УДК 336.764.061

Економіка і становлення нової системи господарювання

Корнєєв В.В., *д-р екон. наук*
Інститут економіки та прогнозування НАН України

ФІНАНСОВІ СПЕКУЛЯЦІЇ ТА СТІЙКІСТЬ ЕКОНОМІЧНИХ СИСТЕМ

Розглядаються питання впливу фінансових спекуляцій на стійкість економічних систем, у першу чергу, реального сектора економіки. Визначені форми та інструменти фінансових спекуляцій, сучасні прояви "перегріву" економіки України. Обґрунтовані особливості розвитку вітчизняного фінансового ринку та заходи щодо нівелювання ризиків дестабілізації фінансової системи України.

Останні десятиріччя ознаменувалися бурхливим зростанням обсягів операцій на фінансових ринках і збільшенням їх значення в економіках різних країн. Спектр наявних і поновлюваних фінансових інструментів забезпечує реалізацію механізму накопичення і перерозподілу ресурсів – грошово-кредитних і товарно-матеріальних, причому інтенсивність міжрегіонального руху капіталів постійно зростає. У глобалізованому світі турбулентність фінансових ринків стає ключовою ознакою їх розвитку та основною проблемою забезпечення стійкості економічних систем.

Трансформація світової фінансової архітектури й утворення євроринків розширили регіональні можливості здійснення трансакцій, чому сприяло, за визначенням М.Пебро, "... зростання офшорних авуарів фінансових активів"[1, с. 79]. Функціонування євроринків має певні особливості. *По-перше*, професіональні оператори-дилери враховують вимоги національного законодавства, але євроринок не регулюється урядом чи законодавством окремої країни, він фактично є саморегулівним. *По-друге*, фінансові активи і зобов'язання продаються без обмежень у багатьох країнах.

Назва "євро" у цьому значенні – не більш як данина традиціям, оскільки зародження євроринку відбулось дійсно на європейському континенті, але згодом подальший розвиток засвідчив його інтернаціональну природу, переріс континентальні рамки і вже давно є синонімом глобального ринку капіталів[1]. Євроринки поєднують операційні можливості фінансових центрів світу і розвиваються екстериторіально. Транснаціональний капітал вільно перемі-

[1] Префікс "євро" в назвах "євроринки", "єврододолари", "європапери" та інших подібних з моменту введення в обіг єдиної валюти країн ЄС створив додаткові мовні незручності, які отримали назву "криза синтаксису".

© В.Корнєєв, 2008

щується в пошуках більш дохідних регіональних ринків, і при фактичній незалежності від контролю і регулювання офіційними установами, розширює можливості реалізації спекулятивних інтересів учасників ринку. Така відособленість капіталу перетворюється в його самодостатність і є дисонансом взаємообумовленому розвитку економічних систем країн світу.

Притаманна циклічність розвитку фінансових ринків засвідчує наявність поперемінних економічних бумів і спадів. Фінансові спекуляції є основою циклічних коливань стану ринків, які проявляються в мінливій динаміці цін на біржові товари, цінні папери, валюту, нерухомість. За даними МВФ, у післябреттонвудський період і до кінця XX ст. у світі сталося близько 160 валютних і більш ніж 50 банківських криз різної сили [2, с. 65]. У наступні роки кризові явища спостерігались на ринках інтернет-компаній (початок 2000-х рр.), паніка приватних вкладників банків Росії та України (2004 р.), і останній приклад – серпнева 2007 р. іпотечна криза в США, яка ще не закінчена і має мультиплікативний негативний ефект і для інших ринків у різних країнах. Фінансові спекуляції як невід'ємний елемент економічних трансформацій в значній мірі є провісниками фінансових криз і тому викликають відповідний дослідницький та практичний інтерес.

В рамках актуалізації зазначеної проблеми метою цієї публікації є оцінка впливу фінансових спекуляцій на розвиток глобальної і вітчизняної економічних систем, формулювання рекомендацій щодо забезпечення їх відносної стійкості та запобігання переміщенню неконтрольованого спекулятивного фінансового капіталу в Україні.

Щодо уточнення вживаного в статті термінологічного апарату слід зазначити таке. Термін "система" разом із множинністю тлумачень може трактуватися і як "форма, спосіб організації і побудови чого-небудь" [3, с. 189]. Використання дедуктивної екстраполяції дозволяє погодитись з тим, що під "економічною системою розуміється система розширеного виробництва, яка включає як основну форму власності, так і відповідну їй організаційну побудову ... господарства" [4, с. 19]. Саме з цих позицій у цьому матеріалі розуміється і вживається термін "економічна система".

Визначення сутності спекуляції Н.Калдором у фактично класичному трактуванні доволі просте й містке: "Спекуляція – це купівля чи продаж блага з метою його наступного перепродажу (чи повторної купівлі), мотивованого сподіваннями на зміну ціни цього блага, а не вигодами від його використання" [5]. Оскільки при будь-яких проявах спекуляції використовується основною передумовою і результатом відповідних дій коливання вартості грошей як фінансових активів, то в економічному розумінні йдеться насамперед про фінансову спекуляцію. Слід підкреслити, що при цьому гроші утворюються і репродукуються саме як фінансові активи, а не як товар, – таку особливість

втрати сучасними грошима товарної природи і набуття ними кредитного знаку ціни відзначає і Л.Рябініна [6].

Фінансова спекуляція є засобом отримання прибутку на різницях цінових коливань вартості фінансових і матеріальних активів без утворення доданої вартості в їх кругообігу. Орієнтація на ситуативний зиск від цінових коливань вартості активів у поєднанні з надмірною диспропорційністю обсягів та швидкості обігу фінансового і реального капіталів (хоча кількісно не визначено міру цієї надмірності) визначає природу спекулятивних угод.

Фінансова спекуляція формує ілюзію вартості у відриві від економічної реальності цін. Волатильність цін фінансових активів, що перебувають в обігу, завжди є більшою за зміни першочергових факторів формування ринків. Така особливість цінової динаміки провокує "мильні бульбашки" і ґрунтується на суб'єктивній переоцінці перспектив економічного розвитку. Окрім похибок фундаментального і технічного аналізу, така переоцінка має і психологічне пояснення. Психологічні чинники спекулятивної поведінки та їх наслідки детально розглянуті Ч.Кіндлебергером [7].

Термін "спекулянт" не завжди сприймається адекватно, і зокрема, у непрофесіональному середовищі. Непоодиноким є спрощене трактування цього поняття як синоніму обману, шахрайства, примітивного перепродажу чогонебудь за більш високою ціною. При цьому ціна активу (товару) обраховується тільки при наявності цього ж активу (товару), і така конкретна ув'язка не дозволяє абстрагувати самостійний рух ціни у відриві від реальної вартості активу. У дійсності ж фінансова спекуляція має місце тоді, коли ціна проявляється як "річ у собі", коли зміни цін автономні відносно динаміки вартості базових активів. Ними можуть виступати як матеріальні, так і фінансові активи (цінні папери, гроші та відповідні права вимоги на них). Тобто спекуляція через зміну ціни виростає з капіталізації базового активу, а згодом і переростає його вартість. Таке переростання вже потребує організації спекулятивного ринку як "саморинку".

При розгляді природи фінансової спекуляції важливо визначити, якою мірою спекулятивні потоки капіталу сприяють активізації надходження ресурсів, а якою заважають цьому процесу. За твердженням Дж.М.Кейнса, "... спекулянти не приносять шкоди, коли вони залишаються бульбашками на поверхні рівного потоку підприємництва. Однак обставини ускладнюються, коли підприємництво перетворюється в бульбашку у коловороті спекуляції" [8, с. 224]. Отже, йдеться про необхідність спрямування стихії ринку в організоване русло і обмеження можливості неконтрольованого прояву фінансових операцій, іншими словами – потрібно мати засоби впливу на обсяги і форми спекулятивних угод.

Фінансові спекуляції мають позитив у кількох аспектах. *По-перше*, завдяки помірним спекуляціям фінансові ринки набувають характеристики ліквідності. Спекулянти уособлюються з основною групою учасників вторинного ринку. Спекулятивні вкладення на вторинному ринку примножують

попередньо вкладені кошти, в тому числі і населення, – результатом є збільшення платоспроможного попиту. *По-друге*, спекулянти перебирають на себе й переважну частину ринкового ризику, без якого не може бути й самої спекуляції. Фінансові інструменти, і в першу чергу – похідні, у професіональному оперуванні використовуються не тільки виключно для спекуляцій, а й поєднано з ними дозволяють хеджувати ризики.

Спекулятивні угоди підписуються в очікуванні зміни ціни на будь-які активи. Звичайно, фінансовий "гешефт" полягає у виграші на різниці цін, але економічний інтерес не є виключно спекулятивним, а капіталізована вартість повинна перевищувати авансовані витрати. Фінансовий ризик здебільшого взаємний для сторін угоди, і легітимний підприємницький прибуток не є обманом, а виступає винагородою за успіх і нейтралізацію ринкової невизначеності. Хеджерська функція "виваженого" спекулянта є основною, її реалізація підвищує інвестиційну привабливість ринку, його масштаби і ліквідність.

Головною небезпекою фінансових спекуляцій, яка перекриває всі позитиви, *є перетворення капіталу на фікцію, тобто утворення "макробульбашки" як результату непродуктивного господарювання*. Формула кругообігу грошового (фінансового) капіталу Г – Т – Г ^{l}з прискоренням у часі трансформується в Г – Т – Г^{l} – Г^{ll} $^{-}$ .... – Г^{nl}, тобто фактично будується фінансова піраміда, падіння якої провокує фінансову кризу і обвал (крах) ринків. Обсяги краху обумовлюються розмірами фінансової піраміди. Падіння фінансових пірамід завжди відбувається через відсутність продуктивної основи капіталізації авансованих ресурсів. Оцінка останніх при цьому ґрунтується на фіктивній віртуальній вартості, якої реально в природі не існує.

Не весь фінансовий капітал є спекулятивним. Спекулятивний капітал авансується в обіг як частина фінансового капіталу – перший є частиною другого. Спекулятивний капітал виникає і продукується в результаті проведення операцій з фінансовими інструментами, в значній мірі з фіксованою дохідністю та похідними, і минаючи реальний сектор економіки, трансформується знову в деривативи та незабезпечені активи. Спекулятивний капітал функціонально проявляється через вкладення в короткотермінові активи, – інакше спекулятивний прибуток не може бути отриманий. Тому спекулянти уникають довгострокових вкладень. Не тільки обсяги нерозміщених ресурсів, а й надлишок спекулятивного капіталу визначають надлишкову ліквідність ринків.

Механізм фінансових спекуляцій. Можливість безпосередньо впливати на динаміку ринків мають великі портфельні інвестори, зокрема хедж-фонди, із зрозумілих причин – нерезиденти. Основний інтерес останніх спрямований на короткотермінові вкладення в країні (регіоні) розміщення капіталу при володінні зіставними фінансовими ресурсами порівняно з розмірами ринку-мішені. Такі інвестори-спекулянти приймають на себе значні короткі позиції (тобто продаж активів) в ослабленій валюті, використовуючи для цього угоди

типу спот, форвард, опціон та ін. Зростання внутрішнього ринку обумовлюється переважно, а інколи й виключно, за рахунок зовнішніх ресурсів.

Особливо небезпечна олігополія в структурі портфельних інвесторів, коли після "розігріву" ринку при закінченні гри на підвищення цін, фіксується отриманий прибуток, а потім активна гра на зниження через міграцію (втечу) капіталу за межі країни дозволяє отримувати додатковий прибуток від шоків, викликаних падінням вартості фінансових активів на нестабільному ринку. Зменшення попиту на фінансові активи має місце на різних сегментах: ринках акцій, депозитарних розписок, державних і корпоративних облігацій.

Поки має місце тренд зростання світової економіки і ринків, спекулянти грають на підвищення цін. За таких умов ринок-мішень сам по собі є макроактивом за наявності значних ризиків і очікуваних надвисоких прибутків. Але коли проявляються і посилюються негативні сигнали (зростання інфляції, рівня процента і вартості активів, заборгованості, переважання імпорту над експортом, дефіцит бюджету та інші), нерезиденти фіксують прибуток і починають виводити капітали з одночасним тиском на валютний курс.

Ажіотаж спекуляцій на підвищенні цін в кульмінативній точці змінюється панікою при їх падінні, і такий, часто дуже швидкий перехід від зростання ринків до їх падіння є початком фінансової кризи.

Вирізняються три основні форми фінансових спекуляцій.

По-перше, це відокремлене застосування деривативів (строкових похідних фінансових інструментів – опціонів, ф'ючерсів, форвардів, варантів) без урахування вартості відповідних базових активів.

По-друге, ажіотажний розвиток кредиту і боргових інструментів для фінансування економічних потреб на макро- і мікрорівнях;

По-третє, фіктивна, штучна капіталізація ринку пайових цінних паперів (у першу чергу акцій) при переважанні нерелевантної інформації.

Фінансові спекуляції у міжнародному середовищі супроводжуються генерацією потоків євровалют і "доларизацією" регіональних економічних систем, які формують загальний "фон" валютної номінації спекулятивних угод.

Спекулятивний бум завжди відображає зростання цін на різні фінансові та матеріальні активи – цінні папери, іноземну валюту, нерухомість, метал, нафту та ін. Реакцією учасників ринку на бум часто є скупка цих активів у розрахунку очікування подальшого зростання цін.

Форми фінансових спекуляцій поєднуються з передумовами фінансових криз. До останніх можна віднести такі явища: 1) зростання активів охоплює не всю економіку, а тільки її частину, внаслідок чого має місце сегментована акселерація одного чи кількох секторів економіки; 2) нерелевантність інформації щодо трендів розвитку ринків та оцінки вартості фінансових і матеріальних активів, падіння курсів цінних паперів; 3) підвищення облікової та інших процентних ставок; 4) швидке зміцнення без чіткої продуктивної основи національної

валюти; 5) неадекватність оцінки позичальників та якості кредитної застави в умовах кредитування приватного сектора; 6) відокремлення банків-кредиторів від ризику дефолту внаслідок сек'юритизації фінансових інструментів; 7) дисбаланси в обсягах заощаджень та інвестицій домогосподарств; 8) підвищення частки нерезидентів як учасників ринку в різних його сегментах; 9) зростання дефіциту торговельного балансу, державного і корпоративного боргу; 10) наявність проблем ліквідності банків та одночасно небанківських установ.

Кураж фінансових спекуляцій передує фінансовим кризам. Проте спекуляції аж ніяк не є причиною криз. Основна причина кризи завжди полягає в асинхронності розвитку фінансового і реального секторів економіки, коли при спекулятивній ейфорії в різних сегментах ринку фінансовий капітал самовідтворюється у власному кругообороті і не використовується для фінансування виробничих проектів. *Фінансова криза означає реалізацію систематичного ризику, а фінансові спекуляції продукуються і поновлюються в рамках несистематичного ризику.*

Найбільш уразливими для фінансових спекуляцій є ринки, що розвиваються, які є незначними порівняно з розвинутими ринками, і де національна валюта слабка, умови доступу іноземного капіталу лібералізовані, а спектр фінансових інструментів і внутрішній попит на них вузькі. Зазначене не дає змоги належним чином захищати і підтримувати ринок при настанні кризових обставин.

Перевищення рівня дохідності на фінансових ринках над дохідністю в реальному секторі є закономірним, оскільки фінансовий капітал характеризується більшою мобільністю в циклічному кругообігу ресурсів відтворення. Міжсекторне і міжрегіональне рефлексивне переміщення капіталу орієнтується на швидкі прибутки від обігу "гарячих грошей", коли цінова амплітуда коливань вартості активів у макроструктурі ринку (наприклад, у глобальному середовищі) значно більша в порівнянні з аналогічними показниками змін локального бізнес-середовища – інших окремих регіонів (країн)[2]. Валютний

[2] Дж.Сорос обґрунтував наявність атомістичної моделі міжнародного кругообігу капіталу (див.: Алхимия финансов. – М.: ИНФРА-М, 1996. – С. 27–35). Зазначена модель розкриває рефлексивний характер руху капіталу і використовує поляризацію двох відправних позицій: "центр-периферія". Фінансові ринки периферії асоціюються з країнами, що розвиваються, а центр представляють високорозвинуті країни зі сталою фінансовою історією і передбачуваною перспективою економічного розвитку. Поняття "центр" розуміється екстериторіально – не має особливого значення прив'язка до конкретного фінансового "маяка" (Нью-Йорк, Лондон чи Токіо). Центральними можна вважати ринки країн – членів ОЕСР. Периферія має теж не тільки географічне пояснення, а й позиційну трактовку – місце у міжнародному поділі праці, оцінку вартості факторів економічного відтворення, швидкість обігу капіталу, рейтинг платоспроможності.

Відносно вільні, надлишкові кошти формуються в центрі фінансової системи і перекачуються на периферію, орієнтуючись на ситуативні пропозиції дохідності, окупності, безпечності та ліквідності вкладень. Фінансовий капітал інтернаціоналізується і рухається в напрямку "центр-периферія" переважно у вигляді кредитів та меншою мірою як прямі й портфельні інвестиції, а повернення відбувається у формі капіталізованих активів з приростом до авансованої вартості. Дія такого принципу "зворотного зв'язку" дозволяє центру накопичувати і акумулювати капіталізовані ресурси для їх подальшого перерозподілу знову на периферійні ринки. Правила гри, звичайно, організовані, підтримуються і захищаються в інтересах центру.

арбітраж, хеджування на основі строкових контрактів, операції типу форекс з укладенням дилінгових угод у режимі реального часу забезпечують міграцію "гарячих грошей" і проведення екстериторіальних фінансових спекуляцій.

Розвиток фінансових ринків у міжнародному масштабі безпосередньо пов'язаний з активністю проведення операцій на зовнішніх ринках, зокрема боргових і торговельних. Наявність від'ємного сальдо платіжного балансу сигналізує про можливість погіршення стану і дестабілізації фінансової системи країни. У таких випадках додаткові потреби в іноземній валюті компенсуються надлишком екзогенного надходження коштів, коли їх притік нівелює наявні зовнішньоторговельні проблеми.

Така ситуація характерна для багатьох країн, що розвиваються. У передкризовий період занижений валютний курс спричиняє підвищений попит на валюту і збільшує обсяги імпорту. Торговельний баланс погіршується і може стати від'ємним. Урівноваження попиту і пропозиції на валюту досягається за рахунок термінових іноземних валютних ін'єкцій (більшою мірою – це кредитні транші міжнародних фінансових організацій і сек'юритизовані позики, меншою – прямі й портфельні іноземні інвестиції). Подальше використання іноземного капіталу не завжди є продуктивним, тобто часто превалюють міркування не перспективного, а поточного характеру. Погашаються борги, поповнюються резерви центральних банків для підтримки національної валюти, а розвиток виробництва, у тому числі й експортоорієнтованого, залишається пригніченим. Збільшення імпорту при сповільненні експорту логічно потребує постійних додаткових валютних ресурсів. За таких обставин рух міжнародного капіталу спекулятивно прискорюється і поглиблює негативні тенденції в реальній економіці. Спекулятивний цикл "іноземний капітал – збільшений імпорт – додаткові валютні потреби – додатковий іноземний капітал" також самовідтворюється в зростаючих масштабах. Припиняється така фінансова "гонка" шляхом девальвації національної валюти, чого й домагаються міжнародні спекулянти. За відсутності (чи недостатності) зовнішнього фінансування і слабкості внутрішніх джерел відтворення може скластися загрозлива ситуація для стабільності національної валюти. У подібну ситуацію потрапила й Україна: після серпня 1998 р. в наступні півроку курс гривні відносно долара США знизився практично втричі.

Наслідки фінансових спекуляцій і фінансових криз (спочатку ймовірні, а згодом і дійсні) можуть бути такими: а) економічна рецесія – як в різних країнах, так і в найбільш переобтяжених зобов'язаннями галузях економіки, банкрутство підприємств та індивідуальних дебіторів; б) зростання інфляції і нових "пожежних" запозичень; в) зменшення міжнародних резервів центрального банку; г) зниження внутрішнього попиту на товари і послуги; д) падіння суверенних та субсуверенних рейтингів та індексів; е) втеча капіталу за межі країни; є) зростання соціальної напруги.

Наступний виклад матеріалу орієнтований на ретроспективне і поточне висвітлення вищезазначених форм прояву фінансових спекуляцій та обґрунтування можливостей регулювання пропорційності взаємопов'язаного розвитку фінансового і реального (виробничого) секторів економіки.

Спекуляції з похідними фінансовими інструментами, арбітраж і хеджування почали набувати самодостатнього характеру після лібералізації валютних відносин і відміни прив'язки долара до золота в рамках рішень Ямайської (Кінгстонської) конференції 1971 р. Саме у 70–80-ті рр. започатковують діяльність спеціалізовані біржі по торгівлі строковими контрактами (деривативами). Серед таких бірж виділилися зразу і домінують донині Чиказька біржа опціонів і ф'ючерсів (CBOE – Chicago Board Options Exchange) та Лондонська міжнародна біржа фінансових ф'ючерсів і опціонів (LIFFE – London International Financial Future Exchange). Згодом частка ринку деривативів досить стрімко почала наростати і до середини 90-х рр. 75% північноамериканських бірж заснували власні секції опціонів і ф'ючерсів (найвищий тогочасний показник у світі) проти 60% у Південній Америці і близько 40% у країнах Азійсько-Тихоокеанського регіону [9 с, 128]. Фінансові спекуляції в біржовому секторі на основі деривативів пригнітили торгівлю реальними активами: наприкінці 90-х рр. 3/4 контрактів, що реалізовувалися на біржах, були контрактами "нетоварного", тобто чисто валютно-фінансового, типу [10, с. 27].

У 90-ті рр. XX ст. кризові явища обумовлювались переважно саме спекуляціями з фінансовими деривативами та короткостроковими запозиченнями на макро- і мікрорівнях. Тогочасні оцінки вартості деривативів у глобальному економічному середовищі варіативні: від 103,5 трлн дол. США до 382 трлн дол. США [11, с. 38; 12, с. 38].

Л.Ларуш, закликаючи "до нового Бреттон-Вуду", в однойменній статті проаналізував і підкреслив значний розрив між вартістю реальних активів й оцінкою деривативів як фіктивного капіталу у світовому вимірі напередодні кризи 1997–1998 рр. [13, с. 31–35]. Загальний обсяг строкових контрактів у кризовому 1997 р. досяг позначки в 130 трлн дол. США, у тому числі в банківській сфері США – 30 трлн дол. США. Це значно перевищувало не тільки ВВП США, а й ВВП всіх країн світу – ВВП США у 2000 р. оцінювався обсягом 9,3 трлн дол. США, а ВВП всіх інших країн світу – 31 трлн дол. США [14, с. 86].

Нижче, на рис. 1, показано, що сумарні банківські деривативи в американській економіці у 1997 р. більш ніж втричі переважали обсяг ВВП країни.

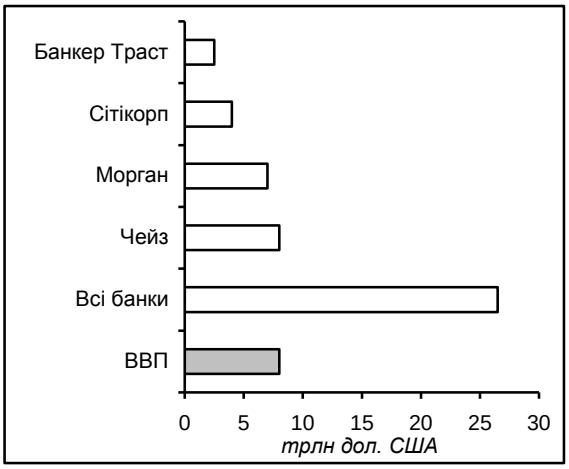

Рис. 1. **Порівняння обсягів ВВП і банківських деривативів США у 1997 р.,** *трлн дол. США*

На рис. 2 дається порівняння обсягів реальних активів і деривативів компанії Дж.П.Морган. Показаний двадцятитрьохкратний дисбаланс – 270 млрд дол. США активів компанії і 6,2 трлн дол. США деривативів – є прикладом тогочасної корпоративної "мильної бульбашки".

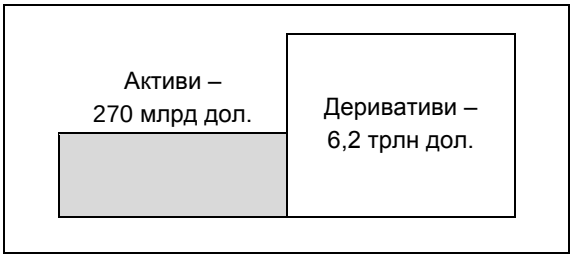

Рис. 2. **Порівняння обсягів активів і деривативів компанії Дж.П.Морган (вересень 1997 р.)**

Найбільш спекулятивними в другій половині 90-х рр. були ринки країн Азійсько-Тихоокеанського регіону, де розрив між вартістю деривативів і базових активів спостерігався найбільшим – сорокакратним.

Розбалансованість обсягів товарної і грошової маси як першооснова фінансових спекуляцій містить проблеми для монетарного регулювання економіки. За експертними оцінками, має місце низький коефіцієнт товарного покриття емітованої грошової маси навіть у розвинутих країнах – в США – 0,64; в країнах ЄС – 0,34; в Японії – 0,27, що становить безпосередню загрозу фінансовій стабільності. У фінансовому секторі Росії приблизно тільки 3–5% грошової маси обслуговують потреби промислових підприємств, тоді як переважна частина спрямовується на врегулювання боргових питань макрорівня [11, с. 42–43]. Голова Національного банку України з парламентської трибуни у квітні 2008 р. акцентовано відзначив у сукупності

антиінфляційних заходів відсутність належного товарного наповнення обігу активів в економіці України.

Ретроспективний аналіз засвідчує, що "здуття" фінансових бульбашок на ринках деривативів наприкінці 90-х рр. відобразилося і на падінні ринків акцій і боргових цінних паперів. Так, ринки акцій у 2000 р. становили 88,3% відносно попереднього року, а ринки фондових запозичень – 98,2%. Сукупна капіталізація фондового ринку у 2000 р. знизились на 6,7%. У наступні 2001–2002 рр. фондові ринки продовжували перебувати в стані депресії. Наприклад, у 2002 р. прибутки американських компаній зменшились на 27% порівняно з 2001 р. На початку 2003 р., після тимчасової відносної стабілізації на фінансових ринках у IV кварталі 2002 р., вартість акцій на біржах США знову знизилася на 40–60%. Для новітніх галузей економіки (передусім у США й в інших розвинутих країнах) закінчився період буму акцій інтернет-компаній.

Внаслідок терористичних актів у вересні 2001 р. Нью-Йоркська фондова біржа не функціонувала з 11 по 17 вересня 2001 р., – збитки від її вимушеного закриття становили 400 млрд дол. США. Загальні втрати капіталізації тільки фондового ринку США в перші півтора місяця після терактів становили 1,23 трлн дол. США. У грудні 2001 р. розпочалася серія корпоративних скандалів серед американських компаній, пов'язаних із шахрайством та підміною даних бухгалтерської звітності (банкрутство корпорацій "Enron", "WorldCom", позбавлення права аудиту "Arthur Andersen" та ін.).

Приклади кризових явищ у банківській сфері, викликаних операціями з деривативами. Ще в лютому 1995 р. надмірна ризиковість при проведенні біржових маніпуляцій трейдера найстарішого на той час англійського банку Barings призвела до банкрутства останнього. При наявності попередніх збитків внаслідок непрофесійного арбітражу ставка панічно була зроблена на японський індекс Nikkei-225, але при тогочасному падінні японського фондового ринку втрати банку тільки зросли – до 50 млн дол. щоденно, яких уже не можна було приховати. Збанкрутілий банк Barings був визнаний таким судовою інстанцією наприкінці лютого того ж року і проданий уже через тиждень на початку березня за символічну суму в один фунт стерлінгів голландському холдингу ING.

Як відомо, історія, і зокрема економічна, вчить тому, що її не вивчають як слід. У 2007 р. третій за розміром банк Франції Credit Agricole зазнав збитків на чверть мільярда євро саме через ризиковані і несанкціоновані дії трейдерів. Також збанкрутував американський інвестиційний банк Bear Stearns.

Проте наприкінці січня 2008 р. вже другий за розміром французький банк Societe Generale оголосив про збитки обсягом близько 5 млрд євро і також внаслідок арбітражних шахрайських односторонніх спекуляцій (при цьому азартним трейдером підтримувався інвестиційний ф'ючерсний портфель на зростання фондових індексів і фактично нехтувався протилежний

портфель на зниження фондових індексів). Спроби банку закрити угоди, орієнтовані на зростання індексів, не дали бажаного результату, і на Паризькій біржі до врегулювання скандалу тимчасово призупинились торги акціями банку. Зважаючи, що капіталізація Societe Generale (35 млрд євро) семикратно перевищує обсяги заподіяних збитків, банкрутство банку не загрожує.

На підставі вищенаведених прикладів можна відзначити, що *дисбаланс між реальною та фіктивною вартістю фінансових активів формує інформаційна асиметрія та нерелевантність оцінки вартості базових та похідних активів одночасно з дезінформацією щодо перспектив фінансових рішень ринкових контракторів.*

На фінансових ринках використовується далеко не достовірна інформацію, асиметричність попиту і пропозиції в інформаційному просторі є характерною ознакою розвитку фінансових ринків. Зацікавлені учасники можуть зменшувати наявну асиметричність, поповнюючи необхідну інформацію і оцінюючи її з погляду нетто-вигідної позиції. Проте така оцінка часто є інтуїтивною і пояснюється прагненням капіталізуватись під час фази зростання ринків. Відзначена вище роль психологічного фактора в спекулятивних угодах є незаперечною.

Підтвердженням такого висновку є так званий ефект багатства, сутність якого полягає в тому, що значна частина вільних коштів населення розвинутих країн вкладається в акції й кількісна оцінка таких пайових здобутків коливається разом зі змінами капіталізації (чи знецінення) ринку акцій.

Боргова складова спекуляцій. У державному та корпоративному секторі при фінансуванні розвитку практично завжди використовуються запозиченні ресурси, що при недостатності засобів відшкодування чи зміні економічної кон'юнктури призводить до обвальних наслідків.

Напередодні криз 90-х рр. та на початку XXI ст. на мікрорівні різко підвищувалися обсяги кредитування приватного сектора і використання боргових ресурсів для підприємницького розвитку. Наприклад, у Таїланді показник кредитування приватних структур зріс із 20 у 1992 р. до 30% у 1994 р., в Малайзії – з 11,2 у 1992 р. до 30,5% у 1995 р. Корпоративні структури Південної Кореї мали ризиковане переважання запозичених коштів у структурі фінансування – відношення боргу до акціонерного капіталу в 1996 р. становило для "Daewoo" 316%, "LG" – 378, "Hyundai" – 453, "Samsung" – 473%. У наступному 1997 р. середнє значення цього показника по вибірці найбільших південнокорейських структур вже становило 593% [15, с. 41; 16, с. 93]. Значна індивідуально-вибіркова концентрація боргового капіталу призвела до штучного перенасичення окремих галузей і країн кредитними ресурсами і появи надлишкових, не повністю затребуваних ринком виробничих потужностей. Тобто в цьому аспекті мала місце криза перевиробництва. Як наслідок, знизились

прибутки на авансований капітал і підвищився ризик неплатоспроможності у реальному і фінансовому секторах економіки.

Корпоративні крахи значною мірою пояснюються саме неузгодженістю політики внутрішнього фінансового менеджменту в частині пасивно-активних операцій. Довгострокові активи дистанціюються від короткострокових пасивів. Пропозиція і попит на фінансові ресурси стають неврівноваженими. Перевантажена борговими зобов'язаннями структура фінансування при обмежених варіантах розміщення вільних коштів недовго балансує на межі зриву і згодом зазнає руйнації з відповідними негативними наслідками.

На макрорівні борговий "навіс" для країн утворюється за рахунок різниці між вартістю кредитних ресурсів і темпами економічного розвитку суверенних позичальників. Якщо темпи зростання економіки коливаються в межах 1–5 %, а ставка позикового процента має діапазон 8–20%, то для того, щоб обслуговувати борги, потрібно знову позичати гроші, тобто вимушено будувати боргову піраміду.

Наскільки фінансові спекуляції на ринках деривативів і ринках запозичень можуть поєднуватися, засвідчують дані таблиці.

Таблиця

Структура зарубіжних ринків опціонів і ф'ючерсів, *%*

Інструменти базові	**Сегменти ринків**	
	Біржовий ринок	**Позабіржовий ринок**
фондові	10,8	2,3
валютні	0,4	11,8
відсоткові	88,8	85,9

Джерело: БИКИ, 2007, ноябрь. – № 44. – С. 2.

Оскільки процент завжди є засобом капіталізації позикового капіталу, а процентні опціони і ф'ючерси відображають спекуляції саме з кредитними активами, то їх безумовне переважання в структурі біржового і позабіржового ринку деривативів достатньо красномовне. Процентні деривативи як симбіозний фінансовий інструмент містять безпосередню загрозу мультиплікатора фінансових спекуляцій.

Очевидно, що фінансові кризи настають після обвалів різних сегментів ринку, і зокрема, валютного. Падіння валютного ринку може відбуватися при відносно незначних обсягах заборгованості, і в цьому полягає головна відмінність між валютними і борговими кризами. На стабільність національної валюти впливає не стільки загальний обсяг боргу, скільки найбільш ліквідна на даний момент його частина – та, що підлягає терміновій сплаті. Щодо України, то сукупно державний і корпоративний борг перевищив межу безпечності запозичень (60% ВВП), і зважаючи на короткотерміновість корпоративних позик, саме останні є порівняно більш небезпечними для оптимізації боргової політики.

В Україні боргова складова спекуляцій в останні роки засвідчує зміну вектора активності запозичень з державного сектора на корпоративний. Так, при суттєвому зменшенні державного прямого і гарантованого боргу (за даними Мінфіну України – до 12,5% ВВП наприкінці 2007 р.), корпоративний борг зростає надзвичайно швидко. Така можливість стала явною, коли у Законі України "Про цінні папери і фондовий ринок" нововведення щодо ліміту обсягів випуску облігацій підприємств (ст. 8, п. 3) визначились у межах трикратного розміру власного капіталу чи відповідного забезпечення третьої сторони (до цього існувало обмеження в 0,25 величини статутного капіталу). Таке дванадцятиразове збільшення офіційної можливості залучати позиковий капітал на сек'юритизованій основі й обумовило сплеск корпоративних запозичень. Також слід підкреслити, що корпоративний борг в переважній частині є зовнішнім.

На внутрішньому ринку державного боргу характерним є домінування нерезидентів, тобто розподіл боргу за ознакою резидентності є достатньо умовним. Також відомо, що офіційно зовнішній державний борг вже багато років практично вчетверо перевищує внутрішній. При перших ознаках паніки іноземні спекулянти можуть відмовитися від купівлі українських облігацій (як це вже мало місце у 1998 р.), очікуючи безумовного погашення попередніх випусків. Коли держава залишається без зовнішньої фінансової підтримки, боргова піраміда падає, оскільки саме спекулятивні наміри складають основу запозичень.

Доларизація[3] в частині оцінки її впливу на продукування спекуляцій небезпечна тим, що при її офіційній і неофіційній формах одночасно з обігом національної валюти коливається сеньйораж, який отримує країна-емітент власних грошей. Чим вищий рівень доларизації, тим менші вигоди сеньйоражу для залежної сторони. Її національна валюта недостатньо використовується для обслуговування поточних операцій.

Безперешкодний андерайтинг євродоларів забезпечується шляхом переважного використання американської валюти як резервних світових грошей. США створили систему постійного зарубіжного попиту на американський долар. Зміни співвідношення долар/євро стали особливо помітними з 2000 р. – після тогочасного зниження темпів економічного зростання економіки США, терористичних актів 2001 р. і наступних корпоративних скандалів. Влітку 2002 р. фінансові ринки вперше рівнопропорційно оцінили купівельну спроможність долара і євро. Незважаючи на наступне і до сьогодні постійне зміцнення євро порівняно з доларом (наприкінці лютого 2008 р. котирування цих двох валют перевищило психологічну відмітку 1,5 дол./євро), американська валюта зберігає свою монетарну та інвестиційну привабливість.

[3] Під *доларизацією* слід розуміти витіснення національної валюти не тільки доларом США, а й будь-якою іншою іноземною валютою.

Цінові коливання вартості енергоресурсів також мають суттєвий вплив на динаміку обсягів доларової маси. Тому зростання цін на нафту у 1973, 1979, 2000 рр. та в останні 2007–2008 роки обумовили значне доларове поповнення валютних рахунків країн-членів ОПЕК та інших експортерів "чорного золота". Згодом ці нафтодолари розміщуються і обертаються на глобальних фінансових ринках, забезпечуючи кредитні потреби залежних бізнесових партнерів. Переважна кількість банків – центральних і комерційних – використовує ринок євродоларів для забезпечення своїх зобов'язань та поповнення резервів[4]. За даними МВФ, наприкінці 2007 р. частка доларових активів у світових золотовалютних резервах становила близько 64%, тоді як на євро припадало тільки 26,5%. При зростанні міжнародних резервів Центробанку Китаю в останні роки директор-розпорядник МВФ весною 2008 р. відзначив занижений курс китайського юаня як одну з причин дисбалансу світової економіки.

В Україні, за інформацією НБУ, рівень доларизації економіки у 2004–2007 рр. оцінювався в різні роки в межах 23–27%, проте послідовно має місце зростання грошової маси в іноземній валюті до 17,85 млрд дол. у 2007 р., а монетизація становила в останньому році 42,3%. За іншими експертними оцінками, рівень доларизації в Україні сягає 40% ВВП. В окремих сегментах – ще вище, наприклад, станом на середину 2007 р. 89% іпотечних кредитів, наданих в Україні, були номіновані в доларах США.

Щодо спекулятивної поведінки на боргових ринках слід зазначити, що боргова форма спекуляції не є продуктом модифікації фінансового інструментарію в сучасному економічному середовищі. Ф.Бродель, французький дослідник економічної історії доіндустріальної Європи, аналізуючи причини кризи фінансової системи Голландії наприкінці третьої чверті XVIII ст., виділив надмірність обсягів фіктивних боргових операцій, – коли кредит поступово трансформувався з природного в примусовий, і далі – у "химеричний". "Моду" на позики Ф.Бродель охарактеризував як "спотворення капіталу" [17, с. 271, 246].

Незабезпечене кредитування у перспективі завжди провокує настання кризи. Має місце така послідовність зв'язку між цими явищами: кредитна експансія – економічний бум – обвал ринків – економічна депресія з девальвацією грошової одиниці. Як відзначив Л. фон Мізес, "...причиною депресії є попередній бум, який породжується кредитною експансією" [18, с. 748]. Попеременність буму і обвалу ринків постійно набуває модифікованих форм.

Сучасний різновид фінансових спекуляцій на кредитній основі чітко проявляється як у сфері нерухомості – на ринку житлової іпотеки, так і загалом на ринку споживчого кредитування. Іпотечний ринок відрізняється від інших

[4] Хоча падіння курсу долара США в останні роки призвело до того, що окремі країни ОПЕК поступово диверсифікують свої валютні позиції. Так, ОАЕ з березня 2007 р. 8% своїх резервів формують у євро, а Кувейт наприкінці травня 2007 р. перестав фіксувати прив'язку свого динара до долара США і здійснив перехід до кошика валют, де частка долара США залишилась все ж таки переважною – 75–80%.

тим, що при зростанні цін на житло попит на нього не обов'язково зменшується (як це пояснюється в теорії), а може навпаки зростати. Це відбувається, коли житло придбавається не для комфорту, а для інвестицій та реінвестицій.

Нещодавня іпотечна криза в США 2007 р. розпочалась в окремій ніші нерухомості американської економіки, швидко розповсюдилась за межі країни і до цього часу має резонанс на багатьох фінансових сегментах у різних регіонах світу. Останній іпотечний обвал засвідчив небезпеку ілюзії кредитного багатства, коли високі ціни на нерухомість сформували і відповідний рівень споживчої активності[5]. Кількарічний бум на ринку житла підживлювався оманливою доступністю іпотечних кредитів, які мали переважно недостатнє забезпечення. Протягом 2001–2005 рр. ціни на житло в США зросли на 85%[6]. І кредитний пік швидко перетворився у боргове піке, коли позичальники-домовласники стали викладати за придбане в кредит житло понад 30% своїх доходів.

За оцінками Bloomberg, обсяги невиплат з іпотеки подвоїлися протягом другої половини 2006–2007 рр. Неплатоспроможні боржники повернули свою нерухомість банкам, внаслідок чого ліквідність останніх знизилась. Збільшилась малозатребувана пропозиція на вторинному ринку житла, а на первинному ринку зросли обсяги нерозпроданих новобудов. Імпліцитно ціни на житло й дохідність банків впали, що сукупно обумовило настання так званої "іпотечної кризи" з посиленням структурних диспропорцій між фінансовим та реальним секторами економіки.

Банки як фінансові інститути акумулюють у своїх пасивах найбільш ліквідні (порівняно з іншими установами) зобов'язання, проте це й спонукає до такого самого ліквідного розміщення наявних ресурсів. Тому для банків ризики ліквідності обумовлюються не тільки переобтяженням їх балансу матеріальними активами, а й тим, що іпотечні активи банків обліковуються за ринковою вартістю навіть в умовах стагнації ринку, який не в змозі дати їм точну оцінку. Подібна особливість обліку іпотечних активів банків використовується аудиторами з метою уникнення критики після обвалу акцій інтернет-компаній наприкінці 90-х рр.

Знецінення будь-яких активів (і не тільки іпотечних в США) може мати наслідком їх перерозподіл на користь інших учасників ринку, що пов'язується з регіональним переміщенням капіталу. Так, після падіння вар-

[5] *Довідково*: іпотечна криза 2007 р. є не першою в новітній історії – аналогічні кризи в поєднанні з банківськими мали місце в скандинавських країнах та у Великобританії ще у 1990–1992 рр.

[6] Процентні ставки ФРС США знижувались включно до 1% у 2003 р., але їх підвищення протягом наступних 2004–2006 рр. до 5,25% не зупинили спекуляцію, проте кредити значно подорожчали, ринок іпотеки став недостатньо ліквідним одночасно при значній переоцінці заставних банками. Наступне поетапне зниження ставки ФРС США сім разів загалом понад три процентних пункти протягом серпня 2007 р. – травня 2008 р. до 2,0% суттєво не змінило ситуацію. У країнах Європи станом на 1.05.2008 р. ставка ЄЦБ одинадцять разів підтверджувалась і утримувалась на рівні 4%, а ставка банку Англії становила 5%.

тості іпотечних портфелів західних банків зацікавленість в їх придбанні виявляють азійські інвестиційні фонди.

Досить помітно "економіка, побудована на кредитах" проявляється і на споживчому ринку. Згідно з даними ОЕСР, в останні роки рівень заборгованості домогосподарств постійно зростає. Наприкінці 2006 р. найвищим цей показник був у Великій Британії – 159% ВВП (або 1,278 трлн ф. ст., з яких 83% забезпечувалось житлом, а 17 – не мали застави чи гарантій), у США – 135, а у Канаді – 126% ВВП.

На відміну від зразків пуританської етики М.Вебера, формування специфічної в сучасних умовах "культури бажань" підтримується кредитними програмами, які, за словами Д.Кортена, "створюють видимість того, що яскраве життя можна легко купити" [19, с. 140]. Проте масове споживання в борг дає тільки тимчасовий ефект і не є продуктивним навіть у середньостроковій перспективі.

Фінансування споживчих витрат (на відміну від інвестиційних) є прихованою формою "проїдання" капіталу, оскільки кругообіг останнього поза межами виробництва не приносить довгострокових доходів ні кредитору, ні позичальнику. Якщо предмет споживання іноземного виробництва, то при такій уступці національних ринків збуту фінансується іноземна економіка через купівлю зарубіжних товарів. За наслідками 2007 р. Україні належить сьоме місце в Європі з придбання автомобілів населенням, які значною мірою придбавались за кредити, а не за заощадження. Подібна ситуація спостерігається і щодо придбання побутової техніки, імпорт якої забезпечує наявний продуктовий ряд практично повністю.

У зв’язку з зазначеним вище залишається невирішеним головне питання: наскільки локальні кризи у порівняно вузьких кредитних сегментах – іпотечному і споживчому – можуть спровокувати масштабну макрокризу кредитного ринку в цілому?

Отже, прогнозування і розрахунок зиску в спекулятивному значенні є можливим переважно у разі оперування активами, які мають фіксовану дохідність, і обумовлених термінів повернення вкладень. Кредитні фінансові інструменти повністю відповідають цим ознакам меркантильного вибору. Так з’являються "гарячі гроші", за висловом А.Анікіна, – "бродячий капітал", який у пошуках швидкого й підвищеного доходу перетікає з країни в країну [20, с. 217]. Його рух важко передбачити, а неминуча втеча після спекулятивного цінового ажіотажу створює суттєві проблеми для фінансової системи країни-боржника. В офшорних фінансових центрах (населення яких не перевищує 1,2% світової кількості, а ВВП – 3%), де знаходить притулок спекулятивний капітал, акумулюється не більше 26% фінансових активів світу.

Спекулятивні потоки "гарячих грошей" стимулює принада більш високої норми прибутку на зовнішніх ринках порівняно з внутрішнім, тобто з ринком їх останнього перебування. З цього приводу Ф.Бродель за-

уважив, що "... будь-яка плата за кредит, дещо більша за місцеві ставки, зваблює капітали назовні, інколи дуже далеко" [17, с. 247].

Екстраполяція зазначених вище міркувань у площину фінансового ринку України дозволяє визначити такі *прояви "перегріву" вітчизняної економіки у 2006–2008 рр.:*

- зростання корпоративних запозичень, у тому числі на євроринках;
- зростання цін на нерухомість (житло і землю);
- зростання обсягів іпотечного і споживчого кредитування.

Зазначене за умов продовження ескалації кількісних показників цих секторів ринку може призвести до краху ринків.

Наголос на диспропорціях розвитку фінансового й реального секторів економіки одночасно з перевищенням спекулятивних намірів розміщення капіталу над інвестиційними, що сукупно обумовлюють кризи, міститься у працях групи дослідників. Зокрема, Є.Балацький свого часу відзначив, що "... основною причиною міжнародної фінансової кризи 1997–1999 рр. був розрив між фінансовою сферою світової економіки і фізичною економікою окремих країн; ... кризу ... слід класифікувати як фінансово-боргову ... з високою мобільністю короткотермінового іноземного капіталу; ... криза стала реакцією на непомірне роздування фіктивного капіталу порівняно з розвитком реального сектора" [див. 15, с. 93]. Відповідний висновок П.Мозіаса полягає в тому, що фундаментальною причиною кризи є "… порушення оптимального балансу між мірою внутрішньої лібералізації економіки, з одного боку, і ступенем їх відкритості – з іншого. Контроль за допуском в економіку іноземного спекулятивного капіталу послаблювався швидше, ніж дозволяли об'єктивні внутрішні умови. І, врешті-решт, ризики, пов'язані з нестабільністю короткотермінових інвестицій, стали пересилювати ті макро- і мікроекономічні переваги, які надавали залучення іноземних кредитів і портфельних інвестицій" [21, с. 44].

Фінансові кризи провокує надмірна ейфорія фінансових спекуляцій у тому значенні, коли кураж гонитви за надприбутками, за висловом Дж.Кейнса, засвідчує, що "... розширення продуктивного капіталу стає побічним продуктом діяльності грального будинку" [див. 8, с. 224]. Поляризація інтересів і протиставлення позицій учасників фінансових угод у ланках "центр – периферія" та "кредитор – позичальник" набувають найбільшого загострення саме в передкризові і кризові періоди.

Наслідки спекулятивної ейфорії на ринках світу в останні десятиріччя сприймаються як послідовно-логічні. Монетарна теорія неодноразово довела свою обмеженість при вирішенні глобальних і національних питань фінансової стабілізації. Міжнародні фінансові організації, відповідальні за координацію регіональних і міжрегіональних програм розвитку, із запізненням реагують на можливість кризових катаклізмів, фактично не попереджаючи обвали ринків.

Щодо підходів до стримування спекуляцій і попередження фінансових криз, то слід зазначити, що **в**ідтворення реального капіталу в межах товарних ринків потребує збалансованого "підживлення" матеріальними і фінансовими ресурсами, його перспективна оцінка базується на дисконтованих потоках майбутніх грошових надходжень, і тому очевидно, що розміри ринку конкретного продукту піддаються більш-менш точному прогнозуванню. Цього не можна сказати щодо прогнозування варіативності фінансових ринків, які надзвичайно мінливі і вразливі внаслідок нерелевантної чи інсайдерської інформації.

Тому імпліцитно *питання забезпечення/підтримки стійкості економічних систем тісно пов'язується з визначенням економічних меж кредиту і граничних масштабів зростання фінансових ринків.* Вирішення проблеми у зазначеній акцентації пов'язується з посиленням регулятивного моніторингу за функціонуванням різних сегментів фінансових ринків, проведенням постійної оцінки спекулятивної складової вартості активів, величини її відриву від реального еквівалента, очікуваної корисності і віддачі авансованих коштів.

Слід вирізняти можливості встановлення і оцінки результативності відповідних регулятивних важелів не тільки поєднано, а й окремо на первинних і вторинних фінансових ринках.

Формування первинних ринків обмежується, насамперед, правовими і адміністративними рамками – ліцензіями, дозволами, нормативами діяльності і надання послуг в обраній сфері. Потреба в окупності авансованого капіталу попередньо застерігає від надмірної фінансової ейфорії. В багатьох випадках впроваджується і наслідується корпоративна ділова етика. Внаслідок цих обмежень та наявності суворих вимог щодо декларацій намірів і наступної звітності забезпечується відносна прозорість змін, а також порівняно чітко проявляється захист прав та інтересів учасників ринку.

Іншими словами, первинні ринки мають свою вартісно-часову межу, яка визначається обсягами сформованого капіталу на визначену дату для задоволення статутних цілей суб'єкта господарювання[7].

А вторинні ринки, у тому числі і регульовані, мають здебільшого договірні правила гри і досить довільні можливості капіталізації активів. Оскільки проблематично точно визначити обсяги ресурсів, які акумулюються на вторинних ринках, та ідентифікувати їх власників, то й зростання фінансових ринків залежить від рівня їх самоорганізації і в глобальному масштабі, як зазначалось вище, практично непідконтрольне локальним державним регулятивним інститутам. У цьому значенні йдеться про фінансовий перпетуїтет – потоки капіталу, які ніколи не закінчуються.

[7] Для фінансових установ необхідний обсяг капіталу повинен бути сформований на дату їх реєстрації, а для нефінансових може бути відтермінованим строком до 1 року і поповнюватись частинами.

Основою розробки заходів, спрямованих на протидію фінансовим спекуляціям, може слугувати теорія інституціоналізму з обумовленими рестрикційними нормами і стандартами економічної поведінки. Поширені на сьогодні постулати неокласики і монетаризму в різних формах забезпечують необмежені можливості здійснення фінансових спекуляцій.

Серед вчених і дослідників, праці яких визначають інституційні погляди щодо встановлення керованих правил економічного волевиявлення у фінансовій сфері, передусім фігурують імена Дж.Кейнса і Дж.Тобіна. Заслуга Дж.Кейнса і практичне значення його розробок, власне, полягають у тому, що обґрунтування і впровадження антикризової програми стабілізації американської економіки у 30-х рр. XX ст. мало визначальний системний характер впливу на міжнародний розвиток упродовж наступних кількох десятиліть. На створену в той час Федеральну комісію США з фондових ринків і бірж тоді й до сьогодні покладаються завдання врегулювання наслідків і обмеження нових фінансових спекуляцій.

Дж.Тобін, лауреат Нобелівської премії з економіки (1981 р.) – один з найпослідовніших прихильників кейнсіанства, вважав, що класична теорема А.Сміта про "невидиму руку" ринку як основного регулятора змін повинна бути модифікована, а спекулятивну "егоїстичну енергію" слід спрямувати у конструктивне русло. Учасники ринків капіталу – держави й корпоративні, не можуть безкарно нехтувати застереженням Дж.Тобіна стосовно того, що "... першочерговим завданням економічної діяльності є виробництво товарів і послуг... . Фінансові ринки являють собою засіб для досягнення цієї мети, але ніяк не саму мету" [22, с. 43]. Дж.Тобін запропонував оподатковувати за ставкою 0,05% усі спекулятивні операції на валютних ринках, що розрахунково дало б змогу отримувати 100 млрд дол. для фінансування соціальних заходів у всьому світі. Проте до цього часу запропонований так званий "податок Тобіна" – податок на дохід від валютних операцій у національних і глобальних межах ринку, – на жаль, залишається тільки теоретичною рекомендацією.

У сучасних умовах, відзначає Дж.Сінкі, "ефективність глобального ринку – велике досягнення, але ця ж ефективність приводить до миттєвого розповсюдження у світі як досягнень, так і помилок. У ситуації катастрофи від миттєвого "зараження" глобалізовану фінансову систему може врятувати тільки всесвітня мережа безпеки." І далі, щодо банківської сфери – "...буфером чи "подушкою", яка переймає збитки, є банківський капітал. Нова Базельська угода, якою встановлені вимоги до капіталу, виходячи з міри операційного ризику, відображає стурбованість регуляторів зростанням ... системного ризику, характерного для глобалізованої й інтегрованої фінансової системи" [23, с. 774–775].

Потреба впровадження превентивних механізмів протидії фінансовим спекуляціям постійно актуалізується. Прикладами реалізації спроб регулювання міжнародної міграції спекулятивного капіталу є таке.

У США ще після кризи 1997–1998 рр. було створено Консультативну комісію з питань оцінки діяльності міжнародних фінансових інститутів (спрощена її назва – "Комісія А.Мельтцера" – за прізвищем керівника). У березні 2000 р. ця комісія представила Конгресу США і федеральному казначейству спеціальну доповідь, де після жорсткої критики фінансової політики МВФ і Світового банку наголошувалось на необхідності зміни функцій і методів діяльності міжнародних наднаціональних установ. Необхідність оновлення і посилення регулятивних заходів змусили закликати до створення "нової етики в корпоративному житті США", – зокрема, такий намір був озвучений у публічному виступі американського президента 9 липня 2002 р. Незадовго до цього в США було ухвалено закон про відповідальність за корпоративне шахрайство, яким передбачалося більш жорстке покарання за відповідні порушення. Одночасно на 20% збільшилося фінансування Федеральної комісії з цінних паперів і фондових бірж. Десять провідних фінансових компаній США в рамках приписаного їм відшкодування збитків обсягом 1 млрд дол. США за некоректні оцінки стану ринку зобов'язані виділити 450 млн дол. США на створення незалежного аналітично-дослідницького консорціуму.

У Франції з 1998 р. функціонує асоціація "ATTAC" ("Action pour une taxe Tobin d'aide aux citoyens" – "За податок Тобіна на допомогу громадян"), яка об'єднала різні організації і профспілки. Діяльність "ATTAC" включає ряд напрямів: обмеження міжнародних фінансових спекуляцій, спеціальне оподаткування доходів від операцій з капіталом, боротьбу з офшорними "оазисами", сприяння гласності інвестицій в економічно залежних державах та анулювання надмірної зовнішньої заборгованості таких країн.

В латиноамериканському регіоні відома опозиційна діяльність так званої ініціативи РІО – антиглобалістського руху представників кількох країн (Аргентина, Бразилія, Венесуела, Колумбія, Мексика, Перу, Уругвай) за обмеження спекуляцій і вирівнювання можливостей доступу до ринків капіталу. Їх виступи під час періодичних зустрічей-нарад керівників країн "G-7" і потім "G-8", МВФ, Світового банку постійно містять радикальні вимоги щодо забезпечення рівних умов економічного розвитку різних країн.

В Україні, окрім зусиль державних регуляторів, окремі нововведення ініціюються професіональними учасниками ринку. Так, Українська асоціація інвестиційного бізнесу весною 2008 р. з метою підвищення прозорості угод зобов'язала своїх членів зазначати у своїх рекламних проспектах додаткові супутні витрати інвестора у разі вкладення коштів у пайові інвестиційні фонди (такі як обсяги комісійних при купівлі–продажу паю, винагорода інвестиційному керуючому).

Отже, все більш явною стає необхідність постійного моніторингу руху капіталу не тільки з країни, але й ззовні, – в країну його спрямування. В останньому випадку, при оцінці якості екзогенного капіталу (за строками,

вартістю, напрямами використання), слід зважати на загрозу надмірного притоку "гарячих грошей", деструктивно-спекулятивна роль котрих як "дестабілізатора" економіки в країні перебування підтверджена багатьма прикладами (країни ПСА, Латинської Америки, Туреччина).

Роль центральних банків у попередженні та регулюванні кризових явищ є непересічною. В умовах мінливості міжнародних фінансових ринків центральні банки, на думку екс-глави ФРС США А.Грінспена, повинні вирішувати двоєдине завдання: забезпечувати макроекономічну стабільність і підтримувати надійність фінансових організацій. При цьому обрана центральними банками стратегія захисту від обвалів фінансової системи може умовно називатись "страховим покриттям фінансових катастроф". Але гарантії державних установ як інструмент безпеки та підтримки ліквідності повинні використовуватись вкрай рідко, оскільки "фінансова організація, яка не здатна продемонструвати мінімальну рентабельність з урахуванням ризику, не повинна захищатись державою"[23, с. 776].

Проте після того, як ФРС США навесні 2008 р. у пожежному порядку продовжувала знижувати облікову ставку до 2%, ситуацію втримали не стільки такі термінові заходи, а й опубліковані звіти про значні розміри прибутків банків Goldman Sachs та Lehman Brothers. Фінансовий результат останніх значно перевищив очікування, і фінансовий ринок США почав стабілізуватися.

Резюме щодо особливостей і місця фінансового ринку України в світовій фінансовій архітектурі.

Фінансова система України сформувалась як мультивалютна, коли значний обсяг активів і нагромаджень домінуються і здійснюються в іноземній валюті. Значною є доларизація економіки України.

Фінансовий ринок України функціонує переважно на євроконтинентальних засадах і має чітко виражений борговий характер. Банківські кредити домінують у сукупності фінансових інструментів. Кредитний портфель банків України протягом 2004–2007 рр. збільшився у 6,6 раза, у тому числі тільки в 2007 р. на 74,1%, що у вартісному виразі перевищило 485,5 млрд грн. Частка кредитів у структурі банківських активів становить 78,4%.

Особливістю фінансового ринку України в останні два роки стала активізація емісій корпоративних облігацій з їх розміщенням на зовнішніх ринках. Відповідно зростає сукупний – державний і корпоративний – зовнішній борг. З урахуванням корпоративних позик межа безпечності запозичень (60% ВВП – ст. 18 Бюджетного кодексу України) навіть без включення обсягів внутрішнього ринку державних запозичень практично досягнута і може бути перевищена у поточному році.

На фондовому ринку індекс ПФТС за наслідками 2007 р. зріс на 135%, окремі відкриті пайові інвестиційні фонди (ПІФи) заявили про отриману до-

хідність у межах 70–90% річних. Але у 2008 р. фондовий ринок України падає. Наприклад, протягом першого кварталу 2008 р. індекс ПФТС просів на 13%, а у наступному квітні 2008 р. ще на 14,1%, до 855,21 пункта (для порівняння: у січні-березні 2007 р. зростання становило 62%).

Фінансовий, і особливо фондовий, ринок України залишається надзвичайно фрагментарним, зі слабким захистом прав власності. Свідченням цього є відсутність єдиного центрального депозитарію, маніпулювання інсайдерською інформацією, рейдерство. Переважна частка обігу фінансових ресурсів концентрується в столиці та в окремих відносно промислово розвинутих областях. Капітальна база банків та інших фінансових інститутів значно поступається аналогічним показникам зарубіжних конкурентів. Серед десяти фондових бірж та торговельно-інформаційних систем найбільшим (до 90% угод) організованим ринком є біржа ПФТС. Мають місце не тільки інформаційні, а й технологічні перепони проведення операцій. Безпосередній і опосередкований нагляд за діяльністю професійних учасників ринку, що здійснюється державними регуляторами, порівняно прийнятним є з боку НБУ, і він потребує значного удосконалення в межах повноважень інших державних регуляторів.

Окремим макроекономічним фактором розвитку вітчизняної економіки, що оцінюється як негативний, є значна її залежність від експорту сировини, ціни на яку підвладні неочікуваним коливанням. При зниженні експортних цін (а за ними і валютних надходжень) інвестиційна привабливість активів держави та підприємств на фінансових ринках також знижується.

Розвиток фінансового ринку України у порівнянні з характеристиками ринків інших країн засвідчує дві його особливості:

а) стрімке зростання кількісних показників та індикаторів – таких як обсяги грошової маси, міжнародних резервів НБУ, капіталізації фондового ринку та зростання фондових індексів, обсяги іпотечного і споживчого кредитування;

б) все ще досить слабка інтегрованість у світову фінансову систему, – ринок України є безумовно локальним як у світовому масштабі, так і в групі країн Центрально-Східної Європи.

Одночасно при значній присутності нерезидентів у різних секторах вітчизняного фінансового ринку та переважній частці експорту в структурі ВВП фундаментальні фактори впливу на ціни фінансових активів лежать за межами економіки України, тобто центри ціноутворення на вітчизняні активи є зовнішніми.

Коротко- та довгострокові прогнози для фінансового ринку України. В економіці України – ті самі світові тенденції, тільки в менших обсягах. У найближчій перспективі найбільш небезпечними є зростання цін на енергетичні і продовольчі ресурси, інфляція[8], концентрація ризиків "перегріву" іпотечного і споживчого сегментів внутрішнього ринку, а також ринку корпора-

[8] Глава ФРС Б.Бернанке вважає основною причиною теперішньої інфляції саме стрімке подорожчання сировини на світових ринках: www.top.rbc.ru/economics/04/04/2008.

тивних запозичень. У довгостроковій перспективі додається політичний ризик нестабільності владних інститутів. Власне останній вже викликав погіршення суверенного кредитного рейтингу України. Окрім інфляції, реальними загрозами фінансовій стабільності на сьогодні слід вважати кредитну експансію та доларизацію вітчизняної економіки.

Загрози обвалу через спекуляції на ринках деривативів незначні внаслідок малих розмірів таких ринків (за звітністю ДКЦПФР – протягом січня-вересня 2007 р. зареєстровані тільки випуски опціонів на суму 10,6 млн грн). Ринки акцій фактично є ринками корпоративного контролю, а не ринками інвестицій. Індекс ПФТС при зростанні "у висоту" перевищував донедавна 1000 пунктів, тоді як його "ширина" – кількість акцій підприємств у лістингу цієї біржі залишається практично стабільною в межах другого кількісного десятку. Тому ринок акцій також не може бути детонатором макрокризи.

Розвиток банківського сектора України незначно залежить від динаміки цін на активи на фондовому ринку і на ринку нерухомості. Питома вага іпотечних кредитів та інвестицій у цінні папери в структурі сукупного кредитно-інвестиційного портфеля банків України не перевищує 10% у кожній складовій окремо. Тому пересторогі щодо ймовірності системної банківської кризи внаслідок проблем іпотеки та ринку цінних паперів є передчасними.

Але враховуючи, що саме капітали нерезидентів обумовили зростання ринків як цінних паперів, так і нерухомості, то будь-яке коригування динаміки цих ринків – адміністративне чи власне ринкове, може спровокувати відтік капіталу за кордон. Окрім цього, слід зважати на те, що відтік капіталу з України може бути спричинений також спробами нерезидентів компенсувати свої втрати на світових ринках. Після цього цілком можлива девальвація гривні, що ми мали у 1998 р. Проте, "... якщо влада бажає уникнути необхідності проводити девальвації знову і знову в прискореному темпі, то вона повинна організувати внутрішню кредитну політику таким чином, щоб не випереджати в кредитній експансії ті країни, з якими є наміри підтримувати паритет своєї валюти" [18, с. 748].

Заходи нівелювання ризиків дестабілізації фінансової системи. Насамперед, – найважливішою передумовою розвитку всіх кредитних та інших ринків є макроекономічна стабільність. Тому на забезпечення останньої мають бути спрямовані всі заходи нівелювання фінансових ризиків.

Головними умовами стримування фінансових спекуляцій і попередження криз мають стати:

– підтримка і розвиток національного реального сектора економіки (сектора нефінансових корпорацій в термінології СНР);

– стимулювання внутрішнього попиту на фінансові активи інвесторів-резидентів;

– розвиток і реформування регуляторної, торговельної та інвестиційної інфраструктури ринку для підвищення довіри масових учасників ринку (як противаги спекулянтам).

Важливо передбачати "бульбашки" і обмежувати фінансові спекуляції на ранніх стадіях їх прояву.

Для цього на рівні НБУ слід забезпечити: 1) підвищення дієвості пруденційного нагляду; але разом з цим регулятивною проблемою в будь-яких випадках може бути незбігання у строках змін на фінансових ринках і реакція економіки на інструменти грошово-кредитної політики – перші з них є явно більш швидкими; 2) розширення заставної бази для рефінансування банків із включенням у неї додаткових ліквідних і надійних активів – золото, будівлі та ін.; 3) введення в практику НБУ формування стабілізаційних кредитів типу "STAND BY" і під їх розрахункові ліміти з метою оперативної підтримки ліквідності банків надавати їх строком від 7 днів до 1 місяця на випадок гострої необхідності, що може одночасно бути і формою підтримки банківської ліквідності через інструменти рефінансування (інколи пожежного, як це мало місце наприкінці 2004 р.); 4) підвищення рівня монетизації економіки, оскільки його зростання означає не тільки належний розвиток економіки та зрілість ринку, а й "амортизує" кризові ексцеси.

В частині удосконалення нормативно-правової бази доцільно внести низку змін і доповнень. Зокрема: в Законі України "Про банки і банківську діяльність": а) в ст. 9–12 чітко виписати механізм створення банківських об'єднань для прискорення капіталізації вітчизняних банків, оскільки на сьогодні такий механізм практично не діє; б) в ст. 50 зняти обмеження на інвестиційну діяльність банків з метою вирівнювання обсягів інвестиційних і кредитних операцій. В Закон України "Про Національний банк" слід внести зміни щодо діяльності Наглядової Ради НБУ з метою унеможливлення лобіювання вузьких інтересів на шкоду банківській системі. В Законі України "Про Фонд гарантування вкладів фізичних осіб" слід передбачити збільшення відрахувань банків до Фонду з наступним поетапним збільшенням обсягів відшкодувань вкладників банків.

Потребує розгортання підготовка законодавчо-нормативних актів з проблеми становлення і регулювання інституту довірчого управління майном, у тому числі і фінансовими активами, оскільки таке все ще цілинне на сьогодні економічно-юридичне поле створює суттєві перешкоди для забезпечення прозорості і ліквідності фінансових ринків.

Література

1. *Пебро М.* Международные экономические, валютные и финансовые отношения. – М.: Прогресс. – 1994. – 496 с.

2. *Сидорова Е.* О тенденциях развития мировых финансовых рынков // Финансы. – 1999. – № 12. – С.65–66.

3. *Алексеєнко Л.М., Олексієнко В.М., Юркевич А.І.* Економічний словник: банківська справа, фондовий ринок. – К.: "Максимум", Тернопіль: "Економічна думка", 2000. – 592 с.

4. *Губанов С.* Системный выбор России (к итогам 2006 г.) // Экономист. – 2007. – № 4. – С. 3–22.

5. *Миотти Л., Плин Д.* Финансовая либерализация, спекуляция и банковские кризисы [Електронний ресурс] / Банки: мировой опыт. – 2002. – № 4. – Доступний з: <www.mirkin.ru>.

6. *Рябініна Л.* "Проблеми розвитку теорії сучасних грошей" – Вісник НБУ. – 2008. – № 1. – С. 26–31.

7. *Kindleberger Ch. P.* Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises. – N.Y., 1989.

8. *Кейнс Дж.М.* Общая теория занятости, процента и денег: Пер. с англ./ Общая ред. и предисл. А.Г.Милейковского и И.М.Осадчей. – М.: Прогресс, 1978. – 495 с.

9. *Лауфер М.* Особенности развития современных фондовых бирж // Вопр. экономики. – 1999. – № 5. – С. 127–138.

10. *Кандинская О.* Развитие мирового рынка валютных фьючерсов и опционов // Финансовый бизнес. – 2000. – № 2. – С. 26–31.

11. *Абдулгамидов Н., Губанов С.* Российская экономика в системе мировых связей // Экономист. – 2000. – № 3. – С. 38–50.

12. *Чибриков Г.* Взаимодействие финансовой системы и реального производства в современном мире // Вестник МГУ. Сер. "Экономика". – 1999. – № 6. – С. 16–23.

13. *LaRouche L.H.* Toward a New Bretton Woods // EIR – Executive Intelligence Review. – 1998. – № 13. – P. 31–35.

14. *Мовсесян А., Огнивцев С.* Некоторые тенденции мировой экономики // Экономист. – 2000. – № 7. – С. 85–94.

15. *Балацкий Е.* Международный финансовый кризис 1997–1999 гг. и российская экономика // Экономист. – 2000. – № 5. – С. 86–96.

16. *Бондаренко А.* Какие современные валюты можно считать мировыми? // МЭиМО. – 2003. – № 9. – С. 48–52.

17. *Бродель Ф.* Материальная цивилизация, экономика и капитализм, XV–XVIII вв. В 3-х т. – Т. 3. – Время мира. – М.: Прогресс, 1992. – 680 с.

18. *Мизес Людвиг фон.* Человеческая деятельность: трактат по экономической теории. – Челябинск: Социум, 2005. – 878 с.

19. *Кортен Д.* Когда корпорации правят миром.– СПб.: Агентство ВиТ-принт. – 2002. – 328 с.

20. *Аникин А.* История финансовых потрясений. – 2-е изд. доп. и перераб. – М.: ЗАО "Олимп-Бизнес", 2002. – 448 с.

21. *Мозиас П.* Кризис финансовых рынков в развивающихся странах // МЭиМО. – 1999. – № 1.– С. 38–47.

22. *Тобин Дж.* Теорема о "невидимой руке" должна быть модифицирована // Российский эконом. журнал. – 2002. – № 3. – С. 42–45.

23. *Синки Дж.* Финансовый менеджмент в банке и индустрии финансовых услуг. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 1018 с.