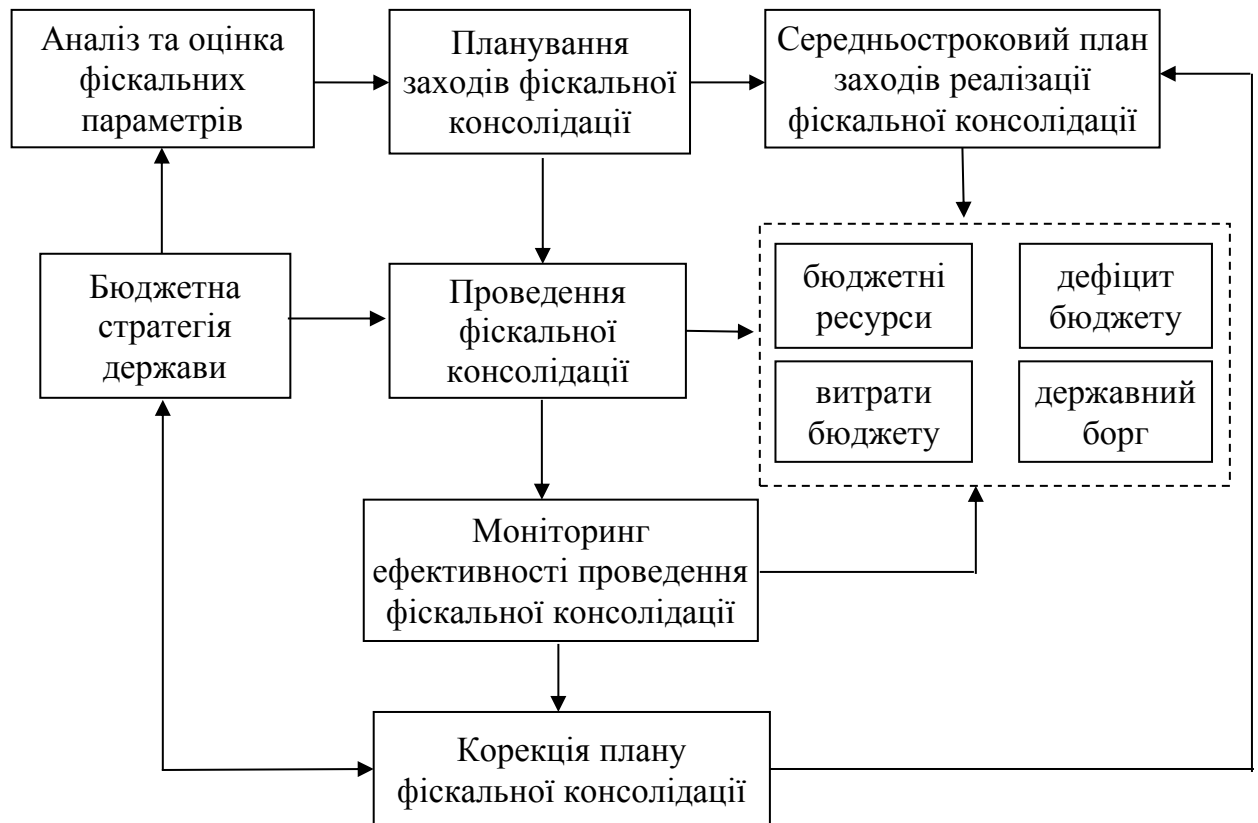


Рис. 3.16. Процес реалізації фінансової консолідації*

**Розроблено авторами*

Виходячи із завдань бюджетної стратегії держави і на основі оцінки та аналізу її основних фінансових параметрів, відбувається визначення цільових орієнтирів проведення фінансової консолідації, що формалізуються у вигляді законодавчо затвердженого середньострокового плану.

На етапі безпосереднього застосування коінтегрованих інструментів фінансової консолідації необхідно провести моніторинг їхньої ефективності та макроекономічних наслідків із подальшим внесенням коректив у разі виявлення відхилень від очікуваних

результатів чи зміни зовнішніх умов. Важливим аспектом дослідження ефективності фіскальної консолідації є визначення моменту настання ефекту від запроваджених заходів.

Підсумовуючи напрацювання зарубіжних економістів щодо початку дії фіскальної консолідації, виокремимо два основні підходи (рис. 3.17).



**Рис. 3.17. Зарубіжні підходи до визначення початку дії
фіскальної консолідації***

**Складено авторами за даними²²⁴*

²²⁴ Колісник О. Фіскальна консолідація в системі антикризових заходів макроекономічного регулювання / О. Колісник, О. Прутський // Схід. – 2010. – № 7 (107). – С. 57.

Таким чином, західна наукова думка початком дії фінансової консолідації переважно вважає відповідне скорочення бюджетного дефіциту або циклічно зваженого дефіциту, залишаючи без уваги боргове питання, що, на наш погляд, обмежує ефекти від заходів фінансової консолідації. Оцінка практики проведення фінансової консолідації фахівцями Міжнародного валютного фонду доводить отримання незначних ефектів від її реалізації. Як правило, поліпшення сальдо бюджетного балансу у середньостроковій перспективі складає 1,5% ВВП. Успішність політики фінансової консолідації залежить від низки чинників, які можна об'єднати у чотири ключові групи: 1) структура і термін фінансової консолідації; 2) політичні та інституціональні чинники; 3) монетарні чинники; 4) раціональні очікування²²⁵. Зазначене, на нашу думку, досить ґрунтовно окреслює чинники ефективності фінансової консолідації.

Отже, ефективність реалізації фінансової консолідації щодо забезпечення стабільного та стійкого функціонування системи державних фінансів характеризується такими умовами:

- оптимізація фінансового навантаження на рівні, що не обмежуватиме діяльність бізнесу та відповідає потребам фінансування функцій держави;
- фіксація бюджетного дефіциту в обсягах, що не перевищують величину капітальних видатків бюджету;
- забезпечення платоспроможності держави (тут варто розглядати не тільки погашення та обслуговування зобов'язань, а й можливості щодо їх рефінансування і реструктуризації);
- збалансування боргового навантаження на державні фінанси.

Українська економіка накопичила значний обсяг державного боргу, обслуговування та погашення якого ускладнено економічними

²²⁵ Длугопольський О.В. Фінансова консолідація як реакція на світову фінансово-економічну кризу: особливості застосування правил і норм у країнах ЄС та Латинської Америки / О.В. Длугопольський // Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка». – 2013. – Вип. 23. – С. 30.

і військово-політичними чинниками. Вирішення цієї проблеми вбачаємо у посиленні ефективності державного боргового менеджменту.

У «Настановах по управлінню державним боргом», підготовлених фахівцями Міжнародного валютного фонду та Світового банку, управління державним боргом визначається як «процес розробки та виконання стратегії управління заборгованістю органів державного управління, яка дозволить залучити необхідну суму фінансування, виконати цільові установки уряду стосовно ступеня ризику і витрат, а також вирішить будь-які інші завдання, поставлені урядом у сфері управління державним боргом»²²⁶.

За визначенням експертів Світового банку, ефективне управління державним боргом передбачає три специфічні взаємопов'язані процеси:

- вибір придатного виду фінансування;
- рішення про розмір запозичень;
- ведення повної і своєчасної звітності про структуру і обсяг державного боргу.

Варто однозначно погодитися з тим, що важливим, проте не основним, критерієм ефективності операцій з державним боргом є досягнення економії коштів державного бюджету.

У вітчизняній практиці спроби законодавчого визначення поняття «управління державним боргом» наведені у Наказі Міністерства фінансів України від 28.01.2004 року № 42 «Про затвердження Порядку відображення операцій, пов'язаних з державним та гарантованим державою боргом, при плануванні та виконанні державного бюджету»: «управління державним боргом та

²²⁶ Про результати аналізу ефективності заходів, передбачених Законом України «Про Державний бюджет України на 2003 рік», щодо управління державним боргом. Вип. 11 [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Рахункової палати України. – Режим доступу: http://www.ac-rada.gov.ua/control/main/uk/publish/article/48564#_To5.

гарантованим державою боргом – це сукупність заходів, що здійснюються державою, пов'язаних із утворенням, обслуговуванням та погашенням державного й гарантованого державою боргу та спрямованих на зменшення ризиків, оптимізацію витрат і структури при здійсненні державних запозичень та наданні державних гарантій»²²⁷.

У вітчизняних теоретичних дослідженнях управління державним боргом переважно трактують, як певну сукупність заходів із залучення позикових коштів, їх розміщення та погашення при мінімальних ризиках та оптимальних витратах з обов'язковою умовою забезпечення платоспроможності держави. Водночас, не враховуються напрями оптимізації впливу державних запозичень та державного боргу на економічну систему держави.

Підсумовуючи вищевикладене, пропонуємо визначити поняття «управління державним боргом» як комплекс заходів органів державної влади, пов'язаних із залученням фінансових ресурсів на умовах державного кредиту, їх розміщенням, обслуговуванням та погашенням і спрямованих на забезпечення фінансової стабільності економічної системи держави.

Загалом же процес управління державним боргом можна представити як певну систему, структура якої наведена на рис. 3.18.

Початковим елементом системи управління державним боргом є боргове планування та прогнозування, як складова фінансового планування розвитку держави, що спрямоване на розроблення і визначення перспективних джерел та обсягів державних запозичень для фінансування державних потреб у середньостроковій перспективі.

²²⁷ Наказ Міністерства фінансів України «Про затвердження Порядку відображення операцій, пов'язаних з державним боргом, при плануванні та виконанні державного бюджету» від 28.01.2004 року № 42 [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Верховної Ради України. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0228-04>.



Рис. 3.18. Структура системи управління державним боргом*

**Розроблено авторами*

Наступним елементом системи управління державним боргом є безпосередньо процес залучення позикових коштів на умовах державного кредиту та їх розміщення (розподіл на потреби держави).

Обслуговування та погашення державного боргу – кінцевий елемент системи управління ним, проте він не є завершальним етапом, адже наявні обсяг і структура боргових зобов'язань держави визначають подальший процес боргового планування і прогнозування.

Уся система елементів управління державним боргом знаходиться під впливом таких детермінант: інституційного, інформаційного та нормативно-правового забезпечення, фінансово-економічних інструментів, методів управління державним боргом, системи оцінки боргової безпеки.

Інституційне забезпечення поєднує органи управління та контролю у сфері державного боргу. Контроль у цьому разі здійснюється з метою спостереження і перевірки відповідності процесу функціонування управлінського об'єкта прийнятим управлінським рішенням.

Згідно з чинним законодавством, до інституційної системи регулювання державного боргу належать Верховна Рада України, Міністерство фінансів України, Державна казначейська служба України, Національний банк України, Державна аудиторська служба України, Рахункова палата України.

Інформаційне забезпечення представлене, передусім, інформаційними потоками між елементами системи управління державним боргом. Основним завданням формування ефективних потоків вхідної і вихідної інформації є надання оперативних та достовірних даних про державні боргові зобов'язання для прийняття оперативних і стратегічних управлінських рішень у сфері боргової політики держави.

Наразі вихідним нормативно-правовим документом у сфері державної боргової політики є затверджена Наказом Міністерства фінансів України «Програма управління державним боргом на 2018 рік» від 31.01.2018 року № 69. У Програмі зазначаються конкретні суми коштів, що будуть залучені на позикових умовах; боргові

інструменти, які будуть використані; основні характеристики структури державного боргу тощо²²⁸.

Іншим прикладом нормативного акту у сфері державного боргового менеджменту є Постанова Кабінету Міністрів України «Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2018–2020 роки» від 22.08.2018 року № 883, проте вона передбачає встановлення лише граничних показників державного боргу і містить тільки загальні завдання, не визначаючи конкретних заходів щодо досягнення встановлених показників²²⁹. Аналогічні стратегії затверджувалися і раніше та були розраховані на період 2011–2013, 2012–2014 і 2013–2015 років, проте не виправдали себе, оскільки встановлені показники не були досягнуті вже за результатами першого бюджетного року.

Фінансово-економічні інструменти у своїй сукупності є засобами, що використовують органи державного управління для впливу на розвиток фінансових процесів з метою досягнення поставлених завдань. Кожен інструмент має певну характеристику і виконує конкретну функцію, допомагає регулювати та коректувати фінансові відносини. Зокрема, у контексті управління державним боргом до них можна віднести: відсоткові ставки за державними запозиченнями, види кредитів, котирування валютних курсів тощо.

Методи управління державним боргом – це засоби впливу фінансово-економічних заходів та інструментів на процеси, що відбуваються на ринку державних запозичень. Основними методами управління державним боргом є: конверсія, рефінансування,

²²⁸ Наказ Міністерства фінансів України «Програма управління державним боргом на 2018 рік» від 31.01.2018 року № 69 [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Верховної Ради України. – Режим доступу: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v0069201-18>.

²²⁹ Постанова Кабінету Міністрів України «Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2018-2020 роки» від 22.08.2018 року № 883 [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Міністерства фінансів України. – Режим доступу: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/883-2018-п>.

уніфікація, обмін облігацій за регресивним співвідношенням, відстрочення погашення, анулювання позики.

Акцентуємо увагу, що стрижнем усього процесу управління державним боргом є система оцінки боргової безпеки держави. Пропонуємо трактувати поняття «боргова безпека держави», як певний рівень державної заборгованості, співвідношення її складових, вартості обслуговування та обсягів погашення, що дозволяє уникнути виникнення дисбалансів у системі державних фінансів і забезпечити сталий економічний розвиток країни. Виявом порушення боргової безпеки держави є виникнення боргових криз, основними ознаками яких є перевищення економічно безпечних обсягів державного боргу, труднощі із обслуговуванням та погашенням державних боргових зобов'язань.

Підсумовуючи вищевикладене, наголосимо, що виникнення боргових ускладнень є прямою загрозою не тільки для системи державних фінансів будь-якої країни. Боргові ризики становлять небезпеку і для банківського сектору, валютного та інвестиційного ринків, платіжного балансу країни. Необхідність розробки та впровадження системи ідентифікації імовірних загроз борговій безпеці держави є очевидною, оскільки завчасно виявлені детермінанти боргової кризи дозволяють забезпечити оперативне внесення коректив у чинну фіскальну та монетарну політику.

У контексті актуалізації питань формування та успішної імплементації муніципальної боргової політики, як складової державного боргового менеджменту, необхідною є розбудова ринку місцевих запозичень в Україні. Так, основними джерелами запозичення фінансових ресурсів для органів місцевого самоврядування є позики від національного уряду, місцевих, регіональних та загальнодержавних фінансових інституцій, кошти від розміщення облігаційних позик чи євробондів на фінансових ринках. Однак такі запозичення, як правило, не є високодохідними та привабливими для потенційних інвесторів. А обмежені можливості

щодо здійснення муніципальних запозичень стримують вирішення проблем покращення інфраструктури міст, створення нових робочих місць, стимулювання інвестиційної діяльності в регіоні тощо, що, в кінцевому підсумку, негативно впливає на економічний розвиток території та, зрештою, збільшує залежність місцевого самоврядування від трансфертів з бюджетів вищого рівня. Вирішення цієї проблеми полягає, насамперед, у забезпеченні відповідності ставок за місцевими облігаціями ставкам, що пропонують банки. Крім того, на загальнодержавному рівні мають бути створені умови для подолання недовіри приватних інвесторів до інституту державних та муніципальних запозичень.

Таким чином, система управління державним боргом України має орієнтуватися на довгострокові стратегічні інтереси національної економіки. Першочерговими кроками становлення ефективного державного боргового менеджменту у нашій країні повинні стати:

- прийняття відповідної законодавчої бази, де б закріплювалися вихідні положення боргової політики держави (Закону України «Про державний борг», середньострокової боргової стратегії з урахуванням впливу внутрішніх та зовнішніх боргових ризиків);
- розроблення системи ризик-менеджменту державного боргу, в тому числі з використанням методик міжнародних фінансових організацій;
- оптимізація співвідношення обсягів, структури, вартості та джерел погашення державного боргу, зокрема: частка державного боргу, номінованого в іноземній валюті, не повинна перевищувати 50% загального обсягу державного боргу, а частка боргу із фіксованою відсотковою ставкою має становити не менше 70%;
- введення обмежень на надання державних гарантій, а також заборони органам державної влади надавати кредити і позики з державного бюджету на період приведення державного боргу України до визначеного Бюджетним кодексом граничного рівня у 60% ВВП;

- удосконалення процедур контролю за корпоративною заборгованістю та підвищення результативності фінансового управління державними компаніями в частині контролю за цільовим спрямуванням і обґрунтованістю джерел погашення гарантованих державою кредитів;

- розвиток вітчизняного ринку цінних паперів, зокрема, вторинного ринку боргових державних цінних паперів для забезпечення їхньої ліквідності, повноцінності та привабливості як для нерезидентів, так і для населення;

- розвиток альтернативних банківським механізмів нагромадження та заощадження коштів громадянами за рахунок впровадження другого рівня обов'язкової та розвитку третього рівня добровільної накопичувальної пенсійної системи, що у перспективі дозволить зменшити рівень боргового навантаження на державні фінанси;

- застосування боргового планування і прогнозування в поєднанні з бюджетним та макроекономічним плануванням і прогнозуванням, запровадження планування державних інвестицій не тільки в межах щорічного бюджету, але й у довгостроковій перспективі на 5-10 років. Крім того, важливе місце необхідно відвести оцінці ефективності державних інвестицій та доцільності їх здійснення. Такі заходи дозволять уникнути виникнення кризових боргових ситуацій і мінімізувати бюджетні видатки на обслуговування державного боргу та бюджетні витрати на його погашення.

Таким чином, першочерговим завданням уряду України на сучасному етапі посткризового відновлення є розбудова інституціонального базису фінансової політики держави з метою стимулювання темпів економічного зростання та забезпечення фінансової стабільності економічної системи. Водночас, принциповою умовою модернізації економіки України має стати дотримання чіткого балансу між стимулюючими та регулюючими

заходами. Так, для поживлення економічних процесів необхідним є пом'якшення монетарної політики, що, разом з тим, призведе до поглиблення розриву між реальним і фінансовим секторами, а збільшення ліквідності в обігу спродукує спекулятивні перегріви окремих сегментів фінансового ринку та появу «цінових бульбашок».

Забезпечити фінансову стабільність економічної системи у довгостроковому періоді шляхом запобігання системним ризикам і подолання дисбалансів на мікро- і макрорівні дозволить застосування макропруденційних заходів відповідно до рекомендацій Базеля III в частині:

- підвищення фінансової стійкості окремих фінансових установ і організацій шляхом усунення накопичених внутрішніх дисбалансів (невідповідності структури активів і пасивів за термінами та валютою, вирішення проблеми капіталізації, очищення від «проблемних» активів тощо). Подібні заходи активно запроваджуються, починаючи із 2014–2015 років і до теперішнього часу;

- антициклічного регулювання економіки, спрямованого на запобігання надмірному нарощуванню капіталів і боргів у період економічного піднесення шляхом підвищення гнучкості дисконтної політики, коректування вартості ресурсів рефінансування, формування фінансових резервів (буферу консервації та контрциклічного буферу), контролю за левериджем і вартістю національної грошової одиниці. Запровадження більшості антициклічних заходів заплановане на 2019–2020 роки, однак вважаємо, що подальше відкладення рекомендацій Базеля III негативно позначиться на розвитку української економіки.

В цілому, на регуляторні органи держави повинен покладатися комплекс взаємопов'язаних завдань. У процесі регулювання фінансових дисбалансів ключове значення має запровадження системи заходів з метою підтримання рівня фінансової надійності суб'єктів економіки, попередження порушень та зловживань фінансового характеру, обмеження необґрунтованого зростання

вартості активів і кредитування шляхом задіяння інструментів макропруденційного регулювання, посилення координаційної ролі держави при проведенні контролю за станом фінансової системи, імплементації загальних правил економічної поведінки цих суб'єктів, попередження порушень та зловживань фінансового характеру.

Українська економічна наука і практика не має чіткого, формалізованого підходу до ідентифікації та оцінки глибини фінансової розбалансованості економічної системи. Тому досвід країн Європейського Союзу щодо запровадження механізмів спостереження за потенційними ризиками є важливим у контексті запобігання появі нових фінансових дисбалансів. Першочерговими кроками у цьому напрямі мають стати: законодавче забезпечення комплексного та систематичного моніторингу фінансових дисбалансів; гармонізація правил статистичного обліку фінансових активів та зобов'язань інституційних секторів, цінових індикаторів до стандартів ЄС (зокрема, у частині визначення обсягу кредитування приватного сектору, розміру його боргу, обсягу боргу сектору загального державного управління, розрахунку індексу цін на житло шляхом моніторингу укладених угод з купівлі-продажу житлової нерухомості тощо); оптимальне поєднання монетарного, фіскального та макропруденційного інструментарію регулювання фінансових дисбалансів в економічній системі держави.

ВИСНОВКИ

У монографічному дослідженні наведено теоретичне узагальнення і запропоновано нове вирішення наукового завдання, яке полягає у розробці науково-практичних рекомендацій щодо ідентифікації, аналізу та регулювання фінансових дисбалансів в економіці України.

За результатами дослідження визначено, що домінуючою тенденцією розвитку сучасних економічних систем більшості країн світу є стрімкий розвиток фінансових ринків, що, відповідно, пов'язано із зростанням валютних, кредитних, операційних ризиків, ризиків ліквідності тощо, які посилюють вразливість економіки до кон'юнктурних змін, знижують її стійкість та конкурентоспроможність. Натомість, фінансова стабільність економічної системи держави дозволяє повною мірою реалізувати конкурентні переваги національної економіки та стимулювати економічне зростання. У цьому контексті, фінансові дисбаланси, що виникають у фінансовій системі та згодом поширюються на інші сектори, є каталізаторами фінансової нестабільності та, за відсутності дієвих заходів, продукують фінансову кризу.

У вітчизняній практиці, подібно до зарубіжної, здійснюється оцінювання стану фінансової системи та виявляються відхилення, що можуть становити загрозу її функціонуванню. Проте методики, які застосовуються в Україні, дозволяють виявити лише наявні загрози, що вже сформувалися у фінансовій системі держави. Натомість, аналіз зарубіжних досліджень з цього питання виявив, що у розвинених країнах поширена практика ідентифікації потенційних сигналів фінансової розбалансованості економічної системи. Дослідження світового досвіду дозволило виділити перелік

індикаторів для виявлення та оцінки потенційних загроз фінансовій стабільності в економічній системі України за формами їх прояву.

Оперативним показником наявності чи відсутності фінансових дисбалансів є рух потоків фінансових ресурсів, які варто розуміти як переміщення фінансових ресурсів, що пов'язане з перерозподілом капіталу між суб'єктами економічної діяльності. Кількісно фінансовий потік характеризується як сукупність всіх операцій з придбання та відчуження активів і пасивів. Істотне випередження фінансовим потоком розвитку реального сектору економіки є початковим етапом накопичення фінансових дисбалансів. Проте, індикатори руху фінансових потоків дають уявлення лише про чинні тенденції переміщення фінансових ресурсів та не відображають величини і масштабності дисбалансів, накопичених протягом минулих періодів. Як індикатор дисбалансів руху фінансових потоків, варто, на нашу думку, використовувати показник кредитування приватного сектору.

Розширення кредитної пропозиції має прямий вплив на динаміку цін фінансових і базових активів. Випередження фінансовим потоком обсягу виробництва призводить до цінових дисбалансів: зростання цін на активи (нерухомість, фінансові інструменти), індексу споживчих цін, дефлятора ВВП тощо. Проведений у монографії моніторинг індикаторів цінових дисбалансів в Україні засвідчив, що у докризовий період (2003–2007 рр.) зростання цін на світових ринках на основну продукцію українського експорту, стабільність валютного курсу та стійкі темпи економічного зростання створили позитивні передумови для припливу в Україну значних фінансових ресурсів. У 2008 році склалася діаметрально протилежна ситуація, спричинена світовою фінансовою кризою, реакцією на яку спочатку було припинення припливу капіталу в Україну, а пізніше – його рух у протилежному напрямку. Як наслідок, відбулося стрімке зниження курсу національної валюти, різке підвищення ставок за кредитами та відповідне згортання кредитування банками бізнесу і промисловості.

Аналогічне «стиснення» відбувалося у 2014–2015 рр., однак його основними причинами стали не глобальні фінансово-економічні процеси, а локальні військово-політичні чинники.

Недоліком індикаторів цінових дисбалансів та дисбалансів фінансових потоків є те, що вони відображають зміну стану лише протягом певного часу. Натомість, індикатори боргового навантаження є інтегральними показниками та відображають вплив дисбалансів фінансових потоків впродовж усіх попередніх років. Надмірно накопичена заборгованість приватного і фінансового секторів економіки збільшує вразливість приватних агентів до можливих цінових шоків та фінансової нестабільності. У разі нерозвиненості фінансових ринків чи відсутності корекційних дій з боку органів державного регулювання, накопичений «приватний» борг негативно впливає на показники інших інституційних секторів, знижуючи загальний рівень доходів усіх економічних суб'єктів, погіршуючи макроекономічну динаміку, та, у підсумку, спричиняє «усуспільнення» приватних боргів. Як підсумковий показник для боргових дисбалансів, доцільно використовувати індикатор сукупного боргу економіки, який відображає сукупну заборгованість усіх суб'єктів економічної діяльності.

На основі кореляційного аналізу встановлено, що між показниками боргового навантаження та кредитування приватного сектору спостерігається незначний лаг (часовий інтервал у синхронності коливань індикаторів становить 1 рік), адже першопричина появи фінансової незбалансованості економічної системи полягає саме у дисбалансі руху потоків, а цінові та боргові дисбаланси є підсумком існування і накопичення дисбалансів фінансових потоків.

Дослідження показників державного боргу та динаміки макроекономічних індикаторів показало певний зв'язок між ними. Для країн з ринками, що формуються, характер взаємозалежності динаміки ВВП та рівня державного боргу є нелінійним, оскільки

середні значення зміни ВВП зі збільшенням рівня державного боргу знижуються. Проте, з підвищенням рівня боргу понад 90% ВВП спостерігається повільний позитивний приріст ВВП та доволі помітне збільшення медіанного значення. Нагромадження боргу приватним сектором економіки у країнах з ринками, що формуються, не має чітко вираженого негативного впливу на економічне зростання, а навпаки, дозволяє певною мірою пожвавити економічні процеси.

На основі вивчення вітчизняного та зарубіжного досвіду, у монографічному дослідженні розроблено алгоритм проведення оцінювання рівня фінансової незбалансованості економічної системи за допомогою визначення інтегрального індикатора фінансових дисбалансів, що передбачає послідовність таких етапів: визначення переліку індикаторів, що будуть введені у методику оцінювання фінансових дисбалансів; проведення регулярного моніторингу їхньої динаміки та системного аналізу потенційно небезпечних дестабілізуючих чинників; порівняння підсумків дослідження фінансових дисбалансів з результатами інших емпіричних досліджень; визначення екзогенних та ендегенних чинників соціально-економічної сфери, що впливають на генерування фінансових дисбалансів; прогнозування ризиків виникнення фінансових дисбалансів і конкретизація заходів щодо їх нейтралізації; розроблення стандартизованих алгоритмів врегулювання та оцінювання вжитих заходів для досягнення фінансової збалансованості економічної системи. Так, максимальні нормалізовані значення інтегрального індикатора фінансових дисбалансів в Україні зафіксовано у 2007 р., що свідчить про значне накопичення потенційних загроз, які сприяли поглибленню кризових явищ у вітчизняній економіці.

Зважаючи на виокремлені форми прояву фінансових дисбалансів, доцільним вважаємо регулювання фінансових дисбалансів за трьома напрямками: регулювання дисбалансів фінансових потоків – забезпечення відповідності між розвитком фінансового та реального

секторів економіки; регулювання цінових дисбалансів – забезпечення оптимального рівня темпів інфляції та зниження рівня доларизації економіки; регулювання боргових дисбалансів – оптимізація фіскального навантаження з урахуванням інтересів усіх економічних суб'єктів; досягнення рівня бюджетного дефіциту в обсягах, що не перевищують величину капітальних видатків бюджету; збалансування боргового навантаження на державні фінанси з метою забезпечення платоспроможності країни; посилення ефективності державного боргового менеджменту, заснованого на побудові циклічної системи управління державним боргом.

Реалізація запропонованих у роботі теоретичних, методичних та практичних положень і рекомендацій дозволить сформувати багаторівневу систему оцінювання фінансових дисбалансів та своєчасно адаптувати економіку України до умов нерівноважного розвитку й глобальних трансформацій.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Атанов Н.И. Экономическая система: особенности функционирования / Н.И. Атанов, А.А. Лапинская. – Улан-Удэ: БГУ, 1998. – 180 с.
2. Базилевич В.Д. Економічна теорія: Політекономія: Підручник / за ред. В.Д. Базилевича. – 6-те вид., перероб. і доп. – К.: Знання-Прес, 2007. – 716 с.
3. Баліцька В.В. Методичні підходи до оцінки впливу чинників фінансової нестабільності на державні фінанси / В.В. Баліцька, О.В. Короткевич // Інвестиції: практика та досвід. – 2016. – № 17. – С. 5-16.
4. Барановський О.І. Сутність і різновиди фінансових криз / О.І. Барановський // Фінанси України. – 2009. – № 5. – С. 3-20.
5. Барановський О.І. Сутність і різновиди фінансових криз / О.І. Барановський // Фінанси України. – 2009. – № 6. – С. 3-13.
6. Барановський О.І. Фінансова безпека в Україні (методологія оцінки та механізми забезпечення): автореф. дис. ... д-ра екон. наук: 08.04.01 – фінанси, грошовий обіг і кредит / Олександр Іванович Барановський; НАН України. Ін-т екон. прогнозування. – К., 2000. – 36 с.
7. Башко В.Й. Дефіцит бюджету і квазіфіскальні операції: підвищення прозорості в сфері / В.Й. Башко // Вісник НБУ. – 2013. – № 5. – С. 40-45.
8. Башко В.Й. Оцінка валютних ризиків та вартості зовнішніх державних запозичень в Україні / В.Й. Башко // Фінанси України. – 2012. – № 9. – С. 94-104.
9. Башнянин Г.И. Регулирование экономических систем и его типы / Г.И. Башнянин // Научный вестник. – 2007. – № 17.2. – С. 135-142.

10. Белл Д. Грядущее постиндустриальное общество: опыт социального прогнозирования / Д. Белл; пер. с англ. / под ред. В.Л. Иноземцева. – М.: Academia, 1999. – 949 с.

11. Боргова статистика [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Міністерства фінансів України. – Режим доступу: <https://minfin.kmu.gov.ua/news/borg/borhova-statystyka>.

12. Бузгалин А. Введение в компаративистику: Учеб. пособ. / А. Бузгалин, А. Колганов. – М.: Таурус-Альфа, 1994. – 368 с.

13. Булахова Е.И. К вопросу о понятии «экономическая система» и ее классификации / Е.И. Булахова // Теоретичні і практичні аспекти економіки та інтелектуальної власності. – 2013. – Вип. 2(1). – С. 238-244.

14. Василик О.Д. Теорія фінансів: Підручник / О.Д. Василик. – К.: НІОС, 2000. – 416 с.

15. Ватаманюк З. Вступ до економічної теорії: Курс лекцій / З. Ватаманюк, С. Панчишин, О. Ватаманюк. – Львів: Новий Світ-2000, 2005. – 608 с.

16. Вахненко Т.П. Державний борг України та його економічні наслідки: Монографія / Т.П. Вахненко. – К.: Альтерпрес, 2000. – 152 с.

17. Грошово-кредитна та фінансова статистика [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?jsessionid=A7067064A2CF4A98F9EF7019554D2756?art_id=27843415&cat_id=44578#3.

18. Гэлбрейт Дж.К. Экономические теории и цели обществ / Дж.К. Гэлбрейт. – М.: Прогресс, 1976. – 406 с.

19. Длугопольський О.В. Фіскальна консолідація як реакція на світову фінансово-економічну кризу: особливості застосування правил і норм у країнах ЄС та Латинської Америки / О.В. Длугопольський // Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка». – 2013. – Вип. 23. – С. 26-37.

20.Єфименко Т.І. Боргова стійкість державних фінансів: Монографія / за ред. Т.І. Єфименко, С.А. Єрохіна, Т.П. Богдан. – К.: ДННУ «Акад. фін. управління», 2014. – 712 с.

21.Жмурко Н.В. Критерії визначення необхідного обсягу золотовалютних резервів держави / Н.В. Жмурко // Актуальні проблеми розвитку економіки України. – 2012. – Вип. 8. – Т. 2. – С. 108-116.

22.Загарій В.П. Монетарна складова фінансової безпеки держави: автореф. дис. на здобуття ступ. канд. економ. наук: 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / Вадим Петрович Загарій; ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана». – Київ, 2014. – 20 с.

23.Зайдель Х. Основы учения об экономике / Х. Зайдель, В. Теммен. – М.: Дело, 1994. – 400 с.

24.Звітність про виконання бюджетів [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Державної казначейської служби України. – Режим доступу: <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>.

25.Климко Г.Н. Основи економічної теорії: політекономічний аспект: Підручник / Г.Н. Климко, В.П. Нестеренко, Л.О. Каніщенко, А.А. Чухно. – К.: Вища школа, 1999. – 743 с.

26.Ковалев В.В. Система предупреждения валютного и финансового кризисов в условиях глобализирующейся экономики: автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.14 – мировая экономика / Вадим Викторович Ковалев; Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации. – Москва, 2007. – 23 с.

27.Козюк В.В. Монетарні аспекти розвитку поглядів на проблему забезпечення глобальної фінансової стабільності / В.В. Козюк // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 4. – С. 34-39.

28.Колісник О. Фіскальна консолідація в системі антикризових заходів макроекономічного регулювання / О. Колісник, О. Прутський // Схід. – 2010. – № 7 (107). – С. 53-59.

29. Корнєєв М.В. Методологічні засади оцінювання та регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України: автореф. дис. ... д-ра екон. наук: 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / Максим Валерійович Корнєєв; ДВНЗ «Укр. акад. банк. справи Нац. банку України». – Суми, 2015. – 43 с.

30. Кравчук Н.Я. Фінансові дисбаланси світової економіки в умовах асиметрій глобального розвитку: дис. ... д-ра екон. наук: 08.00.02 – світове господарство і міжнародні економічні відносини / Наталія Ярославівна Кравчук. – Тернопіль: Тернопільський національний економічний університет, 2014. – 539 с.

31. Кульчицький М.І. Міжбюджетні відносини в економічній системі України: дис. ... д-ра екон. наук: 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / Мирослав Іванович Кульчицький. – Львів: ЛНУ ім. І. Франка, 2016. – 475 с.

32. Лондар С.Л. Рівень боргового навантаження державних фінансів в Україні / С.Л. Лондар, В.Й. Башко // Фінанси України. – 2013. – № 1. – С. 22-31.

33. Луняков О.В. Дисбалансы в финансовом секторе экономики: сущность и инструменты регулирования: Монография / О.В. Луняков. – Севастополь: Рибэст, 2013. – 416 с.

34. Луняков О.В. Интегральный подход к оценке дисбалансов и устойчивости финансового сектора экономики / О.В. Луняков // Фінансовий простір. – 2013. – № 1 (9). – С. 26-32.

35. Луняков О.В. Классификация дисбалансов финансового сектора экономики Украины в контексте мирового финансово-экономического кризиса / О.В. Луняков // Сучасна економічна наука: теорія та практика: Матеріали Всеукраїнської науково-практичної Інтернет-конференції (15-16 листопада 2012 р.). – Полтава: Полтавський національний технічний університет імені Юрія Кондратюка, 2012. – С. 274-276.

36. Луняков О.В. Формування, аналіз та регулювання дисбалансів у фінансовому секторі економіки України: автореф. дис. ... д-ра екон.

наук: 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / Олег Володимирович Луняков; ДВНЗ «Укр. акад. банк. справи Нац. банку України». – Суми, 2013. – 41 с.

37. Луняков О.В. Формування, аналіз та регулювання дисбалансів у фінансовому секторі економіки України: дис. ... д-ра екон. наук: 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / Олег Володимирович Луняков. – Суми: ДВНЗ «Укр. акад. банк. справи Нац. банку України», 2013. – 480 с.

38. Луняков О.В. Экономическая категория «финансовые дисбалансы» в системе взаимосвязанных понятий / О.В. Луняков // Економічний форум. – 2013. – № 2. – С. 247-256.

39. Миколайчук А.Б. Методичний підхід до прогнозування рівня фінансової безпеки держави в системі моніторингу / А.Б. Миколайчук // Вісник економіки транспорту і промисловості. – 2012. – № 38. – С. 81-86.

40. Мірошніченко Г.О. Сутність і теоретичні підходи до аналізу фінансової нестабільності банківської системи / Г.О. Мірошніченко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. – 2014. – Вип. 39. – С. 135-142.

41. Моделі ідентифікації макроекономічних дисбалансів в Україні: Монографія / за ред. М.І. Скрипниченко. – К.: НАН України, ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України», 2015. – 544 с.

42. Мочерный С.В. Политическая экономия: Учеб. пособ. / С.В. Мочерный. – К.: Знання-Прес, 2002. – 687.

43. Мюллер В.К. Англо-русский словарь. 24-е изд. – М.: Русский язык, 1995. – 2106 с.

44. Наказ Державної служби статистики України «Класифікація інституційних секторів економіки України» від 03.12.2014 року № 378 [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Державної служби статистики України. – Режим доступу: https://ukrstat.org/uk/norm_doc/2014/378/378_2014.htm.

45. Наказ Міністерства економічного розвитку і торгівлі України «Про затвердження Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України» від 29.10.2013 року № 1277 [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Міністерства економічного розвитку і торгівлі України. – Режим доступу: http://www.me.gov.ua/control/uk/publish/category/main?cat_id=38738&st_ind=1.

46. Наказ Міністерства фінансів України «Про затвердження Порядку відображення операцій, пов'язаних з державним боргом, при плануванні та виконанні державного бюджету» від 28.01.2004 року № 42 [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Верховної Ради України. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0228-04>.

47. Наказ Міністерства фінансів України «Програма управління державним боргом на 2018 рік» від 31.01.2018 року № 69 [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Верховної Ради України. – Режим доступу: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v0069201-18>.

48. Нуреев Р.М. Курс микроэкономики: Учебник / Р.М. Нуреев. – М.: Норма, 2002. – 572 с.

49. Основи стійкого розвитку: Навч. посіб. / за заг. ред. Л.Г. Мельника. – Суми: Університетська книга, 2005. – 654 с.

50. Основні положення методики розрахунку індексів реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) та номінального ефективного обмінного курсу (НЕОК) гривні [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=15141238>.

51. Особливості та пріоритети боргової політики України / А.С. Гальчинський, З.С. Варналій, В.Я. Майстришин та ін. – К.: НІСД, 2004. – 104 с.

52. Офіційний сайт Standard&Poors [Електронний ресурс] / Режим доступу: https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/home.

53. Постанова Кабінету Міністрів України «Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2018-

2020 роки» від 22.08.2018 року № 883 [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Міністерства фінансів України. – Режим доступу: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/883-2018-п>.

54. Про результати аналізу ефективності заходів, передбачених Законом України «Про Державний бюджет України на 2003 рік», щодо управління державним боргом. Вип. 11 [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Рахункової палати України. – Режим доступу: http://www.ac-rada.gov.ua/control/main/uk/publish/article/48564#_To5.

55. Райзберг Б.А. Современный экономический словарь / Б.А. Райзберг, Л.Ш. Лозовский, Е.Б. Стародубцева. – 2-е изд., испр. – М.: ИНФРА-М, 1999. – 479 с.

56. Сідельникова Л.П. Податково-боргові стратегії формування бюджетних ресурсів держави: дис. ... д-ра екон. наук: 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / Лариса Петрівна Сідельникова. – Тернопіль: ТНЕУ, 2015. – 620 с.

57. Скоробогач О.І. Сутність і теоретичні підходи до аналізу фінансової нестабільності / О.І. Скоробогач // Економічний часопис – XXI. – 2012. – № 7/8. – С. 61-63.

58. Сніжко О. Ієрархія фінансової нестабільності / О. Сніжко // Формування ринкових відносин в Україні. – 2008. – № 2. – С. 29-33.

59. Статистика зовнішнього сектору [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=44502&cat_id=44446.

60. Статистика індикаторів фінансової стійкості [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=58001&cat_id=44444.

61. Статистика цін на нерухомість [Електронний ресурс] / Офіційний сайт агентства нерухомості «Благовіст». – Режим доступу: <https://blagovist.ua/realtystat>.

62. Статистична інформація [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Державної служби статистики України. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

63. Тараненко І.В. Цінова конкурентоспроможність країни через призму реального обмінного курсу: уроки кризи / І.В. Тараненко // Європейський вектор економічного розвитку. – 2009. – № 1(6). – С. 169-181.

64. Тивончук І.О. Фінансові кризи: аналіз причин та механізмів їх прояву / І.О. Тивончук, П.І. Стецюк, О.І. Тивончук // Проблеми економіки та управління. – 2011. – № 698. – С. 112-118.

65. Туган-Барановский М.И. Периодические промышленные кризисы. История английских кризисов. Общая теория кризисов / М.И. Туган-Барановский. – М.: Наука-РОССПЭН, 1997. – 574 с.

66. Федоренко В.Г. Політична економія: Підручник / В.Г. Федоренко. – 2-ге вид., випр. – К.: Алерта, 2015. – 487 с.

67. Фінанси: Підручник / [С.І. Юрій, В.М. Федосов, Л.М. Алексеєнко та ін.]; [за ред. С.І. Юрія, В.М. Федосова]. – К.: Знання, 2008. – 611 с.

68. Царук О.В. Статистичний аналіз та оцінка державного боргу: автореф. дис. ... канд. екон. наук: спец. 08.00.10 – статистика / Олександр Васильович Царук; КНЕУ. – К., 2009. – 21 с.

69. Чеботарьова Н.М. Сучасні економічні системи: Курс лекцій / Н.М. Чеботарьова. – Луганськ: ДЗ ЛНУ імені Тараса Шевченка, 2014. – 121 с.

70. Чирак І.М. Монетарна політика за умов фінансової нестабільності (на прикладі України): автореф. дис. ... канд. екон. наук: 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / Ірина Миколаївна Чирак; ТНЕУ. – Тернопіль, 2014. – 20 с.

71. Шевчук І.Л. Бюджетна система: Навч. посіб. / І.Л. Шевчук, В.О. Черепанова, Т.О. Ставерська. – Харків: В-ць Іванченко І.С., 2015. – 274 с.

72.Щетилова Т.В. Оценка глобальных дисбалансов в оценке макроэкономических систем / Т.В. Щетилова // Основы экономики, управления и права. – 2012. – № 6 (6). – С. 106-111.

73.Allen F. Financial Fragility, Liquidity and Asset Prices / F. Allen, D. Gale // Journal of the European Economic Association. – 2004. – № 6. – Vol. 2. – P. 1015-1048.

74.Arthur S.V. Experience with Constructing Composite Asset Price Indices [Electronic resource] / S.V. Arthur // BIS Working Paper. – April 2005. – № 21. – Access mode: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bisap21x.pdf>.

75.Aspachs O. Towards a Measure of Financial Fragility / O. Aspachs, C. Goodhart, D. Tsomocos, L. Zicchino // Annals of Finance. – 2007. – № 1. – Vol. 3. – P. 37-74.

76.Balakrishnan R. The Transmission of Financial Stress from Advanced to Emerging Economies [Electronic resource] / R. Balakrishnan, S. Danninger, S. Elekdag, I. Tytell // IMF Working Paper. – 2009. – № 09/133. – Access mode: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09133.pdf>.

77.Bayoumi T. Official Financial Flows, Capital Mobility and Global Imbalances [Electronic resource] / T. Bayoumi, J. Gagnon, C. Saborowski // IMF Working Paper. – 2014. – № 14/199. – Access mode: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14199.pdf>.

78.Bobeva D. The New EU Macroeconomic Imbalances Procedure and its Relevance for the Candidate Countries / D. Bobeva // Journal of Central Banking Theory and Practice. – 2013. – № 1. – P. 69–88.

79.Borio C. Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus / C. Borio, P. Lowe // BIS Working Paper. – 2002. – № 114. – 43 p.

80.Borio C. Prowse Exploring Aggregate Asset Price Fluctuations across Countries: Measurement, Determinants and Monetary Policy Implications [Electronic resource] / C. Borio, N. Kennedy, S. Prowse //

BIS Economic Papers. – April 1994. – № 40. – Access mode: <http://www.bis.org/publ/econ40.pdf>.

81. Borio C. Securing Sustainable Price Stability: Should Credit Come Back from the Wilderness? / C. Borio, P. Lowe // BIS Working Paper. – 2004. – № 157. – 51 p.

82. Borio C. Towards an Operational Framework for Financial Stability: «Fuzzy» Measurement and its Consequences / C. Borio, M. Drehmann // Working Papers. – 2009. – № 284. – 50 p.

83. Calvo G. On the Empirics of Sudden Stops: the Relevance of Balance-Sheet Effects [Electronic resource] / G. Calvo, A. Izquierdo // NBER Working Paper. – 2004. – № 10520. – Access mode: <http://www.nber.org/papers/w10520.pdf>.

84. Canova F. Were Financial Crises Predictable? / F. Canova // Journal of Money, Credit and Banking. – 1994. – Vol. 26 (1). – P. 102-124.

85. Cardarelli R. Financial Stress and Economic Contractions / R. Cardarelli, S. Elekdag, S. Lall // Journal of Financial Stability. – 2011. – Vol. 7(2). – P. 78-97.

86. Case-Shiller Home Price Indices Methodology. – S&P, February 2015. – 43 p.

87. Cecchetti S. The Real Effects of Debt [Electronic resource] / S. Cecchetti, M. Mohanty, F. Zampolli // BIS Working papers. – September 2011. – No. 352. – Access mode: <http://www.bis.org/publ/othp16.pdf>.

88. Chant J. Financial Stability as a Policy Goal [Electronic resource] / J. Chant, A. Lai, M. Illing, F. Daniel // Bank of Canada Technical Report. – 2003. – No. 95. – Access mode: <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/01/tr95.pdf>.

89. Chinn M. A Primer on Real Effective Exchange Rates: Determinants, Overvaluation, Trade Flows and Competitive Devaluation [Electronic resource] / M. Chinn // Open Economies Review. – 2006. – Vol. 17. – Access mode: http://www.ssc.wisc.edu/~mchinn/primer_OER.pdf.

90. Clark C. The Conditions of Economic Progress / C. Clark. – London: Macmillan, 1940. – 504 p.
91. Cochrane J.H. Understanding Policy in the Great Recession: Some Unpleasant Fiscal Arithmetic / J.H. Cochrane // European Economic Review. – 2011. – № 55(1). – P. 2–30.
92. Credit to the Non-financial Sector [Electronic resource] / Official website of the Bank for International Settlements. – Access mode: <http://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>.
93. Crockett A. The Theory and Practice of Financial Stability / A. Crockett. – Princeton: Essays in International Finance. – 1997. – No. 203. – 52 p.
94. Dornbusch R. Currency Crises and Collapses / R. Dornbusch, I. Goldfajn, R. Valdés // Brooking Papers on Economic Activity. – 1995. – No. 2. – P. 219-270.
95. Edwards S. Real Exchange Rates in the Developing Countries: Concepts and Measurement [Electronic resource] / S. Edwards // NBER Working Paper. – 1989. – No. 2950. – Access mode: <http://www.nber.org/papers/w2950.pdf>.
96. Ellis L. Measuring the Real Exchange Rate [Electronic resource] / L. Ellis // Research Discussion Paper, Reserve Bank of Australia. – 2001. – No. 04. – Access mode: <http://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2001/nov/pdf/bu-1101-2.pdf>.
97. Ferguson R. Should Financial Stability be an Explicit Central Bank Objective? / R. Ferguson // BIS Paper. – 2003. – No. 18. – P. 7-15.
98. German Stability Programme 2012 [Electronic resource] / European Commission official website. – Access mode: http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/nd/sp2012_germany_en.pdf.
99. Global Cities Report [Electronic resource] / Knight Frank official website. – Access mode: <http://www.knightfrank.com/research/global-cities-report-2018-4987.aspx>.
100. Gregory P.P. Comparative Economic Systems / P.P. Gregory, R.S. Stuart. – Boston: Houghton Mufflin Company, 1995. – 623 p.

101.Imbalances and Growth Update of Staff Sustainability Assessments for G-20 Mutual Assessment Process [Electronic resource] / International Monetary Fund. – September 2013. – Access mode: <http://www.imf.org/external/g20/map2013.pdf>.

102.Kahn G. Taylor Rule Deviations and Financial Imbalances / G. Kahn // Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review. – 2010. – № 2. – P. 63-99.

103.Kaminsky G. Leading Indicators of Currency Crises / G. Kaminsky, S. Lizondo, C. Reinhart // IMF StaffPapers. – 1998. – Vol. 45 (March). – 48 p.

104.Kindleberger C. The Debt Situation of Developing Countries in Historical Perspective / C. Kindleberger. – London: Praeger, 1978. – P. 3-11.

105.Koch E. The Measurement of Effective Exchange Rates [Electronic resource] / E. Koch // BIS Working Paper. – 1984. – No. 10. – Access mode: <http://www.bis.org/publ/work10.pdf>.

106.Krugman P. Block Those Metaphors [Electronic resource] / P. Krugman // The New York Times. – 2010. – Dec. 12. – Access mode: <http://www.nytimes.com/2010/12/13/opinion/13krugman.html>.

107.Lahnsteiner M. Private Sector Debt in CESEE EU Member States [Electronic resource] / M. Lahnsteiner // Focus on European Economic Integration. – 2013. – Issue 3. – Access mode: http://econpapers.repec.org/article/onboenbf/y_3a2013_3ai_3a3_3ab_3a2.htm.

108.Lennox C. Identifying Failing Companies: A Reevaluation of the Logit, Probit and DA Approaches / C. Lennox // Journal of Economics and Business. – 1999. – Vol. 51, issue 4. – P. 347-364.

109.Loayza N. Financial Development, Financial Fragility and Growth / N. Loayza, R. Ranciere // Journal of Money, Credit and Banking. – 2006. – № 4. – Vol. 38. – P. 1051-1076.

110.Macroeconomic Imbalances Procedure [Electronic resource] / Eurostat official website. – Access mode: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&pcode=tipspc20&language=en>.

111. Macroeconomic Overview [Electronic resource] / United Nations official website. – Access mode: <http://data.un.org/Explorer.aspx?d=KI>.

112. McCann B. Is the Stock Market Expensive? The Cyclically Adjusted Price-to-Earnings Ratio [Electronic resource] / B. McCann // Nasdaq. – 2015. – June 22. – Access mode: <http://www.nasdaq.com/article/is-the-stock-market-expensive-the-cyclically-adjusted-pricetoearnings-ratio-cm489352#ixzz3xV7EAiFA>.

113. Miguel P-A. Granger Causality between Debt and Growth: Evidence from OECD Countries / P-A. Miguel, S-N. Marcos // International Review of Economics and Finance. – 2015. – № 35. – P. 66–77.

114. Minsky H. The Financial Instability Hypothesis / H. Minsky // The Jerome Levy Economics Institute of Bard College Working Paper. – 1992. – No. 74. – 10 p.

115. Mishkin F. Global Financial Instability: Framework, Events, Issues / F. Mishkin // Journal of Economic Perspectives. – 1999. – Vol. 13. – P. 3-20.

116. Polterovich V. Accumulation of Foreign Exchange Reserves and Long Term Growth / V. Polterovich, V. Popov // MPRA Paper. – 2004. – № 20069. – 56 p.

117. Rationale, Process, Application: A Compendium [Electronic resource] / Official website of the European Commission. – Access mode: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip039_en.pdf

118. Regulation (EU) No. 1176/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 on the Prevention and Correction of Macroeconomic Imbalances [Electronic resource] / Official website of the European Commission. – Access mode: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:306:0025:0032:EN:PDF>.

119. Reinhart C. Growth in a Time of Debt [Electronic resource] / C. Reinhart, K. Rogoff // National Bureau of Economic Research

Working Paper. – 2010. – № 15639. – Access mode: [http://www.nowandfutures.com/d3/Growth_in_Time_Debt_\(reinhardt_rogoff\).pdf](http://www.nowandfutures.com/d3/Growth_in_Time_Debt_(reinhardt_rogoff).pdf).

120. Rosenberg L. Dealing with Private Debt Distress in the Wake of the European Financial Crisis: A Review of the Economics and Legal Tool Box [Electronic resource] / L. Rosenberg // International Monetary Fund Working Paper. – 2013. – № 13/44. – Access mode: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1344.pdf>.

121. Schinasi G. Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice / G.J. Schinasi. – Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2005. – 36 p.

122. Schoenmaker D. Macroprudential Policy: The Need for a Coherent Policy Framework [Electronic resource] / D. Schoenmaker, P. Wiersma // DSF Policy Paper. – 2011. – № 13. – Access mode: <http://www.dsf.nl/wp-content/uploads/2014/10/DSF-policy-paper-No-13-Macroprudential.pdf>.

123. Shirley A. Question of Priorities: Going Private [Electronic resource] / A. Shirley // Knight Frank Blog. – 2017. – March 01. – Access mode: <https://www.knightfrank.ru/blog/2017/03/01/a-question-of-priorities-going-private>.

124. Stability and Growth Pact [Electronic resource] / Official website of the European Commission. – Access mode: http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/.

125. Schwartz A. Money in Historical Perspective / A. Schwartz, D. Bordo, M. Friedman. – Chicago: University of Chicago Press, 1987. – 449 p.

126. Teles V.K. Public Debt and the Limit of Fiscal Policy to Increase Economic Growth / V.K. Teles, C. Mussolini // European Economic Review. – 2014. – № 66. – P. 1–15.

127. World Economic Outlook Database [Electronic resource] / Official website of the International Monetary Fund. – Access mode: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/02/weodata/index.aspx>.

ДОДАТКИ

Додаток А

Підходи до визначення поняття «система»

Джерело	Визначення
Базилевич В.Д.	Система є сукупністю взаємозв'язаних і розміщених у належному порядку елементів певного цілісного утворення
Великий економічний словник	Система (від греч. systema – ціле, складене з частин, з'єднань) – це безліч взаємодіючих елементів, що знаходяться у зв'язках один з одним, та складають цілісне утворення
Економіко-математичний енциклопедичний словник	Система розглядається як безліч елементів, що знаходяться у взаємозв'язках, відношеннях, і завдяки цьому уособлюють певну цілісність

Додаток Б

Класифікація інституційних секторів економіки України (S)

Код	Назва
1	2
S.1	Економіка в цілому
S.11	Нефінансові корпорації
S.11001	Державні нефінансові корпорації
S.110011	Державні нефінансові корпорації – ООП**
S.110012	Державні нефінансові корпорації – НКО
S.11002	Приватні нефінансові корпорації
S.110021	Приватні нефінансові корпорації – ООП
S.110022	Приватні нефінансові корпорації – НКО
S.11003	Нефінансові корпорації під іноземним контролем
S.110031	Нефінансові корпорації під іноземним контролем – ООП
S.110032	Нефінансові корпорації під іноземним контролем – НКО
	S.12 Фінансові корпорації
S.121	Національний банк України
S.122	Корпорації, що приймають депозити
S.12201	Державні корпорації, що приймають депозити
S.122011	Державні корпорації, що приймають депозити – ООП
S.122012	Державні корпорації, що приймають депозити – НКО
S.12202	Приватні корпорації, що приймають депозити
S.122021	Приватні корпорації, що приймають депозити – ООП
S.122022	Приватні корпорації, що приймають депозити – НКО
S.12203	Корпорації під іноземним контролем, що приймають депозити
S.122031	Корпорації під іноземним контролем, що приймають депозити – ООП
S.122032	Корпорації під іноземним контролем, що приймають депозити – НКО
S.123	Фонди грошового ринку
S.12301	Державні фонди грошового ринку
S.123011	Державні фонди грошового ринку – ООП
S.123012	Державні фонди грошового ринку – НКО
S.12302	Приватні фонди грошового ринку
S.123021	Приватні фонди грошового ринку – ООП
S.123022	Приватні фонди грошового ринку – НКО
S.12303	Фонди грошового ринку під іноземним контролем
S.123031	Фонди грошового ринку під іноземним контролем – ООП
S.123032	Фонди грошового ринку під іноземним контролем – НКО
S.124	Інвестиційні фонди негрошового ринку
S.12401	Державні інвестиційні фонди негрошового ринку
S.124011	Державні інвестиційні фонди негрошового ринку – ООП
S.124012	Державні інвестиційні фонди негрошового ринку – НКО
S.12402	Приватні інвестиційні фонди негрошового ринку
S.124021	Приватні інвестиційні фонди негрошового ринку – НКО
S.124022	Приватні інвестиційні фонди негрошового ринку – ООП

Продовження додатку Б

1	2
S.12403	Інвестиційні фонди негрошового ринку під іноземним контролем
S.124031	Інвестиційні фонди негрошового ринку під іноземним контролем – ООП
S.124032	Інвестиційні фонди негрошового ринку під іноземним контролем – НКО
S.125	Інші фінансові посередники, крім страхових корпорацій та пенсійних фондів
S.12501	Інші державні фінансові посередники, крім страхових корпорацій та пенсійних фондів
S.125011	Інші державні фінансові посередники, крім страхових корпорацій та пенсійних фондів – НКО
S.125012	Інші державні фінансові посередники, крім страхових корпорацій та пенсійних фондів – ОПП
S.12502	Інші приватні фінансові посередники, крім страхових корпорацій та пенсійних фондів
S.125021	Інші приватні фінансові посередники, крім страхових корпорацій та пенсійних фондів – НКО
S.125022	Інші приватні фінансові посередники, крім страхових корпорацій та пенсійних фондів – ООП
S.12503	Інші фінансові посередники під іноземним контролем, крім страхових корпорацій та пенсійних фондів
S.125031	Інші фінансові посередники під іноземним контролем, крім страхових корпорацій та пенсійних фондів – ООП
S.125032	Інші фінансові посередники під іноземним контролем, крім страхових корпорацій та пенсійних фондів – НКО
S.126	Допоміжні фінансові корпорації
S.12601	Державні допоміжні фінансові корпорації
S.126011	Державні допоміжні фінансові корпорації – ООП
S.126012	Державні допоміжні фінансові корпорації – НКО
S.12602	Приватні допоміжні фінансові корпорації
S.126021	Приватні допоміжні фінансові корпорації – ООП
S.126022	Приватні допоміжні фінансові корпорації – НКО
S.12603	Допоміжні фінансові корпорації під іноземним контролем
S.126031	Допоміжні фінансові корпорації під іноземним контролем – ООП
S.126032	Допоміжні фінансові корпорації під іноземним контролем – НКО
S.127	Кептивні фінансові корпорації
S.12701	Державні кептивні фінансові корпорації
S.127011	Державні кептивні фінансові корпорації – ООП
S.127012	Державні кептивні фінансові корпорації – НКО
S.12702	Приватні кептивні фінансові корпорації
S.127021	Приватні кептивні фінансові корпорації – ООП
S.127022	Приватні кептивні фінансові корпорації – НКО
S.12703	Кептивні фінансові корпорації під іноземним контролем
S.127031	Кептивні фінансові корпорації під іноземним контролем – ООП

Продовження додатку Б

1	2
S.127032	Кептивні фінансові корпорації під іноземним контролем – НКО
S.128	Страхові корпорації
S.12801	Державні страхові корпорації
S.128011	Державні страхові корпорації – ООП
S.128012	Державні страхові корпорації – НКО
S.12802	Приватні страхові корпорації
S.128021	Приватні страхові корпорації – ООП
S.128022	Приватні страхові корпорації – НКО
S.12803	Страхові корпорації під іноземним контролем
S.128031	Страхові корпорації під іноземним контролем – ООП
S.128032	Страхові корпорації під іноземним контролем – НКО
S.129	Пенсійні фонди
S.12901	Державні пенсійні фонди
S.129011	Державні пенсійні фонди – ООП
S.129012	Державні пенсійні фонди – НКО
S.12902	Приватні пенсійні фонди
S.129021	Приватні пенсійні фонди – ООП
S.129022	Приватні пенсійні фонди – НКО
S.12903	Пенсійні фонди під іноземним контролем
S.129031	Пенсійні фонди під іноземним контролем – ООП
S.129031	Пенсійні фонди під іноземним контролем – НКО
S.13	Сектор загального державного управління
S.1311	Центральні органи державного управління
S.1312	Регіональні та місцеві органи державного управління
S.1313	Фонди соціального страхування
S.14	Домашні господарства
S.141	Роботодавці
S.142	Самостійно зайняті працівники
S.143	Наймані працівники
S.144	Одержувачі доходу від власності та трансфертів
S.1441	Одержувачі доходу від власності
S.1442	Одержувачі пенсій
S.1443	Одержувачі інших трансфертів
S.15	Некомерційні організації, що обслуговують домашні господарства
S.151	Приватні
S.152	Під іноземним контролем
S.2	Інший світ

****ООП** – орієнтовані на отримання прибутку

*****НКО** – некомерційні організації

Додаток В

Показники фінансової безпеки держави

Показник	Порядок розрахунку
1	2
1. Банківська безпека	
Частка простроченої заборгованості за кредитами в загальному обсязі кредитів, наданих банками резидентам України, %	прострочена заборгованість за кредитами, млн. гривень / кредити надані, млн. грн. x 100
Співвідношення банківських кредитів та депозитів в іноземній валюті, %	кредити, надані резидентам, млн. грн. / депозити, залучені депозитними корпораціями від резидентів, млн. грн. x 100
Частка іноземного капіталу у статутному капіталі банків, відсотків	-
Співвідношення довгострокових (понад 1 рік) кредитів та депозитів, разів	(кредити, надані резидентам строком від 1 до 5 років, млн. грн. + кредити, надані резидентам строком понад 5 років, млн. грн.) / (депозити, залучені від резидентів строком від 1 до 5 років, млн. грн. + депозити, залучені від резидентів строком понад 5 років, млн. грн.)
Рентабельність активів, %	-
Співвідношення ліквідних активів до короткострокових зобов'язань, %	-
Частка активів п'яти найбільших банків у сукупних активах банківської системи, %	обсяг активів п'яти найбільших банків за розмірами активів, млн. грн. / активи банків, усього, млн. грн.
2. Безпека небанківського фінансового сектору	
Рівень проникнення страхування (страхові премії до ВВП), %	валові страхові премії, млн. гривень / ВВП, млн. грн. x 100
Рівень капіталізації лістингових компаній, % ВВП	-
Рівень волатильності індексу Першої фондової торговельної системи (далі – ПФТС), кількість критичних відхилень (-10%)	$\sum_{t=1}^T K_t$ де $K_t = \begin{cases} 0, & \text{Tr ПФТС} \geq 90 \text{ відсотків} \\ 1, & \text{Tr ПФТС} < 90 \text{ відсотків} \end{cases}$ при $\text{Tr ПФТС} = \text{індекс ПФТС}_t / \text{індекс ПФТС}_{t-1} \times 100$, t – кожна п'ятниця періоду
Частка надходжень страхових премій трьох найбільших страхових компаній у загальному обсязі надходжень страхових премій (крім страхування життя), %	обсяг надходжень страхових премій трьох найбільших страхових компаній (крім страхування життя), млн. грн. / загальний обсяг надходжень страхових премій, млн. грн.

Продовження додатку В

1	2
3. Боргова безпека	
Відношення обсягу державного та гарантованого державою боргу до ВВП, %	обсяг державного та гарантованого боргу, млн. грн. / ВВП, млн. грн. x 100
Відношення обсягу валового зовнішнього боргу до ВВП, %	обсяг валового зовнішнього боргу, млн. дол. США x середній курс гривні до долара США / ВВП, млн. грн. x 100
Середньозважена дохідність облігацій внутрішньої державної позики (далі – ОВДП) на первинному ринку, %	-
Індекс EMBI (Emerging Markets Bond Index) + Україна	-
Відношення обсягу офіційних міжнародних резервів до обсягу валового зовнішнього боргу, %	обсяг офіційних резервних активів, млн. дол. США / обсяг валового зовнішнього боргу, млн. дол. США x 100
4. Бюджетна безпека	
Відношення дефіциту/профіциту державного бюджету до ВВП, %	дефіцит державного бюджету, млн. грн. / ВВП, млн. грн. x 100
Дефіцит/профіцит бюджетних та позабюджетних фондів сектору загальнодержавного управління, % ВВП	(дефіцит сектору загальнодержавного управління, млн. грн. – дефіцит зведеного бюджету, млн. грн.) / ВВП x 100
Рівень перерозподілу ВВП через зведений бюджет, %	доходи зведеного бюджету, млн. грн. / ВВП, млн. грн. x 100
Відношення обсягу сукупних платежів з обслуговування та погашення державного боргу до доходів державного бюджету, %	(обслуговування державного боргу, млн. грн. + погашення державного боргу, млн. грн.) / доходи державного бюджету, млн. грн. x 100
5. Валютна безпека	
Індекс зміни офіційного курсу національної грошової одиниці до долара США, середній за період	офіційний курс національної грошової одиниці до долара США у поточному періоді, середній за період / офіційний курс національної грошової одиниці до долара США у відповідному періоді попереднього року, середній за період
Різниця між форвардним і офіційним курсом гривні, грн.	офіційний курс національної грошової одиниці до долара США, станом на кінець періоду – форвардний курс національної грошової одиниці до долара США, станом на кінець періоду
Валові міжнародні резерви України, місяців імпорту	-
Частка кредитів в іноземній валюті в загальному обсязі наданих кредитів, %	кредити, надані резидентам у іноземній валюті, млн. грн. / кредити, надані резидентам, млн. грн. x 100
Сальдо купівлі-продажу населенням іноземної валюти, млрд. дол. США	обсяг валюти, проданої населенню, млрд. доларів США – обсяг валюти, купленої банками в населення, млрд. дол. США

*Фінансові дисбаланси в економіці:
особливості ідентифікації та механізми корекції*

Продовження додатку В

1	2
Рівень доларизації грошової маси, %	(переказні депозити в іноземній валюті, млн. грн. + інші депозити в іноземній валюті, млн. грн. + цінні папери, крім акцій в іноземній валюті, млн. грн.) / грошова маса (M3) x 100
6. Грошово-кредитна безпека	
Питома вага готівки поза банками в загальному обсязі грошової маси (M0/M3), %	готівкові кошти в обігу поза депозитними корпораціями (M0), млн. грн. / грошовий агрегат M3 (грошова маса), млн. грн. x 100
Різниця між процентними ставками за кредитами, наданими депозитними корпораціями у звітному періоді, та процентними ставками за депозитами, залученими депозитними установами (крім Національного банку), відсоткових пунктів	процентні ставки за кредитами, наданими резидентам, відсотків – процентні ставки за депозитами, залученими депозитними корпораціями від резидентів, %
Рівень середньозваженої процентної ставки за кредитами, наданими депозитними корпораціями (крім Національного банку) в національній валюті, відносно індексу споживчих цін, відсоткових пунктів	середньозважена процентна ставка за кредитами, наданими депозитними корпораціями (крім Національного банку) в національній валюті, відсотки – індекс споживчих цін (до відповідного періоду попереднього року)
Частка споживчих кредитів, наданих домогосподарствам, у загальній структурі кредитів, наданих резидентам	споживчі кредити, надані домогосподарствам / кредити, надані резидентам x 100
Питома вага довгострокових кредитів у загальному обсязі наданих кредитів (скорегований на курсову різницю), %	кредити, надані в іноземній валюті на термін понад 5 років / офіційний курс національної грошової одиниці до долара США у поточному періоді, середній за період / офіційний курс національної грошової одиниці до долара США у відповідному періоді попереднього року, середній за період + кредити, надані в національній валюті / кредити, надані резидентам x 100
Загальний обсяг вивезення фінансових ресурсів за межі країни, млрд. дол. США	-

Показники фінансової стійкості

Код	Показник
1	2
	Основні ІФС депозитних корпорацій
I1	Співвідношення регулятивного капіталу до зважених за ризиком активів
I2	Співвідношення регулятивного капіталу 1 рівня до зважених за ризиком активів
I3	Співвідношення недіючих кредитів без урахування резервів до капіталу
I4	Співвідношення недіючих кредитів до сукупних валових кредитів
I5	Співвідношення кредитів за секторами економіки до сукупних валових кредитів
926S	Частка в сукупних валових кредитах: Резиденти
DT00	Частка в сукупних валових кредитах: Депозитні корпорації
CB00	Частка в сукупних валових кредитах: Центральний банк
OF00	Частка в сукупних валових кредитах: Інші фінансові корпорації
GG00	Частка в сукупних валових кредитах: Сектор загального державного управління
NF00	Частка в сукупних валових кредитах: Нефінансові корпорації
OD00	Частка в сукупних валових кредитах: Інші сектори-резиденти
NR00	Частка в сукупних валових кредитах: Нерезиденти
I6	Норма прибутку на активи
I7	Норма прибутку на капітал
I8	Співвідношення процентної маржі до валового доходу
I9	Співвідношення непроцентних витрат до валового доходу
I10	Співвідношення ліквідних активів до сукупних активів
I11	Співвідношення ліквідних активів до короткострокових зобов'язань
I12	Співвідношення чистої відкритої позиції в іноземній валюті до капіталу
	Рекомендовані ІФС
	Депозитні корпорації
I13	Співвідношення капіталу до активів
I14	Співвідношення великих відкритих позицій до капіталу
I15	Співвідношення кредитів за географічним розподілом до сукупних валових кредитів
926G	Частка в сукупних валових кредитах: Внутрішня економіка
110W	Частка в сукупних валових кредитах: Країни з розвинутою економікою, за винятком Китаю
200W	Частка в сукупних валових кредитах: Інші країни з економікою, що розвивається, включаючи Китай
605W	Частка в сукупних валових кредитах: Африка

*Фінансові дисбаланси в економіці:
особливості ідентифікації та механізми корекції*

Продовження додатку Д

1	2
603W	із них: Частка в сукупних валових кредитах: Нижня Сахара
904W	Частка в сукупних валових кредитах: Центральна та Східна Європа
901W	Частка в сукупних валових кредитах: Співдружність Незалежних Держав та Монголія
505W	Частка в сукупних валових кредитах: Азія, включаючи Китай
405W	Частка в сукупних валових кредитах: Близький Схід
205W	Частка в сукупних валових кредитах: Західна півкуля
I16	Співвідношення валової позиції похідних фінансових інструментів в активах до капіталу
I17	Співвідношення валової позиції похідних фінансових інструментів у зобов'язаннях до капіталу
I18	Співвідношення доходу від торговельних операцій до валового доходу
I19	Співвідношення витрат на утримання персоналу до непроцентних витрат
I20	Спред між ставками за кредитами та депозитами (базисні пункти)
I21	Спред між найвищою та найнижчою міжбанківськими ставками (базисні пункти)
I22	Співвідношення депозитів клієнтів до сукупних валових кредитів (крім міжбанківських)
I23	Співвідношення кредитів в іноземній валюті до сукупних валових кредитів
I24	Співвідношення зобов'язань в іноземній валюті до сукупних зобов'язань
I25	Співвідношення чистої відкритої позиції за інструментами участі в капіталі до капіталу
	Ринки нерухомості
I39	Співвідношення кредитів на житлову нерухомість до сукупних валових кредитів
I40	Співвідношення кредитів на комерційну нерухомість до сукупних валових кредитів

Додаток Е
Показники кредитування приватного сектору економіки України

Рік	Обсяг внутрішнього кредитування, млн. грн.	Обсяг зовнішнього кредитування, млн. дол. США	Курс долара США	Обсяг зовнішнього кредитування, млн. грн.	ВВП, млн. грн.	Обсяг кредиту- вання до ВВП, %
2005	654,9	3 575	5,05	18 053,8	441 452	4,2
2006	459,1	5 468	5,05	27 613,4	544 153	5,2
2007	2 707,1	10 378	5,05	52 408,9	720 731	7,6
2008	-1 182,4	12 703	7,7	97 813,1	948 056	10,2
2009	-30 273,0	3 023	7,99	24 153,8	913 345	-0,7
2010	14 072,2	8 655	7,96	68 893,8	1 082 569	7,7
2011	73 691,0	11 117	7,99	88 824,8	1 316 600	12,3
2012	36 454,1	11 517	7,99	92 020,8	1 408 889	9,1
2013	101 203,0	6 789	7,99	54 244,1	1 454 931	10,7
2014	179 064,0	-8 512	11,89	-101 207,7	1 566 728	5,0
2015	-274 653,0	-3 152	21,85	-68 871,2	1 979 458	-17,4
2016	-50 046,8	567	25,55	14 486,9	2 383 182	-1,5
2017	17 897,5	485	28,07	13 614,0	2 982 920	1,0

Додаток 3

Міжнародна інвестиційна позиція України, млрд. дол. США

Стаття балансу	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
АКТИВИ	42,7	57,0	90,3	106,5	112,5	133,4	139,9	143,7	138,1	122,5	125,0	120,3	129,3
Резервні активи	19,4	22,3	32,5	31,5	26,5	34,6	31,8	24,5	20,4	7,5	13,3	15,5	18,8
Прямі інвестиції за кордон	0,5	0,3	6,1	7,0	7,3	8,0	8,1	9,4	9,7	9,7	9,9	7,9	8,2
Портфельні інвестиції	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
Інші інвестиційні активи	22,8	34,4	51,7	67,9	78,7	90,8	99,8	109,6	107,8	105,1	101,6	96,7	102,3
ЗОБОВ'ЯЗАННЯ	56,9	76,9	117,0	146,7	152,8	172,2	187,8	203,1	215,0	185,6	177,2	158,7	155,0
Прямі інвестиції в Україну	17,2	23,1	38,1	47,0	52,0	58,0	66,3	75,0	78,9	63,9	62,2	48,9	43,9
Портфельні інвестиції, в т.ч.:	9,0	12,9	18,6	17,1	15,6	20,0	21,7	26,7	35,9	33,0	29,9	29,7	30,6
- боргові цінні папери	8,1	11,6	16,5	14,8	13,1	17,3	18,2	23,2	30,7	28,3	25,0	24,8	25,4
Інші інвестиційні зобов'язання, в т.ч.:	30,7	41,0	60,3	82,7	85,2	94,2	99,8	101,4	100,2	88,8	85,2	80,0	80,5
- кредити	19,4	28,8	47,5	65,5	63,8	69,6	71,0	68,7	64,3	60,9	62,9	59,9	61,2
ЧИСТА МІЖНАРОДНА ІНВЕСТИЦІЙНА ПОЗИЦІЯ	-14,2	-19,9	-26,7	-40,2	-40,2	-38,8	-47,9	-59,4	-76,8	-63,1	-52,2	-38,4	-25,6

Додаток И

Результати тесту причинності Гренжера*

Країна	Ляг									
	1		2		3		4		5	
	F-статистика	Вірогідність	F-статистика	Вірогідність	F-статистика	Вірогідність	F-статистика	Вірогідність	F-статистика	Вірогідність
Гіпотеза А										
Аргентина	8,51276	0,0096	5,02224	0,0227	3,80630	0,0429	3,75003	0,0528	3,13566	0,1177
Бразилія	10,6650	0,0068	6,19604	0,0203	3,63432	0,0837	1,18212	0,4638	-	-
Чилі	0,64151	0,4418	0,85350	0,4659	0,28814	0,8327	9,09316	0,2432	-	-
Китай	0,86784	0,3646	0,51504	0,6084	0,64608	0,6015	0,35581	0,8333	1,23560	0,4110
Угорщина	4,10554	0,0587	4,02257	0,0417	3,03190	0,0750	1,83714	0,2152	1,11922	0,4523
Індонезія	9,22803	0,0103	0,50332	0,6206	0,92336	0,4845	0,72142	0,6315	-	-
Індія	12,5291	0,0025	6,21880	0,0117	2,97621	0,0783	3,45378	0,0639	5,29436	0,0456
Мексика	0,07268	0,7909	0,96720	0,4059	2,72263	0,1004	3,86732	0,0575	1,43793	0,3733
Малайзія	0,07904	0,7820	4,17592	0,0378	1,16657	0,3664	0,48650	0,7462	0,67733	0,6603
Росія	1,46165	0,2482	0,21951	0,8067	0,40752	0,7526	2,52161	0,1961	0,78639	0,6894
Саудівська Аравія	4,93374	0,0402	4,69094	0,0276	4,88704	0,0213	2,91071	0,0927	3,08761	0,1207
Таїланд	25,7259	0,0001	0,27226	0,7659	0,27877	0,8395	0,75701	0,5845	1,13909	0,4627
Туреччина	10,7752	0,0065	6,78090	0,0160	1,69640	0,2661	1,44210	0,3976	-	-
Південна Африка	0,12244	0,7325	0,27640	0,7647	2,67338	0,1410	6,41110	0,0794	-	-
Гіпотеза В										
Аргентина	0,84791	0,3700	1,69029	0,2200	0,78810	0,5253	3,04281	0,0845	1,84052	0,2597
Бразилія	0,19646	0,6655	0,54600	0,5973	1,17733	0,3939	0,23911	0,8997	-	-
Чилі	14,2055	0,0037	2,81106	0,1270	1,32820	0,3826	127,210	0,0664	-	-
Китай	2,37911	0,1414	1,16240	0,3412	2,28341	0,1357	1,35279	0,3310	18,7709	0,0030
Угорщина	63,1056	4,E-07	4,10820	0,0395	14,7331	0,0004	5,47589	0,0201	5,12393	0,0486
Мексика	2,13780	0,1631	8,24539	0,0049	4,84797	0,0247	4,04052	0,0522	3,52092	0,1232
Малайзія	0,53056	0,4763	0,57770	0,5740	0,60594	0,6248	0,38876	0,8113	0,70696	0,6436
Польща	13,5465	0,0019	3,35370	0,0646	2,64049	0,1016	1,71785	0,2385	3,00005	0,1266
Росія	0,28474	0,6026	10,0273	0,0041	1,51482	0,2924	1,06990	0,4747	441,241	0,0361
Саудівська Аравія	1,75026	0,2034	2,80989	0,0942	1,62494	0,2400	0,14853	0,9585	0,22047	0,9387
Таїланд	33,9047	3,E-05	4,03145	0,0434	1,54329	0,2635	0,53828	0,7132	0,57714	0,7212
Туреччина	1,22760	0,2896	0,91185	0,4359	0,68176	0,5948	0,55728	0,7124	-	-

Наукове видання

Л.П. Сідельникова, О.С. Новосьолова

**ФІНАНСОВІ ДИСБАЛАНСИ В ЕКОНОМІЦІ:
ОСОБЛИВОСТІ ІДЕНТИФІКАЦІЇ
ТА МЕХАНІЗМИ КОРЕКЦІЇ**

Монографія

Верстка – Н.М. Ковальчук

Підписано до друку 03.10.2018 р. Формат 60х84/16.
Папір офсетний. Гарнітура Times New Roman. Цифровий друк.
Умовно-друк. арк. 13,49. Наклад 300. Зам. № 0504м-117.
Віддруковано з готового оригінал-макета.

Видавництво та друк: «ОЛДІ-ПЛЮС»
73034, м. Херсон, вул. Паровозна, 46-а
E-mail: oldi-ks@i.ua
Свід. ХС № 2 від 16.08.2000 р.