

Міністерство освіти і науки України
Херсонський національний технічний університет

Міністерство освіти і науки України
Тернопільський національний економічний університет

Кваліфікаційна наукова
праця на правах рукопису

НОВОСЬОЛОВА ОЛЕНА СЕРГІЇВНА

УДК (336.7+336.27):330.342

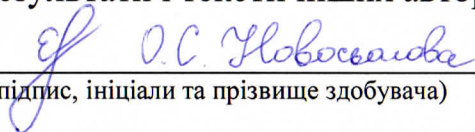
ДИСЕРТАЦІЯ

ФІНАНСОВІ ДИСБАЛАНСИ В ЕКОНОМІЧНІЙ СИСТЕМІ ДЕРЖАВИ

08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

Подається на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук.

Дисертація містить результати власних досліджень. Використані ідеї,
результати і тексти інших авторів мають посилання на відповідне джерело.


(підпис, ініціали та прізвище здобувача)

Науковий керівник: доктор економічних наук, доцент

Сідельникова Лариса Петрівна

*Згодомитимий за змістом з іменним
примірником дисертації, що були
подані до редакції
Врешт*


Херсон – 2017

М.О. Кірюха

АНОТАЦІЯ

Новосьолова О.С. Фінансові дисбаланси в економічній системі держави. - Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит. – Херсонський національний технічний університет МОН України, Тернопільський національний економічний університет МОН України, Херсон, 2017.

Дисертаційну роботу присвячено дослідженню економічної природи фінансових дисбалансів, визначено особливості їх прояву та оцінено можливі ризики для стабільного функціонування фінансової системи держави.

У роботі зазначено, що у складі економічної системи можна виділити окрему ланку, яка є відображенням форм та методів використання фінансів в економіці, - фінансову систему. Вона опосередковує зв'язки між інституційними секторами економіки, які можна представити відповідним рухом фінансових ресурсів між секторами економіки. Водночас, фінансова система постійно знаходиться під впливом екзогенних та ендогенних чинників, що можуть стати каталізаторами фінансової нестабільності. Вивчення особливостей розвитку фінансової системи держави дозволить сформулювати більш виважені підходи до здійснення макрофінансового регулювання національної економіки.

Окреслено спільні риси, відмінності та взаємозв'язки між фінансовими дисбалансами, фінансовою стійкістю, фінансовою нестабільністю, фінансовою крихкістю, фінансовою безпекою, фінансовою кризою. Відзначено, що тригером виникнення фінансової нестабільності є накопичення фінансових дисбалансів, поширення яких призводить до збільшення вразливості фінансової системи, порушення її стійкості та зниження рівня фінансової безпеки. Під впливом шоків фінансова система переходить у стан нестабільності та у випадку відсутності дієвих заходів - до фінансової кризи. У разі накопичення критичного обсягу фінансових дисбалансів фінансова криза настає і без дії зовнішніх збурень, оминаючи період фінансової нестабільності.

Наведено авторське бачення класифікації фінансових дисбалансів за

наступними ознаками: за середовищем виникнення – внутрішні та зовнішні; за терміном дії – короткострокові та довгострокові; за масштабністю – глобальні та локальні; за формами прояву – дисбаланси фінансових потоків, цінові та боргові дисбаланси.

Розглянуто вітчизняний та зарубіжний досвід щодо методики виявлення негативних відхилень у фінансовій системі. Виокремлено перелік показників та їх критичних значень, що дозволять виявити та ідентифікувати фінансові дисбаланси у вітчизняній практиці, зокрема, до них віднесено: реальний ефективний обмінний курс, чисту міжнародну інвестиційну позицію, обсяг кредитування приватного сектору, обсяг заборгованості приватного сектору, рівень дефіциту сектору загального державного управління, загальний обсяг державного боргу, зміну сукупних зобов'язань фінансового сектору, зміну індексу цін на житло, дефлятор кінцевих споживчих витрат.

У якості індикатора дисбалансів руху фінансових потоків запропоновано використовувати показник кредитування приватного сектора. Для розрахунку цього показника враховується чистий обсяг кредитів, які отримують нефінансовий сектор, сектор домогосподарств та сектор неприбуткових організацій, що займаються обслуговуванням домогосподарств, по відношенню до ВВП країни за певний період.

Зазначено, що 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 (ІСЦ) та дефлятора ВВП.

Запропоновано методичні підходи до визначення альтернативних індикаторів цінових дисбалансів: для індексу Кейса-Шилера - співвідношення вартості одного метра квадратного житлової нерухомості та середньої заробітної плати, як показника для оцінки цін нефінансових активів; індексу CAPE - співвідношення індексу ПФТС та усередненого за останні десять років фінансового результату діяльності підприємств до оподаткування,

скоригованого на дефлятор кінцевих споживчих витрат, як показника оцінки фондового ринку; індексу РЕОК – шляхом коригування номінального ефективного обмінного курсу на дефлятор кінцевих споживчих витрат (на відміну від методики НБУ, у якій використовується індекс споживчих цін).

Доведено, що традиційний підхід до визначення боргового навантаження у сфері державних фінансів лише як оцінка боргу, залученого безпосередньо урядом країни, є дещо обмеженим. Натомість запропоновано використовувати показник валового боргу сектору загального державного управління (General Government Gross Debt), що включає в себе заборгованість центральних органів державного управління (центрального уряду), регіональних та місцевих органів державного управління та фондів соціального страхування.

Проведено розрахунок сукупного боргу економіки, який відображає загальну заборгованість суб'єктів економічної діяльності та враховує обсяги внутрішньої та зовнішньої заборгованості сектору фінансових корпорацій (депозитні корпорації та НБУ), приватного сектору, сектору загального державного управління, та є підсумковим показника накопичених боргових дисбалансів.

Обґрунтовано, 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 полягає саме у дисбалансі руху потоків, а цінові та боргові дисбаланси є результатом існування і накопичення дисбалансів фінансових потоків.

Визначено ймовірність настання дефолту в Україні залежно від обсягу виплат за державними борговими зобов'язаннями у 2018 році.

Досліджено вплив боргових індикаторів, як результату накопичених дисбалансів, на макроекономічну динаміку у країнах із ринками, що формуються. Зазначено, що вплив державного та приватного боргів на показники валових заощаджень, інвестицій та безробіття у країнах з ринками, що формуються, є цілком протилежним. Так, збільшення державного боргу

негативно впливає на заощадження, особливо при перетині державним боргом межі у 90% ВВП. Це підтверджує припущення щодо створення надмірного навантаження на фіскальну сферу держави через відповідне зростання відсоткових боргових виплат та основної суми погашення боргу.

Запропоновано алгоритм проведення оцінки рівня фінансової незбалансованості. Проведено розрахунок інтегрального індикатора фінансових дисбалансів на основі методу головних компонент із включенням дев'яти змінних (показників фінансових дисбалансів), що дозволяє виміряти рівень наявних дисбалансів для України у конкретному році.

Зазначено, що необхідність забезпечення фінансової стабільності є першочерговим завданням економічної політики кожної держави, адже стабільна фінансова система має здатність обмежувати і усувати диспропорції за допомогою механізмів самокоригування, перш ніж вони призведуть до виникнення кризи. Забезпечення фінансової стабільності досягається шляхом ефективного поєднання інструментів макроекономічної, макропруденційної та мікропруденційної політики.

Наведено першочергові напрями розбудови та ключові елементи системи регулювання фінансових дисбалансів в Україні. Регулювання фінансових дисбалансів в економіці держави визначено як комплекс заходів та інструментів впливу уповноважених органів державної влади на попередження/мінімізацію негативних наслідків/подолання негативних наслідків фінансових дисбалансів. Зазначено, що регулювання фінансових дисбалансів має проводитися за трьома напрямками: 1) регулювання дисбалансів фінансових потоків, 2) регулювання цінових дисбалансів, 3) регулювання боргових дисбалансів.

На основі проведеної оцінки рівня фінансової незбалансованості виявлено, що пріоритетним завданням вітчизняної фінансової науки і практики є врегулювання боргової проблеми. Вирішення якої полягає у посиленні ефективності державного боргового менеджменту, заснованого на побудові циклічної системи управління державним боргом, що має орієнтуватися на довгострокові стратегічні інтереси національної економіки. Детермінантами, які

визначають ефективність державного боргового менеджменту є: інституційне, інформаційне та нормативно-правове забезпечення, фінансово-економічні інструменти, методи управління державним боргом, систему оцінки боргової безпеки.

Окремі результати дослідження впроваджені у діяльність, зокрема, запропоновані автором напрями розбудови та ключові елементи системи управління державним боргом знайшли практичне застосування у роботі Міністерства фінансів України (довідка № 10010-38-17/30663 від 08.11.2017 р.); науково-практичні розробки щодо мінімізації боргових дисбалансів враховані при формуванні пропозицій по внесенню змін до чинного законодавства та знайшли відображення у Стратегії розвитку Херсонської області на період до 2020 року використані Херсонською обласною радою (довідка № 25-214-400/11 від 25.10.2017 р.); пропозиції щодо методичних засад розрахунку інтегрального індикатора фінансових дисбалансів та формалізації впливу фінансових дисбалансів на динаміку економічного зростання використані Департаментом економічного розвитку та торгівлі Херсонської обласної державної адміністрації (№ 05-17-1419/0/17/612-1006 від 20.11.2017 р.) при оцінці можливих сценаріїв соціально-економічного розвитку Херсонської області; напрями розбудови системи індикаторів, що характеризують фінансові дисбаланси, враховані Головним управлінням статистики у Херсонській області (довідка № 17-19/07 від 14.11.2017 р.) при внесенні пропозицій щодо удосконалення нормативно-правової бази з питань державного статистичного обліку.

Науково-теоретичні розробки автора використовуються у навчальному процесі Херсонського національного технічного університету при викладанні дисциплін «Державні фінанси», «Управління державним боргом», «Фіскальна безпека», «Бюджетна система» та «Бюджетний менеджмент» (довідка № 12-05/246 від 01.11.2017 р.).

Ключові слова: фінансові дисбаланси, фінансова нестабільність, дисбаланс фінансових потоків, ціновий дисбаланс, борговий дисбаланс,

кредитування, борг сектору загального державного управління, регулювання дисбалансів.

Список публікацій здобувача:

Наукові праці, в яких опубліковані основні наукові результати дисертації:

1. Новосьолова О. С., Сідельникова Л. П. Система управління державним боргом у механізмі забезпечення боргової безпеки. *Сучасна парадигма фіскальної політики України в умовах формування суспільства сталого розвитку*: монографія / за наук. ред. д-ра екон. наук, проф. А.І. Крисоватого. Тернопіль: ТНЕУ, 2015. С. 255–278.

2. Novosyolova O. Influence of the state debt on the financial stability: the current environment and risks. *Modern determinants of fiscal policy: local and international dimension*: monograph / edited by Doctor of Economics, Prof. Andriy Krysovatyu, Doctor of Economics, Prof. Andrzej Gospodarowicz. Wroclaw: 2016. P. 146–155.

3. Новосьолова О. С., Сухоруко О. В. Оцінка боргової політики України та її вплив на стан державних фінансів. *Таврійський науковий вісник*. 2010. Вип. 73. С. 187–194.

4. Новосьолова О. С. Особливості та тенденції державних запозичень в Україні. *Економіка і держава*. 2012. № 9. С. 69–71.

5. Новосьолова О. С. Державний борг: діалектика теоретичних уявлень та оцінка сутності. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка»*. 2013. Вип. 23. С. 169–173.

6. Новосьолова О. С. Теоретичні аспекти побудови системи управління державним боргом. *Економічний аналіз*. 2013. Вип. 4. С. 301–307.

7. Новосьолова О. С. Світова практика інституційного забезпечення управління державним боргом. *Часопис економічних реформ*. 2013. Вип. 4. С. 60–66.

8. Новосьолова О. С. Боргова безпека як визначальний фактор

макроекономічної стабільності держави. *Збірник наукових праць Черкаського державного технологічного університету. Серія: Економічні науки.* 2013. Вип. 35., Ч. 1. С. 123–128.

9. Новосьолова О. С. Генеза державного боргу України та вітчизняні тенденції боргової політики. *Науковий вісник Ужгородського університету. Серія «Економіка».* 2014. Вип. 2. С. 143–147.

10. Новосьолова О.С. Ідентифікація фінансових дисбалансів у контексті забезпечення боргової безпеки держави. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія: Економічні науки.* 2014. Вип. 8, Ч. 3. С. 160–164.

11. Новосьолова О. С. Моніторинг показників внутрішньої розбалансованості у системі коригування фінансової нестабільності. *Вісник Одеського національного університету. Серія: Економіка.* 2015. Вип. 2/1, Том 20. С. 163–167.

12. Новосьолова О. С. Зовнішні фінансові дисбаланси та їх зв'язок з показниками боргового сектору. *Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки.* 2016. Вип. 1. С. 170–177.

13. Новосьолова О. С. Теоретико-організаційні засади подолання диспропорцій функціонування фінансової системи. *East European Scientific Journal.* 2016. № 8 (12), Vol. 3. P. 86–91.

14. Новосьолова О. С. Економічна природа фінансових дисбалансів та їх вплив на макроекономічну динаміку. *Молодий вчений.* 2016. № 3. С. 138–142.

15. Novosolova O. S. Conceptual aspects of formation and monitoring of financial imbalances. *Economic and social development of Ukraine in XXI century: national vision and globalization challenges: Collection of scientific articles.* Dradt2Digital Publishing House, 2017. P. 104–106.

Опубліковані праці апробаційного характеру:

16. Новосьолова О. С. Ефективне управління державним боргом як вирішальний фактор боргової безпеки держави. *Теорія і практика сучасної*

економіки: матеріали XIII Міжнародної науково-практичної конференції (м. Черкаси, 10 листопада 2012 р.). Черкаси: ЧДТУ, 2012. С. 307-308.

17. Новосьолова О. С. Резерви формування доходів державного бюджету в умовах посилення боргових ризиків. *Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації*: матеріали X Ювілейної Міжнародної науково-практичної конференції молодих вчених (м. Тернопіль, 21–23 лютого 2013 р.). Тернопіль: ТНЕУ, 2013. С. 128–129.

18. Новоселова Е. С. Оптимизация долговой политики как фактор снижения макрофинансовых рисков. *Актуальные вопросы развития финансовой сферы стран и регионов*: материалы Международной научно-практической конференции (г. Махачкала, 13 апреля 2013 г.). Махачкала: Издательский дом «Наука плюс», 2013. С. 111–114.

19. Новосьолова О. С. Концептуальні засади оцінки ролі державного боргу в фінансовій системі держави. *Фінансова система України: становлення та розвиток*: матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції (м. Острого, 17–18 травня 2013 р.). Острого: Видавництво Національний університет «Острозька академія», 2013. С. 23–25.

20. Новосьолова О. С. Боргова безпека у системі макрофінансових ризиків. *Фінансова система держави: проблеми та перспективи розвитку*: матеріали IX Міжнародної науково-практичної конференції (м. Київ, 9 грудня 2013 р.). Київ: ЕКОМЕН, 2013. С.109–112.

21. Новосьолова О. С. Організаційна складова управління державним боргом: зарубіжний досвід та вітчизняна практика. *Сучасні проблеми та механізми фінансового управління*: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції (м. Харків, 12–13 грудня 2013 р.). Харків: Видавничий Дім «ІНЖЕК», 2013. С. 580–582.

22. Новосьолова О. С. Державний борг: вітчизняні тенденції та перспективи. *Фінансова система країни: тенденції та перспективи розвитку*: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції (м. Острого, 13–14 червня 2014 р.). Острого: Видавництво Національний університет «Острозька академія», 2014.

С. 65–68.

23. Новосьолова О. С. Боргова політика України: тенденції та ризики. *Світові тенденції та перспективи розвитку фінансової системи України: матеріали XI Міжнародної науково-практичної конференції* (м. Київ, 30–31 жовтня 2014 р.). Київ, 2014. С. 236–239.

24. Новосьолова О. С. Концептуальна характеристика фінансових дисбалансів та особливості їх прояву. *Фактори впливу на формування та розвиток фінансової системи України: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції* (м. Львів, 28–29 листопада 2014 р.). Львів: ЛЕФ, 2014. С. 67–70.

25. Новосьолова О. С. Фінансові дисбаланси: ідентифікація та оцінка. *Проблеми та розвиток економічних систем в умовах глобальної нестабільності: матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції з міжнародною участю* (м. Миколаїв, 28–29 листопада 2014 р.). Миколаїв: Видавничий дім «Гельветика», 2014. С. 172–175.

26. Новосьолова О. С. Фінансові дисбаланси та їх співвідношення з іншими категоріями фінансової нестабільності: *Актуальні проблеми модернізації економіки та фінансової системи України: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції* (м. Черкаси, 28–29 листопада 2014 р.). Черкаси: ЧДТУ, 2014. С. 83–85.

27. Новосьолова О. С. Фінансові дисбаланси: економічна природа та специфіка ідентифікації. *Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна візія та виклики глобалізації: матеріали XII Міжнародної науково-практичної конференції молодих вчених* (м. Тернопіль, 26–27 березня 2015 р.). Тернопіль: Астон, 2015. С. 180–181.

28. Новосьолова О. С. Внутрішні фінансові дисбаланси: сутність та форми прояву. *Розвиток фінансової системи України в умовах економічних перетворень: матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції* (м. Київ, 15–16 квітня 2015 р.). Київ: КНТЕУ, 2015. С. 40–41.

29. Новосьолова О. С. Внутрішня незбалансованість як характерна ознака

сучасного стану фінансової системи України. *Фінансово-кредитна система: вектор розвитку для України*: матеріали I Міжнародної науково-практичної конференції (м. Ужгород, 23-25 квітня 2015 р.). Ужгород: ПРАТ Видавництво «Закарпаття», 2015. С. 109–112.

30. Новосьолова О. С. Управління державним боргом як засіб нівелювання фінансових дисбалансів. *Фіскально-регулюючі аспекти соціально-економічного розвитку держави та регіонів*: матеріали IV Науково-практичної конференції студентів та молодих вчених (м. Херсон, 9 червня 2015 р.). Херсон: ХНТУ, 2015. С. 170–176.

31. Новосьолова О. С. Форми прояву зовнішніх фінансових дисбалансів та їх вплив на стійкість фінансової системи. *Проблеми та перспективи розвитку фінансів у сучасному світі*: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції (м. Полтава, 22–23 жовтня 2015 р.). Полтава: ПУЕТ, 2015. С. 30–32.

32. Новосьолова О. С. Механізми оцінки асиметрій боргового сектору України. *Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна візія та виклики глобалізації*: матеріали XI Міжнародної науково-практичної конференції молодих вчених (м. Тернопіль, 25–26 березня 2016 р.). Тернопіль: «Вектор», 2016. С. 143–144.

33. Новосьолова О. С. Обґрунтування впливу державного боргу на економічне зростання. *Трансформація фіскальної політики України в умовах євроінтеграції*: матеріали VIII науково-практичної інтернет-конференції (м. Ірпінь, 1–15 грудня 2016 р.). Ірпінь, 2016. С. 219–221.

34. Новосьолова О. С. Оцінка впливу боргів приватного сектора на макроекономічну динаміку. *Модернізація економіки: виклики і можливості економічного зростання*: матеріали Міжнародної науково-практичної Інтернет-конференції (м. Київ, 15 лютого, 2017 р.). Київ, 2017. С. 106–109.

SUMMARY

Novosolova O. S. Financial imbalances in the economic system of the state. Qualifying research as a manuscript copyright.

Thesis for a Candidate Degree in Economics by 08.00.08 specialty – Money, Finance and Credit. – Kherson National Technical University of MES of Ukraine, Ternopil National Economic University of MES of Ukraine. – Kherson, 2017.

The dissertation is devoted to the study of the economic nature of financial imbalances, the peculiarities of their manifestation are determined and the possible risks for the stable functioning of the financial system of the state are estimated.

The paper states that within the economic system one can distinguish a separate link, which is a reflection of the forms and methods of using finance in the economy the financial system. It mediates the links between institutional sectors of the economy, which can be represented by an appropriate movement of financial resources between sectors of the economy. At the same time, the financial system is constantly under the influence of exogenous and endogenous factors that can become catalysts of financial instability. Studying the peculiarities of the development of the financial system of the state will create more balanced approaches to macrofinancial regulation of the national economy.

The common features, differences and interrelations between financial imbalances, financial stability, financial instability, financial fragility, financial security, financial crisis are outlined. It is noted that the trigger for the emergence of financial instability is the accumulation of financial imbalances the spread of which leads to increasing vulnerabilities in the financial system, violation of its stability and reduce the level of financial security. Under the influence of shocks the financial system goes into a state of instability and in the absence of effective measures it goes to financial crisis. In case of accumulation of critical amount of financial imbalances the financial crisis comes without the action of external disturbances bypassing the period of financial instability.

The author's vision of classification of financial imbalances in the following criteria is presented: on the environment of occurrence - internal and external; for the

term of validity - short-term and long-term; by scale - global and local; according to the forms of manifestation - imbalances of financial flows, price and debt imbalances.

It is considered the domestic and foreign experience in the techniques of identification of negative deviations in the financial system. It is selected the list of indicators and their critical values that will allow to detect and identify financial imbalances in domestic practice, in particular, among them are: Real Effective Exchange Rate, Net International Investment Position, Private Sector Credit Flow, Private Sector Debt, General Government Deficit, Gross Public Debt, changes in Aggregate Financial Sector Liabilities, the change in the Index of Housing Prices, the Deflator of Final Consumption Expenditure.

As an indicator of imbalances in financial flows it is proposed to use the indicator of Private Sector Credit Flow. To calculate this indicator the net amount of loans received by the non-financial sector, the household sector and the non-profit organizations engaged in household services in relation to the country's GDP for a certain period are taken into account.

It is noted that the substantial expansion of the loan offer has a direct impact on the dynamics of prices of financial and basic assets. The outrunning of the financial flow of production (which is also a stream) leads to price imbalances: growth in asset prices (real estate, financial instruments), consumer price index (CPI) and GDP deflator.

Methodical approaches to the definition of alternative indicators of price imbalances are offered: for the Case-Schiller index - the ratio of the cost of one of residential real estate and average wages as an indicator for assessing the prices of non-financial assets; CAPE index - the ratio of the PFTS index and the average over the last ten years of the financial results of enterprises before taxation, adjusted for the final consumer expenditure deflator, as an indicator of stock market valuation; the REER index - by adjusting the nominal effective exchange rate to the final consumer expenditure deflator (as opposed to the NBU methodology which uses the consumer price index).

It is proved that the traditional approach to determining the debt burden in the

field of public finances only as an assessment of the debt directly attracted by the government of the country is somewhat limited. Instead, it is proposed to use gross general government debt, which includes the debt of Central government, regional and local government bodies and social security funds.

It is made the calculation of the aggregate debt of the economy, which reflects the general debts of economic entities and takes into account the volume of internal and external debt of the sector of financial corporations (deposit-taking corporations and NBU), the private sector, the sector of general government. This indicator is the sum of accumulated debt imbalances.

It is substantiated that between debt ratios and credit to the private sector there is a slight lag (time interval in the synchronism of the vibrations of the indicators is 1 year), because the underlying cause of the financial imbalance is the imbalance of flows traffic, and price and debt imbalances are the result of the existence and accumulation imbalances of financial flows.

The probability of default in Ukraine in 2018 is determined depending on the volume of payments on government debt.

The influence of debt indicators as a result of accumulated imbalances on the macroeconomic dynamics in emerging markets has been researched. It is noted that the impact of public and private debt on gross savings, investment and unemployment rates in emerging markets is quite contradictory. Thus, the increase in public debt has a negative impact on savings, particularly when the state debt cross border in a 90% of GDP. This confirms the assumption about the creation of an excessive burden on the fiscal sector of the country due to the corresponding increase in interest repayments and principal repayment.

An algorithm for conducting an assessment of the level of financial imbalance is proposed. The calculation of the integral indicator of financial imbalances based on the method of the main components with the inclusion of nine variables (indicators of financial imbalances) is made, which allows measuring the level of existing imbalances for Ukraine in a particular year.

It is noted that the necessity of providing financial stability is a priority task of the

economic policy of each state, because a stable financial system has the ability to restrict and eliminate disparities through self-regulation mechanisms before they lead to a crisis. Ensuring financial stability is achieved through an effective combination of macroeconomic, macroprudential and micro-prudential policies.

The primary directions of development and key elements of the system of regulation of financial imbalances in Ukraine are presented. Regulation of financial imbalances in the state economy is defined as a complex of measures and instruments of influence of authorized state authorities on preventing / minimizing negative consequences / overcoming the negative consequences of financial imbalances. It is noted that the regulation of financial imbalances should be carried out in three directions: 1) regulation of financial flows imbalances, 2) regulation of price imbalances, and 3) debt imbalances regulation.

On the basis of the conducted assessment of the level of financial imbalance it is revealed that the priority task of domestic financial science and practice is the settlement of the debt problem. The solution of this problem is to enhance the efficiency of public debt management based on the construction of a cyclical government debt management system. The factors that determine the effectiveness of public debt management are: institutional, informational and regulatory support, financial and economic instruments, methods of managing public debt, a system for assessing debt security.

Some results of the research embedded in the activities, in particular, the directions and key elements of the system of public debt management proposed by the author found practical application in the work of the Ministry of Finance of Ukraine (certificate No. 10010-38-17/30663 dated November 8, 2017); scientific and practical developments in minimizing debt imbalances were taken into account in the preparation of proposals for amending the current legislation and reflected in the Kherson Oblast Development Strategy for the period until 2020 used by the Kherson Regional Council (certificate No. 25-214-400/11 dated October 25, 2017); proposals on methodological principles for calculating the integral indicator of financial imbalances and formalizing the impact of financial imbalances on the dynamics of

economic growth were used by the Department of Economic Development and Trade of the Kherson Regional State Administration (certificate No. 05-17-1419/0/17/612-1006 dated November 20, 2017) at the assessment of possible scenarios of socio-economic development of the Kherson region; directions of development of the system of indicators characterizing financial imbalances are taken into account by the Main Department of Statistics in Kherson Oblast (certificate No. 17-19/07 dated November 14, 2017) when making proposals to improve the legal and regulatory framework for state statistical accounting.

Scientific and theoretical developments of the author are used in the educational process of the Kherson National Technical University in the teaching of disciplines "Public Finances", "Public Debt Management", "Fiscal Security", "Budget System" and "Budget Management" (certificate No. 12-05 / 246 of November 1, 2017).

Key words: financial imbalances, financial instability, imbalance of financial flows, price imbalance, debt imbalance, lending, general government gross debt, imbalance regulation.

References by the theme of dissertation

Research papers that contain basic results of dissertation:

1. Novosolova O. S., Sidelnykova L. P. The system of public debt management in the mechanism of securing debt security. *Modern paradigm of fiscal policy of Ukraine in the conditions of formation of a society of sustainable development: monograph / for sciences*. Ed. Dr. Econ. Sciences, prof. AI Christened Ternopil: TNEU, 2015. P. 255-278.

2. Novosyolova O. Influence of the state debt on the financial stability: the current environment and risks. *Modern determinants of fiscal policy: local and international dimension: monograph / edited by Doctor of Economics, Prof. Andriy Krysovaty, Doctor of Economics, Prof. Andrzej Gospodarowicz*. Wroclaw: 2016. P. 146-155.

3. Novosolova O. S., Sukhoruko O. V. Estimation of Ukraine's debt policy and its

influence on the state of public finances. *Taurian scientific bulletin*. 2010. Issue 73. P. 187-194.

4. Novosolova O. S. Features and Trends of State Borrowing in Ukraine. *Economy and the state*. 2012. No. 9. P. 69-71.

5. Novosolova O. S. State debt: the dialectic of theoretical representations and the assessment of the essence. *Scientific notes of the National University "Ostroh Academy". The series "Economics"*. 2013. Issue 23. P. 169-173.

6. Novosolova O. S. Theoretical aspects of construction of a state debt management system. *Economic analysis*. 2013. Volume 14, No. 1. P. 301-307.

7. Novosolova O. S. The world practice of institutional support for the management of public debt. *Journal of Economic Reforms*. 2013. No. 4 (12). P. 60-66.

8. Novosolova O. S. Debt security as the determining factor of macroeconomic stability of the state. *Collection of scientific works of Cherkasy State Technological University. Series: Economic Sciences*. 2013. Issue 35, Vol. 1. P. 123-128.

9. Novosolova O. S. Genesis of the state debt of Ukraine and the national trends in debt policy. *Scientific herald of Uzhgorod University. The series "Economics"*. 2014. Issue 2 (43). Pp. 143-147.

10. Novosolova O. S. Identification of financial imbalances in the context of providing state debt security. *Scientific Herald of Kherson State University. Series: Economic Sciences*. 2014. No. 8, Issue 3. P. 160-164.

11. Novosolova O. S. Monitoring of indicators of internal imbalance in the system of correction of financial instability. *Bulletin of Odessa National University. Series: Economics*. 2015. Issue 2/1, Volume 20. P. 163-167.

12. Novosolova O. S. External financial imbalances and their connection with the indicators of the debt sector. *Bulletin of the Khmelnytsky National University. Economic sciences*. 2016. No. 1. P. 170-177.

13. Novosolova O. S. Theoretical and organizational principles for overcoming the disparities in the functioning of the financial system. *East European Scientific Journal*. 2016. No. 8 (12), Vol. 3. P. 86-91.

14. Novosolova O. S. The economic nature of financial imbalances and their

impact on macroeconomic dynamics. *Young scientist* 2016. No. 3. P. 138-142.

15. Novosolova O. S. Conceptual aspects of the formation and monitoring of financial imbalances. *Economic and social development of Ukraine in the XXI century: national vision and globalization challenges*: Collection of scientific articles. Dradt2Digital Publishing House, 2017. P. 104-106.

Research papers of approbatory character:

16. Novosolova O. S. Effective management of public debt as a decisive factor in the debt security of the state. *Theory and Practice of the Modern Economy*: materials of the XIII International Scientific and Practical Conference (Cherkasy, November 10, 2012). Cherkasy: ChSTU, 2012. P. 307-308.

17. Novosolova O. S. Reserves of formation of revenues of the state budget in conditions of strengthening of debt risks. *Economic and Social Development of Ukraine in the 21st Century: National Identity and Trends in Globalization*: materials of the X Jubilee International Scientific and Practical Conference of Young Scientists (Ternopil, February 21-23, 2013). Ternopil: TNEU, 2013. P. 128-129.

18. Novosolova E.S. Optimization of debt policy as a factor of reduction of macrofinancial risks. *Actual issues of development of the financial sphere of countries and regions*: materials of the International Scientific and Practical Conference (Makhachkala, April 13, 2013). Makhachkala: Publishing House Nauka Plus, 2013. P. 111-114.

19. Novosolova O. S. Conceptual principles of the assessment of the role of public debt in the financial system of the state. *Financial Systems of Ukraine: Formation and Development*: materials of the All-Ukrainian Scientific and Practical Conference (Ostroh, May 17-18, 2013). Ostrog: Publishing house National University of Ostroh Academy, 2013. P. 23-25.

20. Novosolova O. S. Debt security in the system of macro-financial risks. *The financial system of the state: problems and prospects of development*: materials of the IX International scientific and practical conference (Kyiv, December 9, 2013). Kyiv: EKOMEN, 2013. P. 109-112.

21. Novosolova O. S. Organizational component of the state debt management: foreign experience and domestic practice. *Modern Problems and Mechanisms of Financial Management: materials of the International Scientific and Practical Conference* (Kharkiv, December 12-13, 2013). Kharkov: Publishing House "INZHEK", 2013. P. 580-582.

22. Novosolova O. S. State debt: domestic tendencies and perspectives. *The financial system of the country: trends and prospects for development: materials of the International Scientific and Practical Conference* (Ostroh, June 13-14, 2014). Ostroh: Publishing house National University of Ostroh Academy, 2014. pp. 65-68.

23. Novosolova O. S. Ukraine's debt policy: trends and risks. *World Trends and Prospects for the Development of the Financial System of Ukraine: materials of the XI International Scientific and Practical Conference* (Kyiv, October 30-31, 2014). Kyiv, 2014. P. 236-239.

24. Novosolova O. S. Conceptual description of financial imbalances and peculiarities of their manifestation. *Factors Influencing the Formation and Development of the Financial System of Ukraine: materials of the International Scientific and Practical Conference* (Lviv, November 28-29, 2014). Lviv: LEF, 2014. P. 67-70.

25. Novosolova O. S. Financial imbalances: identification and evaluation. *Problems and development of economic systems in the conditions of global instability: materials of the All-Ukrainian scientific-practical conference with international participation* (Mykolaiv, November 28-29, 2014). Mykolaiv: Publishing House "Helvetica", 2014. P. 172-175.

26. Novosolova O. S. Financial imbalances and their correlations with other categories of financial instability: *Actual problems of the modernization of the economy and the financial system of Ukraine: materials of the International Scientific and Practical Conference* (Cherkasy, November 28-29, 2014). Cherkasy: ChSTU, 2014. P. 83-85.

27. Novosolova O. S. Financial imbalances: economic nature and specificity of identification. *Economic and Social Development of Ukraine in the XXI Century: A*

National Vision and Challenges of Globalization: materials of the XII International Scientific and Practical Conference of Young Scientists (Ternopil, March 26-27, 2015). Ternopil: Aston, 2015. P. 180-181.

28. Novosolova O. S. Internal financial imbalances: the essence and forms of manifestation. *Development of the financial system of Ukraine in the conditions of economic transformations: materials of the All-Ukrainian scientific and practical conference (Kyiv, April 15-16, 2015). Kyiv: KNTEU, 2015. P. 40-41.*

29. Novosolova O. S. Internal imbalance as a characteristic feature of the current state of the financial system of Ukraine. *Financial and credit system: vector of development for Ukraine: materials of the International scientific and practical conference (Uzhgorod, April 23-25, 2015). Uzhgorod: PRAT Publishing House "Zakarpattya", 2015. P. 109-112.*

30. Novosolova O. S. State debt management as a means of leveling financial imbalances. *Fiscal-regulatory aspects of socio-economic development of the state and regions: materials of the IV Scientific and Practical Conference of students and young scientists (Kherson, June 9, 2015). Kherson: KhNTU, 2015. P. 170-176.*

31. Novosolova O. S. Forms of manifestation of external financial imbalances and their influence on the stability of financial system. *Problems and Prospects for the Development of Finance in the Modern World: materials of the International Scientific and Practical Conference (Poltava, October 22-23, 2015). Poltava: PUTE, 2015. P. 30-32.*

32. Novosolova O. S. Mechanisms of estimation of asymmetries of the debt sector of Ukraine. *Economic and social development of Ukraine in the XXI century: national vision and challenges of globalization: materials XIII International Scientific Practical Conference of Young Scientists (Ternopil, March 24-25, 2016). Ternopil: "Vector", 2016. P. 143-144.*

33. Novosolova O. S. Justification of the influence of the state debt on economic growth. *Transformation of Ukraine's fiscal policy in the context of European integration: materials of the VIII scientific and practical Internet conference (Irpın, December 1-15, 2016). Irpin, 2016. P. 219-221.*

34. Novosolova O. S. Estimation of the impact of private sector debt on macroeconomic dynamics. *Modernization of the economy: challenges and opportunities for economic growth*: materials of the International Scientific and Practical Internet Conference (Kyiv, February 15, 2017). Kyiv, 2017. P. 106-109.

ЗМІСТ

ВСТУП.....	4
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ ТА ІДЕНТИФІКАЦІЇ ФІНАНСОВИХ ДИСБАЛАНСІВ В ЕКОНОМІЧНІЙ СИСТЕМІ ДЕРЖАВИ.....	13
1.1. Економічна система держави та чинники її розвитку.....	13
1.2. Концептуалізація фінансових дисбалансів в економічній системі держави	23
1.3. Науково-методичні засади ідентифікації фінансових дисбалансів	42
Висновки до розділу 1.....	55
РОЗДІЛ 2. ДІАГНОСТИКА ФІНАНСОВИХ ДИСБАЛАНСІВ В УКРАЇНІ.....	57
2.1. Моніторинг збалансованості потоків фінансових ресурсів держави	57
2.2. Аналіз індикаторів цінових дисбалансів	70
2.3. Оцінка боргових дисбалансів інституційних секторів економіки України.....	87
Висновки до розділу 2.....	104
РОЗДІЛ 3. ВЕКТОРИ ВДОСКОНАЛЕННЯ ІДЕНТИФІКАЦІЇ ТА РЕГУЛЮВАННЯ ФІНАНСОВИХ ДИСБАЛАНСІВ.....	107
3.1. Формалізація взаємозв'язку індикаторів фінансових дисбалансів у вітчизняній та зарубіжній практиці.....	107
3.2. Удосконалення науково-методичних підходів до оцінки фінансових дисбалансів в економічній системі України	133
3.3. Перспективні напрями розбудови системи регулювання фінансових дисбалансів в Україні	148
Висновки до розділу 3.....	167
ВИСНОВКИ	170
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	175
ДОДАТКИ.....	195

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ

ВВП	Валовий внутрішній продукт
ВНД	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
МІП	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
ЧМІП	Чиста міжнародна інвестиційна позиція
ААРІ	Aggregate Asset Price Index
САРЕ	Cyclically Adjusted Price-Earnings
СРІ	Consumer Price Index
FSI	Financial Stress Index
НІСР	Harmonised Index of Consumer Prices
GGD	General Government Debt
MTBO	Medium-Term Budgetary Objective
МІП	Macroeconomic Imbalances Procedure
НІІП	Net International Investment Position
РSCF	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

Актуальність теми дослідження. 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 вітчизняна 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 розробки та запровадження методики, яка б дозволила своєчасно ідентифікувати фінансові дисбаланси як каталізатори 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 учених питання фінансових дисбалансів досліджували Б. Бернанке, К. Боріо, А. Грінспен, Е. Доллан, Дж. Кан, К. Кейс, П. Кругман, Т. Левітт, Ф. Лоу, Х. Мінскі, 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, Т. Богдан, А. Барановський, Т. Васильєва, В. Геєць, В. Дем'янишин, О. Десятнюк, О. Дзюблюк, І. Івасів, О. Кириленко, С. Козьменко, В. Козюк, М. Корнеєв, Н. Кравчук, А. Крисоватий, М. Крупка, І. Луніна, І. Лютий,

О. Луняков, М. Макаренко, П. Нікіфоров, В. Опарін, О. Прімерова, Т. Савченко, Л. Сідельникова, 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 розробки системного підходу до розв'язання суперечностей щодо визначення природи їх виникнення та причинно-наслідкових зв'язків із загальними параметрами макроекономічної динаміки, розроблення аналітичного інструментарію їх поелементного та інтегрального оцінювання, застосування монетарного, фіскального та макропруденційного інструментарію регулювання фінансових дисбалансів. Важливість теоретичного осмислення існуючих проблем і розроблення практичних рекомендацій щодо їх усунення зумовили вибір теми дисертації, її мету та завдання, об'єкт і предмет дослідження.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота виконана відповідно до планів науково-дослідних робіт Херсонського національного технічного університету за темами: «Вплив бюджетно-податкової політики на соціально-економічний розвиток регіону» (номер державної реєстрації 0109U001888), в межах якої автором формалізовано напрями впливу фінансових дисбалансів на динаміку соціально-економічного розвитку регіону; «Дивергенція податкових та боргових фінансів у сучасному просторі економічної безпеки держави» (номер державної реєстрації 0115U000840), де здобувачем надано рекомендації щодо побудови системи регулювання фінансових дисбалансів, та Тернопільського національного економічного університету за темою: «Сучасна парадигма фіскальної політики України в умовах формування суспільства сталого розвитку» (номер державної реєстрації 0112U007882), де автором досліджено еволюцію теорії державного боргу, обґрунтовано особливості системи управління державним боргом та проведено моніторинг боргової безпеки України.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є

поглиблення теоретичних засад формування фінансових дисбалансів в економічній системі держави, обґрунтування методичних підходів до їх ідентифікації та діагностики і розробка практичних рекомендацій щодо розбудови системи їх регулювання в Україні.

Визначена мета зумовила необхідність вирішення таких завдань:

- конкретизувати зміст дефініції «економічна система держави» для виділення основних її структурних елементів;
- з'ясувати економічну сутність поняття «фінансовий дисбаланс» та визначити його відмінності від інших станів фінансової системи держави з метою уточнення понятійного апарату;
- узагальнити світовий і вітчизняний досвід ідентифікації та оцінювання фінансових дисбалансів у розвитку економіки;
- дослідити збалансованість руху потоків фінансових ресурсів в економіці України у контексті обґрунтування початкового етапу прояву фінансових дисбалансів;
- виявити специфіку формування та накопичення цінових дисбалансів на ринку активів в Україні з метою визначення макроекономічних ризиків;
- оцінити сукупне боргове навантаження на економіку України як підсумковий показник накопичених фінансових дисбалансів;
- дослідити взаємозалежність індикаторів фінансових дисбалансів у вітчизняній та зарубіжній практиці для виявлення їх впливу на макроекономічну динаміку;
- розробити науково-методичний підхід до визначення інтегрального індикатора фінансових дисбалансів для оцінювання стану фінансової системи України;
- обґрунтувати вектори розбудови системи регулювання фінансових дисбалансів для визначення стратегічних орієнтирів вітчизняної фінансової політики.

Об'єктом дослідження є фінансові дисбаланси в економіці України.

Предметом дослідження є теоретико-методичні та практичні засади

формування, накопичення, ідентифікації та регулювання фінансових дисбалансів в економічній системі держави.

Методи дослідження. У дослідженні застосовано сукупність загальнонаукових та спеціальних методів пізнання, що сприяли вирішенню завдань роботи: наукова абстракція (при обґрунтуванні категоріально-понятійного апарату дослідження); логіко-історичний і діалектичний (при групуванні теорій та наукових шкіл); системний (при розгляді механізму виникнення фінансових дисбалансів); аналіз і синтез, індукція та дедукція (при виявленні закономірностей формування та регулювання фінансових дисбалансів); метод формалізації (при визначенні зв'язку фінансових дисбалансів з іншими станами економічної системи); метод порівняння і метод аналогій (при узагальненні світового досвіду та розробці пропозицій щодо регулювання фінансових дисбалансів); кореляційно-регресійний аналіз (при обґрунтуванні взаємозв'язку індикаторів фінансових дисбалансів); метод головних компонент (при формуванні інтегрального індикатора фінансових дисбалансів).

Інформаційну базу дослідження становлять Конституція України, закони України, нормативно-правові акти Кабінету Міністрів України, постанови та статистичні матеріали Національного банку України, Міністерства фінансів України, Міністерства економічного розвитку і торгівлі України, Державної служби статистики України, аналітичні звіти Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг України, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Федеральної резервної системи США, Європейського центрального банку, Міжнародного валютного фонду, Банку міжнародних розрахунків, Світового банку та інших міжнародних фінансових організацій, результати наукових досліджень зарубіжних і вітчизняних учених з питань аналізу і регулювання фінансових дисбалансів, ресурси мережі Інтернет.

Наукова новизна одержаних результатів. Основні положення, що визначають наукову новизну дисертаційної роботи, полягають у такому:

вперше:

– розроблено науково-методичний підхід до проведення оцінювання рівня фінансової незбалансованості економічної системи за допомогою розрахунку інтегрального індикатора фінансових дисбалансів на основі методу головних компонент, який містить дев'ять основних показників фінансових дисбалансів, що дасть змогу відстежити динамічні зрушення та виявити потенційні загрози для функціонування фінансової системи як основної складової економічної системи;

удосконалено:

– визначення сутності фінансових дисбалансів як стійкого 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 загалом, а при значному накопиченні та тривалій дії – до виникнення фінансової нестабільності, що за відсутності дієвих заходів продукує фінансову кризу в економічній системі. Такий підхід, на відміну від існуючих, дозволяє здійснити послідовний моніторинг процесу поглиблення негативних явищ у фінансовій системі, що є вагомим чинником відновлення її збалансованості;

– науково-методичні підходи та інструментарій оцінювання фінансових дисбалансів за формами їхнього прояву, а саме: дисбаланси фінансових потоків – через показник кредитування приватного сектору; цінові дисбаланси – через індекс цін на житлову нерухомість та індекс фондового ринку; боргові дисбаланси – через борг приватного сектору економіки та борг сектору загального державного управління. На відміну від існуючих, такий підхід дає змогу системно та всебічно ідентифікувати наявні дисбаланси на будь-якому з етапів їх формування і поширення;

– науково-методичні засади визначення сукупного боргу економіки, що відображає загальну заборгованість суб'єктів економічної діяльності та враховує обсяги внутрішньої і зовнішньої заборгованості сектору фінансових корпорацій (депозитні корпорації та НБУ), приватного сектору, сектору загального

державного управління, а також є підсумковим показником накопичених боргових дисбалансів. Запропонований показник, на відміну від існуючих, дозволяє здійснити інтегральне оцінювання боргового навантаження на економіку загалом та виявити структурні тенденції за кожною складовою;

набули подальшого розвитку:

– дослідження природи формування та поширення фінансових дисбалансів як послідовності асиметрій фінансових потоків, які проявляються у вигляді випереджаючого розвитку фінансового сектору над реальним, що впливає на динаміку цін на фінансові та реальні активи, а також індикатори боргового навантаження на інституційні сектори економіки України, та підвищує ризик неплатоспроможності й банкрутства економічних суб'єктів. Це дає змогу виявити негативні тенденції у функціонуванні фінансової складової економічної системи держави на початкових етапах їх прояву;

– інструментарій оцінювання цінових дисбалансів на основі визначення альтернативних індикаторів для індексу Кейса–Шилера – співвідношення вартості одного метра квадратного житлової нерухомості та середньої заробітної плати як показника для оцінювання цін нефінансових активів; індексу CAPE – співвідношення індексу ПФТС та усередненого за останні десять років фінансового результату діяльності підприємств до оподаткування, скоригованого на дефлятор кінцевих споживчих витрат як показника оцінювання фондового ринку; індексу РЕОК – шляхом коригування номінального ефективного обмінного курсу на дефлятор кінцевих споживчих витрат (на відміну від методики НБУ, в якій використовується індекс споживчих цін). Використання наведених показників дозволить своєчасно ідентифікувати цей вид дисбалансів у вітчизняній практиці;

– положення концепції регулювання фінансових дисбалансів як комплексу заходів та інструментів впливу уповноважених органів державної влади для запобігання/мінімізації/подолання негативних наслідків фінансових дисбалансів за трьома напрямками: 1) регулювання дисбалансів фінансових потоків, 2) регулювання цінових дисбалансів, 3) регулювання боргових дисбалансів на

основі поєднання заходів макроекономічної, макропруденційної та мікропруденційної політики шляхом підтримання рівня фінансової надійності суб'єктів економіки загалом, запобігання порушенням та зловживанням фінансового характеру, обмеження необґрунтованого зростання вартості активів і кредитування через задіяння інструментів макропруденційного регулювання, посилення координаційної ролі держави при проведенні контролю за станом фінансової системи. Це дасть можливість забезпечити корекцію наявних дисбалансів, сприятиме відновленню фінансової стабільності та створить перспективи для сталого економічного зростання.

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що основні положення, висновки та практичні рекомендації автора можуть бути впроваджені в діяльність центральних органів виконавчої влади у процесі використання монетарних, фіскальних та макропруденційних інструментів для регулювання фінансових дисбалансів, а також удосконалення законодавчого і методичного забезпечення формування фінансової політики держави.

Окремі результати дослідження впроваджені у діяльність органів державної влади та управління. Зокрема, запропоновані автором напрями розбудови та основні елементи системи управління державним боргом отримали практичне застосування у діяльності Міністерства фінансів України (довідка № 10010-38-17/30663 від 08.11.2017 р.); науково-практичні розробки щодо мінімізації боргових дисбалансів враховані Херсонською обласною радою при формуванні пропозицій щодо внесення змін до чинного законодавства та знайшли відображення у Стратегії розвитку Херсонської області на період до 2020 року (довідка № 25-214-400/11 від 25.10.2017 р.); пропозиції щодо методичних засад розрахунку інтегрального індикатора фінансових дисбалансів та формалізації впливу фінансових дисбалансів на динаміку економічного зростання використані Департаментом економічного розвитку та торгівлі Херсонської обласної державної адміністрації при оцінюванні можливих сценаріїв соціально-економічного розвитку Херсонської області (довідка № 05-17-1419/0/17/612-1006 від 20.11.2017 р.); напрями розбудови системи

індикаторів, що характеризують фінансові дисбаланси, враховані Головним управлінням статистики у Херсонській області при внесенні пропозицій щодо удосконалення нормативно-правової бази з питань державного статистичного обліку (довідка № 17-19/07 від 14.11.2017 р.).

Науково-теоретичні розробки автора запроваджені у навчальний процес Херсонського національного технічного університету при викладанні дисциплін «Державні фінанси», «Управління державним боргом», «Фіскальна безпека», «Бюджетна система» та «Бюджетний менеджмент» (довідка № 12-05/246 від 01.11.2017 р.).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є самостійно виконаним завершеним науковим дослідженням. Основні положення дисертації, висновки та пропозиції розроблені автором самостійно. Із наукових праць, опублікованих у співавторстві, використано лише ідеї та положення, які є результатом особистої роботи здобувача.

Апробація результатів дослідження. Основні положення дисертації доповідалися, обговорювалися й одержали позитивну оцінку на міжнародних та всеукраїнських науково-практичних конференціях, зокрема: «Теорія і практика сучасної економіки» (м. Черкаси, 2012 р.), «Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації» (м. Тернопіль, 2013–2017 рр.), «Актуальные вопросы развития финансовой сферы стран и регионов» (м. Махачкала, Російська Федерація, 2013 р.), «Фінансова система України: становлення та розвиток» (м. Острог, 2013 р.), «Фінансова система держави: проблеми та перспективи розвитку» (м. Київ, 2013 р.), «Сучасні проблеми та механізми фінансового управління» (м. Харків, 2013 р.), «Фінансова система країни: тенденції та перспективи розвитку» (м. Острог, 2014 р.), «Світові тенденції та перспективи розвитку фінансової системи України» (м. Київ, 2014 р.), «Фактори впливу на формування та розвиток фінансової системи України» (м. Львів, 2014 р.), «Проблеми та розвиток економічних систем в умовах глобальної нестабільності» (м. Миколаїв, 2014 р.), «Актуальні проблеми модернізації економіки та фінансової системи України»

(м. Черкаси, 2014 р.), «Фіскально-регулюючі аспекти соціально-економічного розвитку держави та регіонів» (м. Херсон, 2015 р.), «Розвиток фінансової системи України в умовах економічних перетворень» (м. Київ, 2015 р.), «Фінансово-кредитна система: вектор розвитку для України» (м. Ужгород, 2015 р.), «Проблеми та перспективи розвитку фінансів у сучасному світі» (м. Полтава, 2015 р.), «Трансформація фіскальної політики України в умовах євроінтеграції» (м. Ірпінь, 2016 р.), «Модернізація економіки: виклики і можливості економічного зростання» (м. Київ, 2017 р.).

Публікації. Основні наукові положення, висновки та результати дисертаційної роботи опубліковано у 34 наукових працях, з них: 2 статті – у колективних монографіях (особисто автору належить 0,71 д. а.); 10 статей – у наукових фахових виданнях (особисто автору належить 2,28 д. а.), з яких 2 статті – у збірниках, внесених до реєстру міжнародних наукометричних баз; 1 стаття – у науковому періодичному виданні іншої держави (Польща) обсягом 0,25 д. а.; 2 статті – в інших виданнях (0,34 д. а.); 19 праць апробаційного характеру обсягом 1,18 д. а. Загальний обсяг опублікованих праць становить 5,43 д. а., з яких автору належить 4,76 д. а.

Структура та обсяг роботи. Дисертація складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел, додатків. Повний обсяг дисертаційної роботи становить 222 сторінки. Основний текст розміщений на 194 сторінках, містить 25 таблиць, 57 рисунків. Список використаних джерел із 195 найменувань розміщений на 20 сторінках. Тринадцять додатків містяться на 28 сторінках.

РОЗДІЛ 1

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

1.1. Економічна система держави та чинники її розвитку

Основою розвитку суспільства виступає процес виробництва матеріальних та нематеріальних благ, що за своєю сутністю є господарською діяльністю. 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 [21, с. 27]. Однак 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» [29, с. 363]. Отже, науковці акцентують увагу на задоволенні потреб суспільства як основної мети функціонування економічної системи.

На думку В. Холєсовскі, економічна система є «комбінацією взаємопов'язаних і функціонуючих елементів (ресурсів, учасників, інститутів тощо)» [14, с. 70]. Проте вважаємо, що подібне трактування, на відміну від попередніх, не визначає мету функціонування економічної системи.

На переконання Р. Нурєєва, економічна система - сукупність економічних елементів, що утворюють певну цілісність, економічну структуру суспільства, єдність відносин, що складаються з приводу виробництва, розподілу, обміну і споживання матеріальних благ [90, с. 54]. Тобто вчений цілком доречно наголошує на поєднанні послідовності елементів, що забезпечують функціонування системи.

П. Грегорі 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 регіону» [154]. Подібне трактування, на нашу думку, значно 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» [2, с. 116]. 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 взаємодіють [32, с. 89].

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 мету [3, с. 65]. 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» [55, с. 69]. Тобто науковці досить слушно наполягають на існуванні певної мети економічної системи.

З. 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» [17, с. 114]. На нашу думку, таке визначення не повною мірою відображає сутність економічної системи, оскільки на сучасному етапі розвитку економічна система є більш складним явищем, вона не зводиться лише до взаємозв'язків між виробниками і споживачами благ та послуг.

В. Федоренко розглядає економічну систему як форму конкретизації історично визначеної сукупності взаємопов'язаних елементів економіки, що мають ознаки цілісності, інтегративних властивостей і відносної замкнутості [112, с. 101]. 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» [97, с. 68]. 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 подає економічну систему як «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» [10, с. 37]. 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 діяльності [41, с. 48].

Н. Чеботарьова під економічною системою розуміє певний тип суспільства, якісна характеристика якого обумовлена існуючим способом виробництва, специфікою пануючих економічних відносин і регулюючим впливом надбудови [116, с. 7]. О. Булахова, досліджуючи сутність економічної системи, приходять до 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 механізму [15, с. 241]. Однак, ми вважаємо, що формування певного виду економічної системи локалізовано у межах конкретної держави, а тому більш доцільним є використання поняття «економічна система держави».

Підсумовуючи викладене, пропонуємо трактувати економічну систему держави як сукупність інтегрованих підсистем, елементів і 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) [3, с. 67].

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

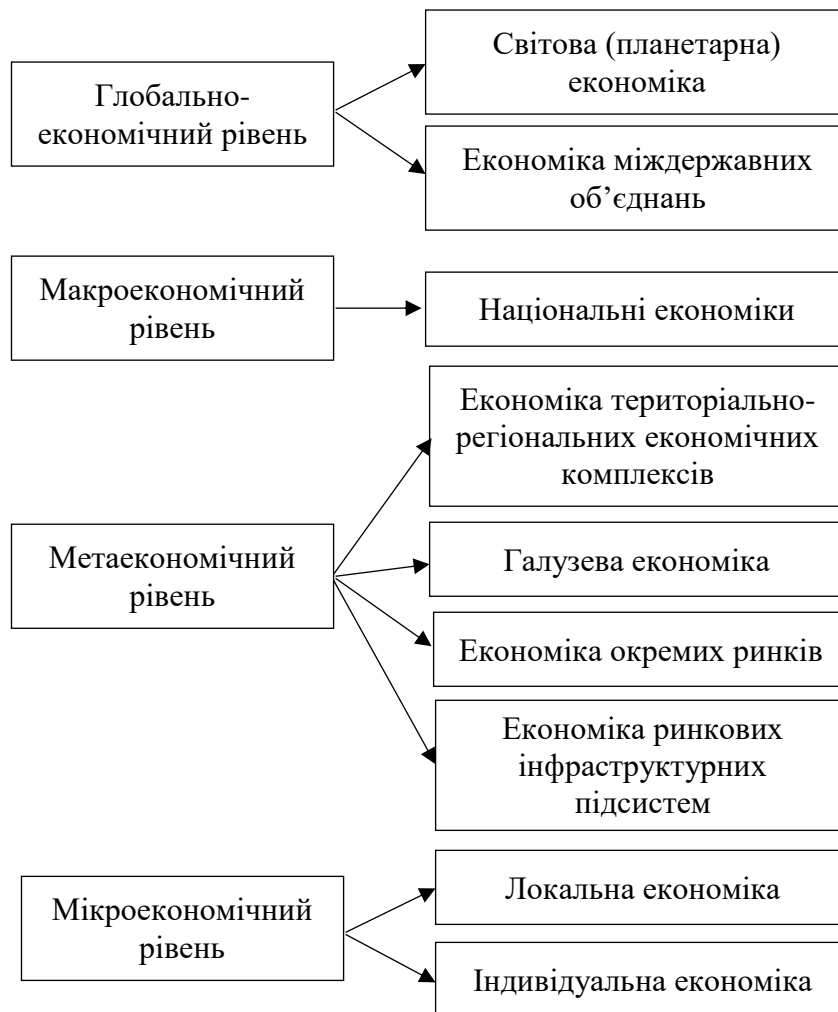


Рис. 1.1. Рівні економічної системи [32, с. 90]

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.

При відсутності або втраті економічною системою однієї чи декількох із цих якісних характеристик порушується ефективність і стабільність функціонування усієї системи та її елементів зокрема.

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

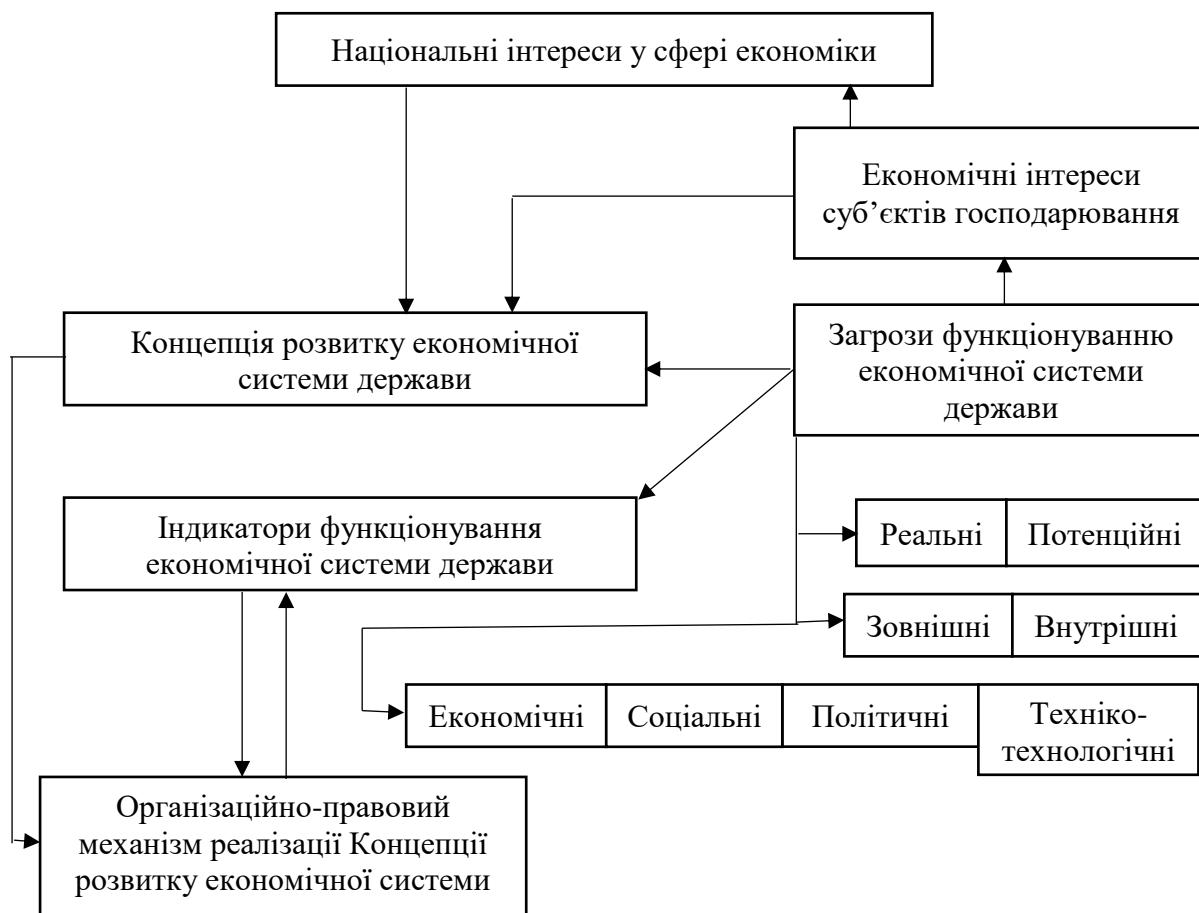


Рис. 1.2. Загальна схема функціонування економічної системи держави*

*Розроблено автором

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

Для кращого розуміння сутності економічної системи розглянемо її структуру. Одним із перших розробників теорії структури економіки був К. Кларк. Науковець у праці «Умови економічного прогресу» [20], що була опублікована у 1940 році, описав зрушення у секторальній структурі економіки залежно від зміни споживчого попиту: зі зростанням середнього доходу на особу попит на продукцію сільського господарства знижується, на промислові товари – спочатку зростає, а потім після певного рівня насичення ринку скорочується, а на послуги – постійно зростає. У відповідності до цього 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 росте 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 знижується, питома вага промисловості спочатку зростає, але в довгостроковому аспекті знижується, частка сфери послуг постійно підвищується [142, с. 177].

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» [11, 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 рамках 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. Белла [11, с. 158]

Окрім секторальної виділяють ще відтворювальну, галузеву, територіальну, соціальну, зовнішньоекономічну та інституційну структури економічної системи. У рамках мети нашого дослідження більш детально розглянемо саме інституційну структуру економічної системи. Під інституційним сектором економічної системи ми розуміємо сукупність інституційних одиниць, які мають схожі економічні функції, цілі та поведінку.

Відповідно до Наказу Державної служби статистики України «Класифікація

інституційних секторів економіки України» від 03.12.2014 року № 378 [57] 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 включає інституційні одиниці, що зазвичай зайняті виробництвом ринкових товарів і нефінансових послуг.

2. Сектор фінансових корпорацій включає інституційні одиниці, які зазвичай надають фінансові послуги, включаючи послуги із фінансового посередництва.

3. Сектор загального державного управління включає 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 включає інституційні одиниці, що складаються з однієї особи або групи осіб. Головним призначенням сектору є забезпечення робочою силою та здійснення кінцевого споживання. Також у рамках сектору фізичними особами-підприємцями здійснюється виробництво ринкових товарів та нефінансових послуг.

5. Сектор некомерційних організацій, що обслуговують домашні господарства, включає одиниці, які зазвичай зайняті наданням неринкових послуг для домашніх господарств або суспільству в цілому та чий ресурси формуються за рахунок добровільних внесків [57].

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 у економічній системі держави

представлено на рис. 1.4.



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

*Розроблено автором на основі джерела [57]

Тобто економічну систему 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.

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

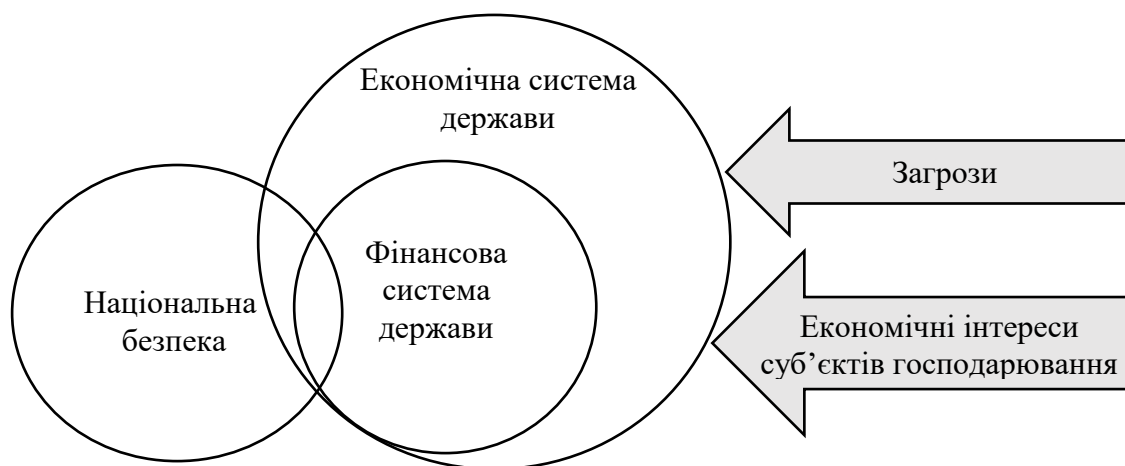


Рис. 1.5. Місце фінансової системи у економічній системі держави*

*Розроблено автором

У подальшому пропонуємо 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 сектора економіки (господарських суб'єктів), окремих фінансових інститутів і населення (домогосподарств) для виконання покладених на них функцій, а також для задоволення економічних та соціальних потреб» [16, с. 20].

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 систем до кон'юнктурних змін, знижують їх 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 криза [101, с. 30].

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

Таким чином, констатуємо, що 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, нелінійну дезінтеграцію фінансової системи, яка характеризується значним або повним виснаженням банківського капіталу і, як правило, сполучається з руйнуванням платіжного і розрахункового механізмів, руйнуванням передавального механізму монетарної політики, знеціненням національної валюти, падінням цін на фінансові активи, втратою прийнятності банківських депозитів як грошей і, як наслідок, розривом каналів фінансового

посередництва [101, с. 31]. Поділяючи 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 резервів [137, с. 110]. А. Шварц зауважує, що фінансова криза спричинена побоюваннями, що кошти платежу будуть недоступними за будь-якої ціни, через відтік коштів з банківської системи. Фінансові кризи є недовготривалими та закінчуються із ослабленням попиту на гроші з боку населення [189, с. 283]. 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 балансу [163, с. 311]. Р. Дорнбуш, І. Голдфайн і Р. Вальдес, досліджуючи у своїй праці «Валютні кризи та колапси» обвал мексиканського песо у 1994 році, приходять до висновку, що валютна криза здатна призвести до фінансової кризи [146, с. 232]. Подібну тезу висувують 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 та по ланцюгу економічних зв'язків кризові явища поширюються на інші сектори фінансової системи [159, с. 6]. Проте, на нашу думку, валютна криза є лише однією із причин фінансової кризи, проявів якої існує значно більше.

Більш доречним, на нашу думку, є зауваження М. Туган-Барановського, який зазначав, що фінансова криза свідчить про початок загальноекономічних кризових явищ [111, с. 288]. Подібну теорію висунув і Ч. Кіндлебергер, пов'язавши фінансові кризи із діловим циклом [160, с. 3].

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 учасників [33, с. 38]. У наведеному трактуванні цілком доречно вказано на роль ризиків у виникненні 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» [109, с. 38]. Однак, на наше переконання, таке визначення не враховує можливості руйнування фінансової системи країни.

Найбільш ґрунтовне дослідження сутності та різновидів фінансових криз серед вітчизняних учених-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» [5, с. 12]. 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, банківські [6, с. 5-13].

В цілому ж, на думку вченого, фінансова криза має ряд 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;
- 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 ринку» [5, с. 12-13].

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 проблеми 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 чинників [173].

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

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

2. Спекулятивне фінансування (*speculative finance*) - в умовах економічного зростання ризику 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 спаду [173].

Перехід від першої форми фінансування до наступних порушує врівноваженість фінансової системи, робить її вразливою, нездатною протистояти шокам. Водночас, «гіпотеза» Х. Мінскі пояснює зв'язок економічного циклу із фінансовим [173]. Ми вважаємо подібний підхід науково коректним, адже він враховує незбалансованість фінансових потоків та цінних показників, разом із тим враховуються і їх наслідки, що формуються у вигляді «перенапруження» балансів економічних суб'єктів сумнівними борговими зобов'язаннями.

Вітчизняна економічна наука здебільшого оперує вже усталеними у світовій практиці поняттями «фінансова нестабільність» (financial 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 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 системи [140]. Вважаємо, що таке трактування цілком враховує можливість поширення проблем у фінансовому секторі на економіку в цілому.

Ф. Мишкін приходять до 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 кризу [174, с. 9]. 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:

- 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 виробництва [150, с. 8].

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'язань [145, с. 2]. 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 ряд 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» [134, с. 4]. Подібне трактування вказує на двосторонній вплив фінансового та реального секторів економіки.

Отже, зарубіжні підходи до визначення поняття «фінансова нестабільність» здебільшого зосереджуються на впливі негативних явищ у фінансовій системі на економіку в цілому та на можливому переході фінансової системи із стану нестабільності у фінансову кризу.

Серед вітчизняних науковців дослідження природи фінансової нестабільності можна зустріти у працях І. Чирак, яка трактує фінансову нестабільність 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 трансмісії [117, с. 8]. 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 криз [100, с. 62].

Г. Мірошниченко 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» [53, с. 141]. Подібне тлумачення є доречним для вітчизняних реалій транзитивних економік, проте за умов розвинутого фінансового ринку банківська система є лише одним із можливих секторів прояву негативних коливань.

О. Сніжко зазначає, що «системна фінансова нестабільність виникає у

випадках поширення фінансових дисбалансів на значну кількість і різні типи фінансових інститутів та фінансових ринків» [101, с. 30], 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 висновки 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», 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'язань [123, с. 1015]. Вважаємо таке трактування досить близьким до запропонованого нами визначення 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 банків [125, с. 1054], що зводить зазначену дефініцію у площину виключно банківської сфери.

Н. Лоейза розширює змістове навантаження цього поняття, розуміючи під фінансовою вразливістю банківську кризу та фінансову волатильність

(мінливість). Науковець підкреслює, що у випадку виникнення негативних шоків фінансова вразливість переходить у фінансову нестабільність та спричиняє спад виробництва [167, с. 55], з чим не можна не погодитися.

Отже, у подальшому пропонуємо розглядати фінансову вразливість як стан фінансової системи, за якого фінансова система 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-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» [58]. На нашу думку, таке визначення наближує поняття фінансової безпеки до синоніму фінансової стійкості. Крім того, воно, 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 саморегулювання [7, с. 6]. Отже, науковець розуміє фінансову безпеку як певний стан фінансової системи, який характеризується відсутністю дисбалансів та, на відміну від попереднього джерела, розширює сутність цього поняття, розуміючи його не як збалансованість фінансової сфери, а як «ефективність і конкурентоспроможність фінансово-кредитної сфери», що ми вважаємо не повною мірою коректним.

На нашу думку, більш вдалим є визначення А. Миколайчук, у якому науковець тлумачить фінансову безпеку як сукупність соціально-економічних і правових відносин, що забезпечують такий фінансовий стан, при якому виявляється стійкість до зовнішніх загроз і ризиків при раціональному використанні своїх фінансових ресурсів [52, с. 82].

Г. Мельник трактує «стійкість», як «здатність утримувати рівновагу... і як стабільність, тобто здатність не змінюватися або підтримувати певні (стійкі) темпи руху (розвитку)» [91, с. 413]. Подібної думки дотримується і О. Луняков, який переконаний, що фінансова стійкість є здатністю фінансової системи протистояти зовнішнім та внутрішнім шокам [49, с. 248]. Ми вважаємо, що такі наукові підходи 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 «відсутність рівноваги, нестійкість, невідповідність» [56, с. 914]; також відоме поняття «disbalance» - «порушення рівноваги, дисбаланс» [56, с. 537].

Т. Щетілова розглядає imbalance (незбалансованість) як крайній стан disbalance (дисбалансу). На думку науковця, дефініція «дисбаланс», відповідно, - це «неврівноважений стан об'єкта чи порушення параметрів, які характеризують об'єкт як цілісність, та процеси змін у функціонуванні та розвитку об'єкта» [121, с. 107]. 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 станом [54, с. 397].

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

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 цілому [181]. Таке 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 тенденції [158, с. 64].

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 траєкторії [34, с. 38].

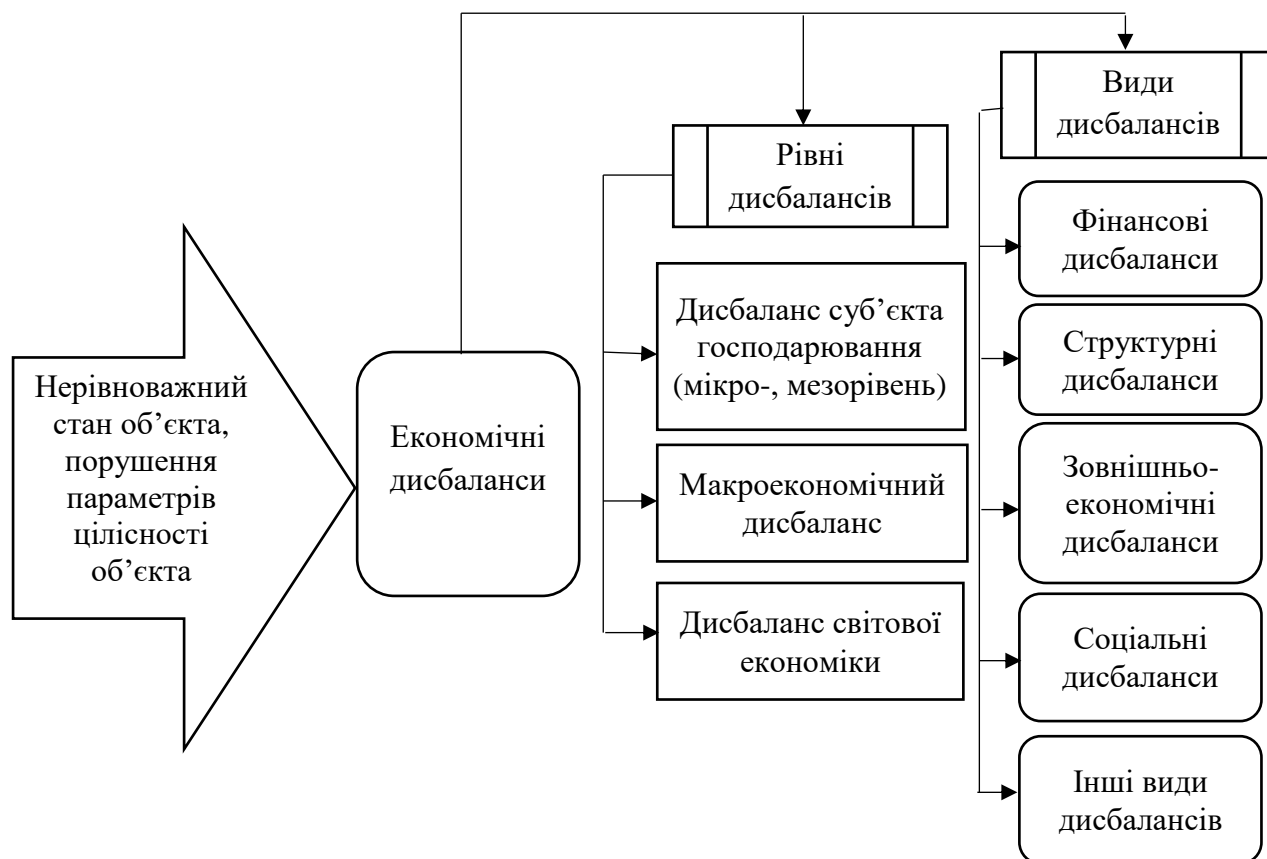


Рис. 1.6. Класифікація економічних дисбалансів*

*Розроблено автором

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

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 економіки [133, с. 7]. Таким чином, швидка кредитна експансія у поєднанні із зростанням цін на активи підвищують

імовірність виникнення фінансової нестабільності («financial instability») [132, с. 3]. Із подібним твердженням ми повністю погоджуємося.

О. Луняков, вивчаючи фінансові диспропорції в економіці, поруч із фінансовими дисбалансами, вводить у наукову термінологію поняття «дисбаланси у фінансовому секторі економіки» (ДФСЕ). У працях вченого виокремлено відмінності між фінансовими дисбалансами та дисбалансами у фінансовому секторі економіки за кількома критеріями:

- причини формування (для фінансового дисбалансу – переважно екзогенні шоки; для ДФСЕ – екзогенні та ендегенні шоки);

- сфера виникнення (для фінансового дисбалансу – 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 фінансового дисбалансу – всі інструменти державного регулювання економіки; для ДФСЕ – переважно інструментарій монетарного й макропруденційного регулювання) [47, с. 10].

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)» [46, с. 275], що є логічним, виходячи із критеріїв виокремлення фінансових дисбалансів та ДФСЕ.

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

Однак вчений не виділяє окремо «фінансову кризу» у послідовності стані 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».



Рис. 1.7. Поняття «фінансові дисбаланси» в системі пов'язаних економічних понять [49, с. 248]

Н. Кравчук, досліджуючи диспропорції глобального розвитку, приходять до 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» [37, с. 41].

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

Отже, дисбаланси та асиметрії є схожими поняттями, проте їхня природа є різною. На нашу думку, вищезазначені дефініції не варто вживати у синонімічному значенні при вивченні диспропорцій функціонування фінансової системи України. Асиметрії варто 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.

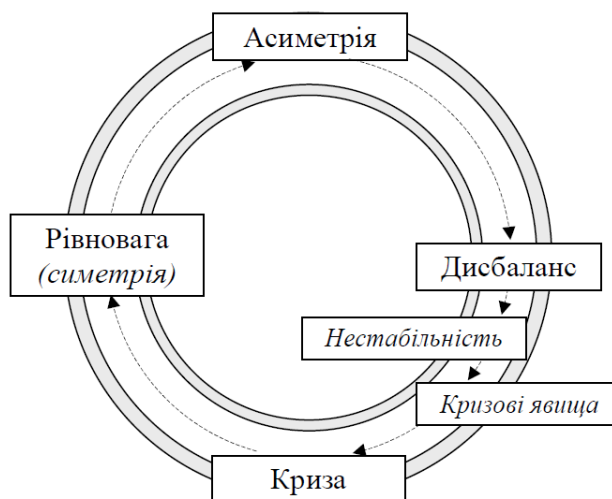


Рис. 1.8. Причинно-наслідковий зв'язок асиметрій і дисбалансів глобального розвитку (парадигма детермінізму) [37, с. 53]

На думку О. Сніжко, фінансові дисбаланси втілюють процес набування 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 характер [101, с. 30]. Отже, цей вид фінансової нестабільності є типовим для фінансової системи, він не призводить до загострення негативних наслідків для функціонування її механізмів.

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 збільшення

вразливості фінансової системи, порушення її стійкості та фінансової безпеки, 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).

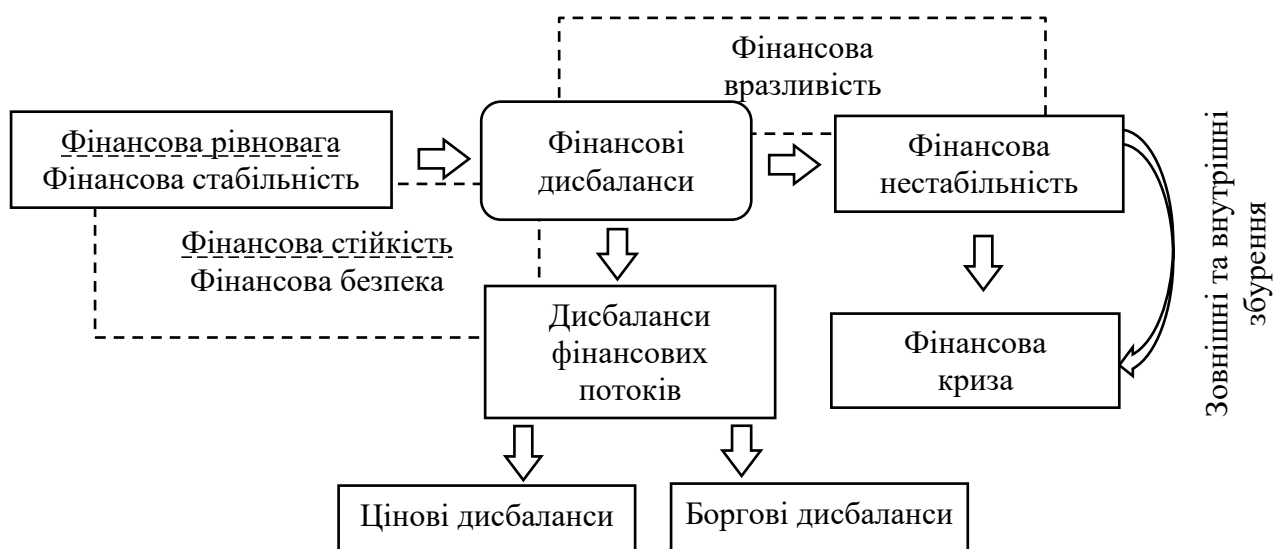


Рис. 1.9. Фінансові дисбаланси та їхній зв'язок зі станом фінансової системи*

*Розроблено автором

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.

За своєю природою існують фінансові дисбаланси різних видів. О. Луняков класифікує дисбаланси фінансового сектору економіки таким чином: внутрішні дисбаланси та зовнішні дисбаланси [46, с. 275]. На нашу думку, подібна класифікація є прийнятною і для об'єкта нашого дослідження. У таблиці 1.1 подано авторське бачення класифікації фінансових дисбалансів.

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 автором

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.

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 - 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 - це 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 забалансованості між реальним та фінансовим секторами економіки. Дисбаланси фінансових потоків виникають при значному розширенні фінансового сектора 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 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 та 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 № 1277 [58], 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 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 та вразливими місцями фінансових систем з метою підвищення фінансової стійкості, зокрема зниження ймовірності краху фінансової системи.

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 корпорацій [103]. Перелік індикаторів фінансової стійкості наведено у додатку Д.

Проте методики, що застосовуються в Україні, дозволяють виявити лише 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 фондових індексів у жовтні 1987 року (19 жовтня 1987 року – «чорний понеділок») передувало падіння цін на нерухомість, учені-економісти запропонували як індикатор кон'юнктурних шоків використовувати агрегований індекс цін активів (AAPI – Aggregate Asset Price Index) [48, с. 90]. 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 по

13 промислово розвиненим країнам світу за період 1970-1980 років, науковці досліджували фактори цінових бумів («bums») і падінь («busts») та обґрунтували, що більш різкий підйом у цінах активів спостерігався в тих країнах, де відношення величини кредитування до ВВП було досить високим.

Також ученими доведено, 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 експансією [48, с. 90].

Класичним прикладом цієї дилеми є Японська криза 1990-х років, коли в передкризовий період спостерігався бум цін на реальні та фінансові активи при відносно невисокій та стабільній споживчій інфляції. Запізніла реакція центрального банку Японії у вигляді підвищення процентної ставки, коли «бульбашки» уже були на піку, 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 агрегований індекс цін ААРІ, запропонований К. Боріо та іншими вченими, мають бути об'єктом детального аналізу при пошуку стійких показників формування фінансових дисбалансів. Своєчасне та обґрунтоване 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 [48, с. 91].

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 напрямку можна пов'язати з науковою працею К. Боріо та Ф. Лоу «Ціни на активи, фінансова та валютна стабільність: вивчення взаємозв'язку» (2002 р.). 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 [48, с. 91].

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, у першу чергу, у зростанні кредитних агрегатів і цінах активів, а не в цінах на товари та послуги (споживчої 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) стабільність [48, с. 94].

Кредитні агрегати та ціни активів, на думку К. Боріо та Ф. Лоу, можуть виступати для органів грошово-кредитного регулювання своєрідними «маяками» формування фінансових диспропорцій і майбутніх кон'юктурних шоків, що проявляються в результаті падіння цін активів. На прикладі промислово розвинених країн та країн з ринками, що формуються, ними було 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 [48, с. 95].

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

– 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) [48, с. 95].

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 нарощення 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 [48, с. 96].

При дослідженні питання ідентифікації майбутніх фінансових стресів (криз), фахівцями МВФ запропоновано використовувати попередньо розроблений ними індекс фінансових стресів (FSI - «Financial Stress Index») [138], який розраховується щомісяця і є сумою 7 нормалізованих змінних:

- β -коефіцієнт банківського сектору (коефіцієнт кореляції між прибутковістю банківського капіталу (ROE) із загальною ринковою прибутковістю);
- спред у прибутковості 3-х місячних казначейських цінних паперів США та Євродоларових позик («TED spreads»);
- строкові спреди («termspreads», що представляють собою різницю між короткостроковими та довгостроковими урядовими облігаціями);
- прибутковість фондового ринку;
- волатильність фондового ринку;
- спреди по суверенних боргах;
- волатильність валютного ринку [138].

При цьому, для країн з фінансовими ринками, що формуються, може використовуватися синтетичний індекс, який включає п'ять із вище розглянутих нормалізованих змінних, крім «TED spread» і «termspreads», а замість волатильності валютного ринку застосовується індекс тиску на валютному ринку [126]. На основі розрахунків індексу фінансових стресів FSI по 40 країнах було виділено понад 70 епізодів критичних фінансових станів («financial distress») за 1960-2009 роки [48, с. 109].

Резюмуючи результати досліджень фахівців МВФ, О. Луняков звертає увагу на те, що кредитні агрегати є кращими 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 агентів [48, с. 95]. 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, що дозволяють виміряти економічні дисбаланси, що створюють потенційні ризики для національної економіки. До цього переліку включені такі показники: рівень державного боргу, дефіциту бюджету, приватних заощаджень та приватних інвестицій, сальдо торговельного балансу та чисті інвестиції і трансферти [156].

З метою виявлення диспропорцій у економіках країн Європейського Союзу затверджена Процедура з макроекономічних дисбалансів (Macroeconomic Imbalances Procedure - MIP) [168]. Для ідентифікації негативних відхилень в економіці країни-члена ЄС застосовують перелік з 11 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) (NIIP)	< -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, %	± -5 для країн єврозони та ± -11 для інших країн

Продовження таблиці 1.2

1	2
(HICP - гармонізований індекс споживчих цін, CPI - індекс споживчих цін) (% change (3 years) of Real Effective Exchange Rates with HICP deflators)	
Внутрішні дисбаланси	
Консолідований борг приватного сектору економіки, % ВВП (Private Sector Debt (consolidated))	> 133
Обсяг кредитування приватного сектору, % ВВП (Private Sector Credit Flow)	> 14
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
Середній рівень безробіття за 3 роки, % (3 year average of Unemployment Rate)	> 10
Зміна сукупних зобов'язань фінансового сектору, % (year-on-year changes in Total Financial Sector Liabilities)	> 16,5

*Примітка. Складено за даними [168]

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

Також зазначимо, що, на нашу думку, 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.

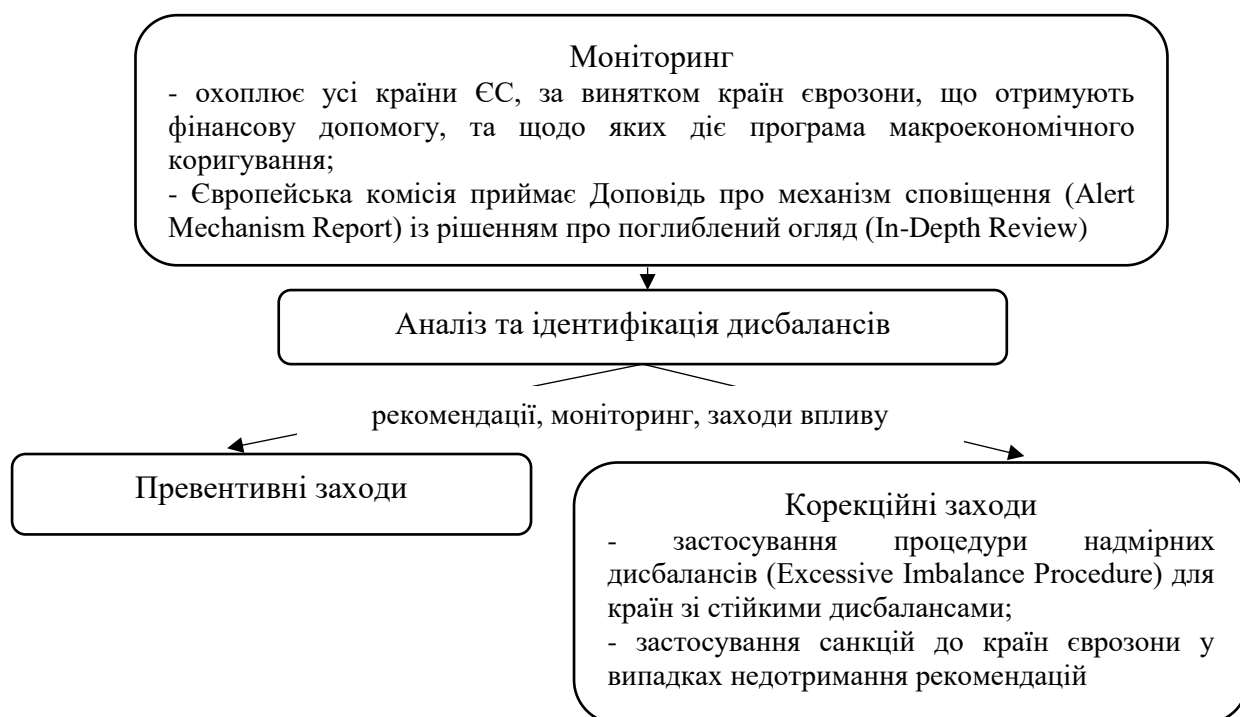


Рис. 1.10. Етапи застосування Процедури з макроекономічних дисбалансів [181, с. 24]

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; дисбаланси, що потребують рішучих політичних заходів та специфічного моніторингу.
3. Надмірні дисбаланси: дисбаланси, що потребують рішучих політичних заходів та специфічного моніторингу.
4. Надмірні дисбаланси з планом корекційних заходів [181, с. 32].

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 особливості рівня економічного розвитку країн, що може призвести до хибних висновків [131, с. 86-88].

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

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 (концепція CAMELS); 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 тощо [101, с. 32].

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 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 співвідношення кредити/ВВП [45, с. 29-30]. 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 (Real Effective Exchange Rate);
- чиста міжнародна інвестиційна позиція (Net International Investment Position) (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 (Private Sector Credit Flow);
- консолідований борг приватного сектору (Private Sector Debt);
- рівень дефіциту сектору загального державного управління (показник враховує, окрім законодавчо визначених видатків державного 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) [8, с. 41];

- загальний державний боргу (General Government Debt);
- зміна сукупних зобов'язань фінансового сектору (Total Financial Sector Liabilities);
- річне зростання індексу цін на житло;
- дефлятор кінцевих споживчих витрат.

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

Таблиця 1.3

Показники оцінки фінансових дисбалансів*

Показник	Граничне значення
Дисбаланси фінансових потоків	
Обсяг кредитування приватного сектору, % ВВП	> 15
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 автором

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.



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

*Розроблено автором

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.

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

Висновки до розділу 1

1. Констатовано, що фінансова складова є основою функціонування економічної системи будь-якої держави. У складі економічної системи можна виділити окрему ланку, вона є відображенням форм та методів використання фінансів в економіці, – фінансову систему. У цьому контексті фінансова система є сукупністю різноманітних видів фондів фінансових ресурсів, сконцентрованих у розпорядженні держави, нефінансового сектора економіки (господарських суб'єктів), окремих фінансових інститутів і населення (домогосподарств) для виконання покладених на них функцій, а також для задоволення економічних та соціальних потреб. Вивчення особливостей розвитку фінансової системи держави дозволить сформулювати більш виважені підходи до здійснення макрофінансового регулювання національної економіки. Доведено, що забезпечення стабільного функціонування фінансової системи держави відіграє ключову роль у реалізації конкурентних переваг національної економіки, стимулюванні темпів економічного зростання. Водночас, фінансова система постійно знаходиться під впливом екзогенних та ендогенних чинників, що можуть стати каталізаторами фінансової нестабільності.

2. Окреслено спільні риси, відмінності та взаємозв'язки між фінансовими дисбалансами, фінансовою стійкістю, фінансовою нестабільністю, фінансовою крихкістю, фінансовою безпекою, фінансовою кризою. Відзначено, що тригером виникнення фінансової нестабільності є накопичення фінансових дисбалансів, поширення яких призводить до збільшення вразливості фінансової системи, порушення її стійкості та зниження рівня фінансової безпеки. Під впливом шоків фінансова система переходить у стан нестабільності та у випадку відсутності дієвих заходів – до фінансової кризи. У разі накопичення критичного обсягу фінансових дисбалансів фінансова криза настає і без дії зовнішніх збурень, оминаючи період фінансової нестабільності.

3. Обґрунтовано, що накопичення та тривала дія фінансових дисбалансів призводять до виникнення фінансової нестабільності, що за відсутності дієвих

заходів продукує фінансову кризу. Запропоновано трактувати 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.

4. Досліджено вітчизняні і зарубіжні підходи до ідентифікації та оцінювання фінансових дисбалансів. Аналіз зарубіжних досліджень з цього питання виявив, що у розвинених країнах поширена практика ідентифікації потенційних сигналів фінансової розбалансованості. Виділено індикатори, що дозволять виявити фінансові дисбаланси у вітчизняній практиці, зокрема: реальний ефективний обмінний курс, чисту міжнародну інвестиційну позицію, обсяг кредитування приватного сектору, обсяг заборгованості приватного сектору, обсяг дефіциту сектору загального державного управління, загальний обсяг державного боргу, зміну сукупних зобов'язань фінансового сектору, зміну індексу цін на житло, дефлятор кінцевих споживчих витрат.

5. На основі оцінки практики застосування Процедури з макроекономічних дисбалансів у країнах ЄС аргументовано, що ідентифікація наявності чи відсутності фінансових дисбалансів є лише початковим етапом системного підходу до їх регулювання, адже система регулювання фінансових дисбалансів має охоплювати наступні елементи: ідентифікацію фінансових дисбалансів, виявлення потенційних та реальних загроз фінансовій системі, розробку системи заходів забезпечення стабільності фінансової системи в умовах поглиблення фінансових диспропорцій.

6. Основні наукові результати розділу опубліковано у працях автора [65; 66; 71; 72; 73; 83; 86; 87; 88; 89; 177].

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» [36, с. 11]. 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 сприяти економічному зростанню. Для розробки комплексу заходів щодо врегулювання існуючих дисбалансів, вважаємо за 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 пасивів [128]. 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).



Рис. 2.1. Показники оцінки фінансових дисбалансів*

*Розроблено автором

Недоліком індикаторів цінових дисбалансів зокрема, як 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 на нього істотно впливає зміна валютного курсу.

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

Таблиця 2.1

Структура Зведеного балансу фінансових ресурсів і витрат України

Надходження ресурсів	Напрями використання ресурсів
I. Ресурси бюджетів:	I. Використання ресурсів бюджетів:
доходи бюджетів	видатки бюджетів
надходження від приватизації державного майна	погашення основної суми зовнішнього боргу
залучення коштів на зовнішньому ринку	погашення основної суми внутрішнього боргу
залучення коштів на внутрішньому ринку	
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:
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 комерційними 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 основі [118, с. 30]

Відмінність Зведеного балансу фінансових ресурсів і витрат України від

зведеного бюджету 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 на відміну від бюджету не має адресного характеру, це - фінансова програма прогнозу економічного і соціального розвитку держави [118, с. 30].

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 держави [16, с. 84].

Однак, на нашу думку, використання даних балансу фінансових ресурсів та витрат держави дає дещо обмежене уявлення щодо обсягів «чистого» потоку фінансових ресурсів як у приватному секторі, так і в державному.

Вітчизняна 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 (МІР), що використовується країнами ЄС, граничне значення цього індикатора у річному підсумку не повинно перевищувати 14% ВВП [168]. Показник кредитування приватного сектору враховує обсяг операцій кредитування як із внутрішніх, так і із 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, розрахунків яких проводить НБУ. Обсяг кредитування 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).

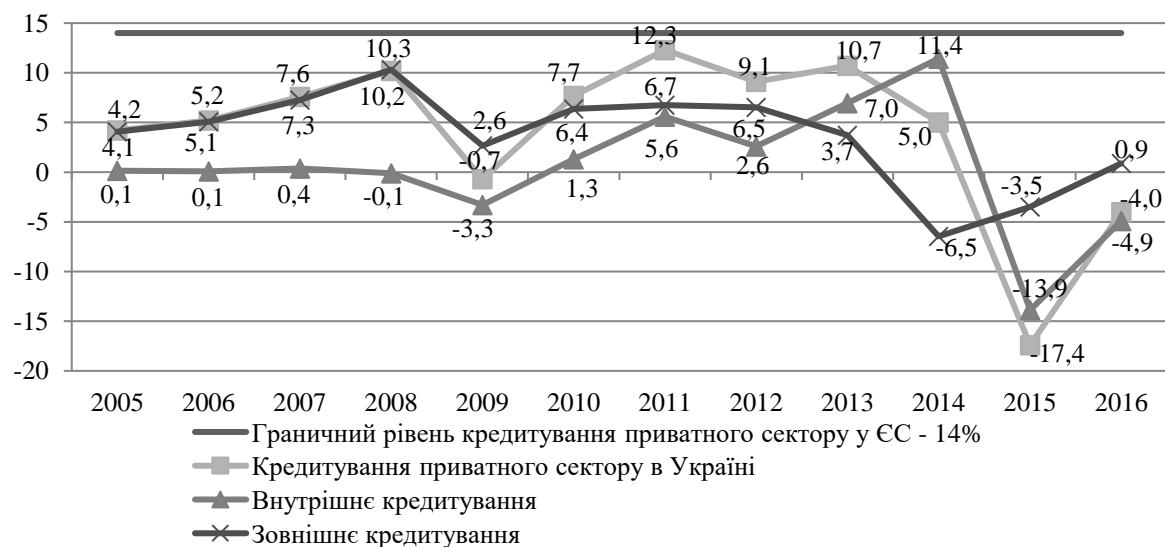


Рис. 2.2. Динаміка кредитування приватного сектору в Україні, % ВВП*

*Складено автором за даними [20]

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 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 підвищилася 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 трьох кварталів 2016 року на тлі поживлення економічних процесів темпи падіння обсягів кредитування приватного сектору дещо зменшилися до -4% ВВП, позитивні значення спостерігалися по зовнішньому кредитуванню - 0,9% ВВП.

Для порівняння розглянемо динаміку вищезазначеного показника для країн ЄС та України (рис. 2.3).

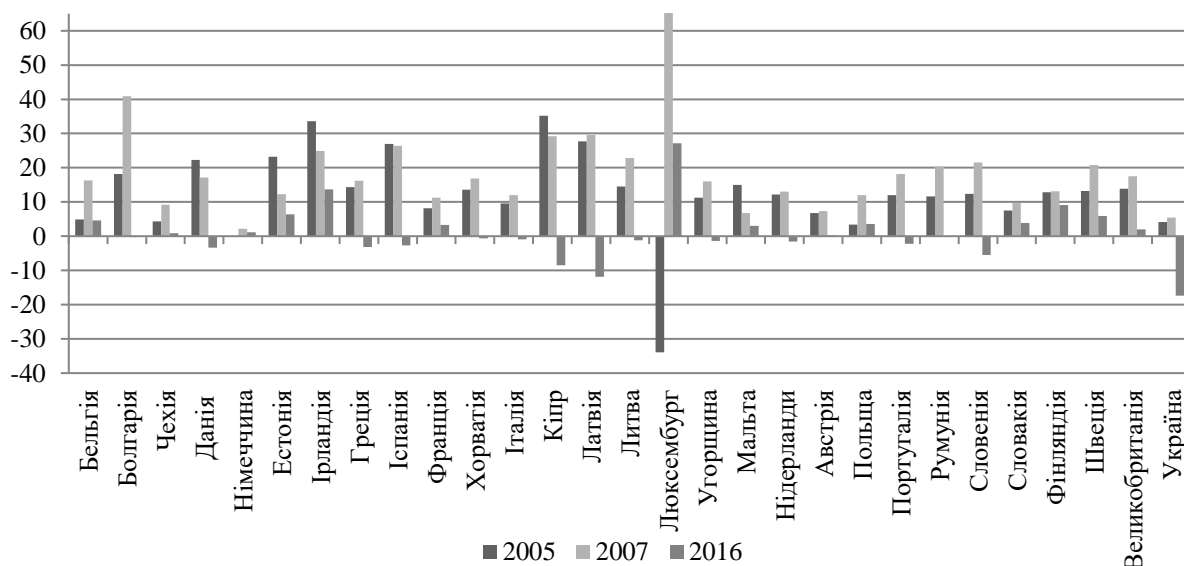


Рис. 2.3. Кредитування приватного сектору у 2005, 2007 та 2016 роках у країнах ЄС та в Україні, % ВВП*

*Складено автором за даними [20; 168]

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, натомість в Україні простежується протилежна тенденція [168].

Зовнішнє кредитне фінансування приватного сектору економіки України є потужним джерелом валютних надходжень держави та більш вигідне для корпоративного сектору, 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.

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

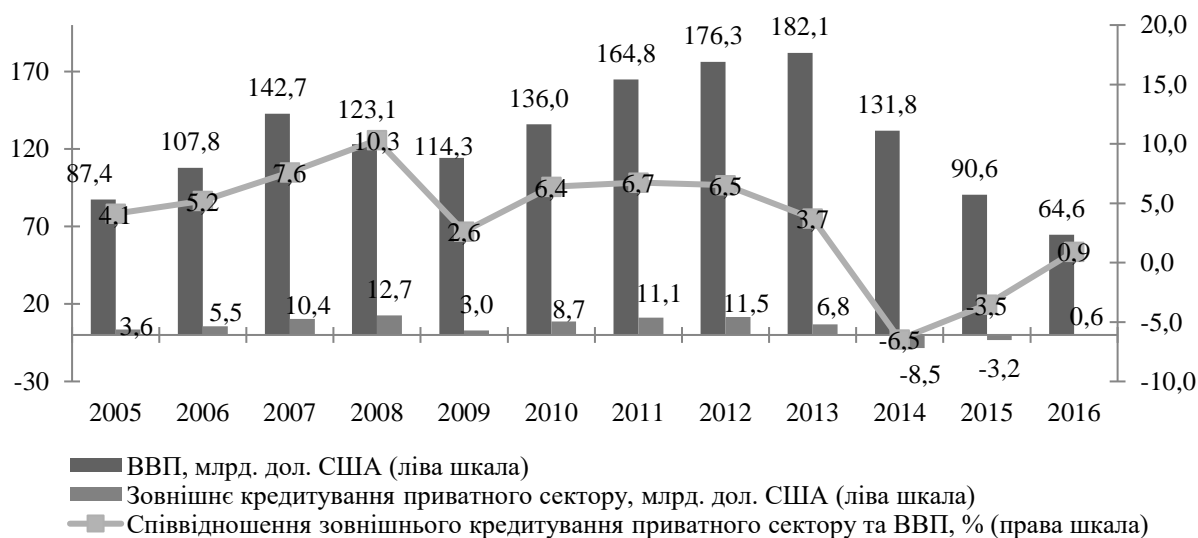


Рис. 2.4. Співвідношення зовнішнього кредитування приватного сектору та ВВП в Україні, %*

*Складено автором за даними [103; 106]

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

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 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 році 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. У 2008 році зазначені дисбаланси тільки посилилися, а 2009 рік можна охарактеризувати як період «кредитного стиснення». Аналогічні процеси були характерні і для 2014-2015 років, пік «кредитного стиснення» припадає на 2015 рік. Протягом 2016 року, незважаючи на негативне значення показника кредитування приватного сектору, відбулося значне скорочення негативної динаміки. Однак величина кредитування приватного сектору все ще залишається від'ємною, а це, на нашу думку, не сприятиме позитивним економічним тенденціям.

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.



Рис. 2.5. Темпи зростання обсягів кредитування приватного сектору та ВВП в Україні*

*Складено автором за даними [20; 106]

Стрімке зростання 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 сприятиме розгортанню інфляційних процесів. У періоди розширення кредитування зростання цін на активи призводить до збільшення вартості заставного майна, що стимулює посилення кредитної експансії та подальше збільшення 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 фондів країни та ставитиме під сумнів можливість 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 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 і 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 боргових ресурсів до ДБУ припав на 2014 рік – 12,9% ВВП. Однак причини такого різкого зростання

зумовлені не стільки перенакопиченими фінансовими дисбалансами, скільки надскладною економіко-політичною ситуацією – вимушеним зростанням витрат на оборону на тлі скорочення дохідної частини бюджету.

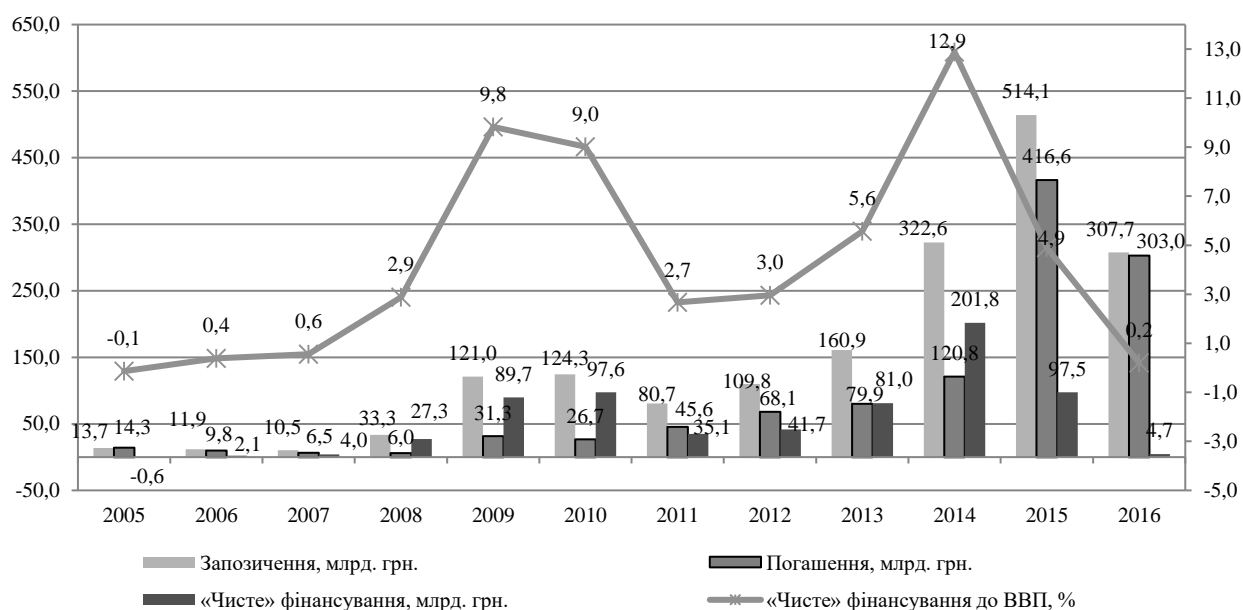


Рис. 2.6. Фінансування Державного бюджету України за борговими операціями*

*Складено автором за даними [30; 106]

За підсумками 2015 року, «чисте» фінансування ДБУ склало 4,9% ВВП, що означає відповідне нарощування боргових зобов'язань держави. Саме у 2015 році уряд зіткнувся із реальною загрозою настання дефолту, уникнути якого вдалося тільки завдяки проведеній реструктуризації, що передбачала списання частини зовнішнього державного боргу та пролонгації погашення єврооблігацій на чотири роки.

У країнах ЄС для оцінки збалансованості фіскальної політики використовують показник структурного первинного 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 країни [180].

У свою чергу, циклічно скоригований первинний структурний баланс є сумою циклічно скоригованого структурного балансу (величина чистого

фінансування СЗДУ за вирахуванням циклічної компоненти) та відсоткових виплат (витрат на обслуговування боргових зобов'язань) [152].

Обчислення структурного балансу бюджету передбачає оцінювання рівня циклічно скоригованих доходів бюджету та його видатків за допущення природного рівня зайнятості (формула 2.2) [25, с. 601].

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

Відповідно до Пакту стабільності та зростання (Stability and Growth Pact – SGP) [191] кожна країна-учасниця ЄС розробляє Середньострокові бюджетні цілі (Medium-Term Budgetary Objective - МТВО), які є орієнтирами для здійснення фіскальної політики та передбачають втримання структурного первинного дефіциту на рівні 0,5% ВВП, адже саме такий рівень дефіциту дозволяє у перспективі досягти економічно безпечного рівня державного боргу. У випадку 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 чисте первинне кредитування/запозичення СЗДУ з урахуванням чистих відсоткових виплат. В свою чергу, чисте первинне кредитування/запозичення 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.

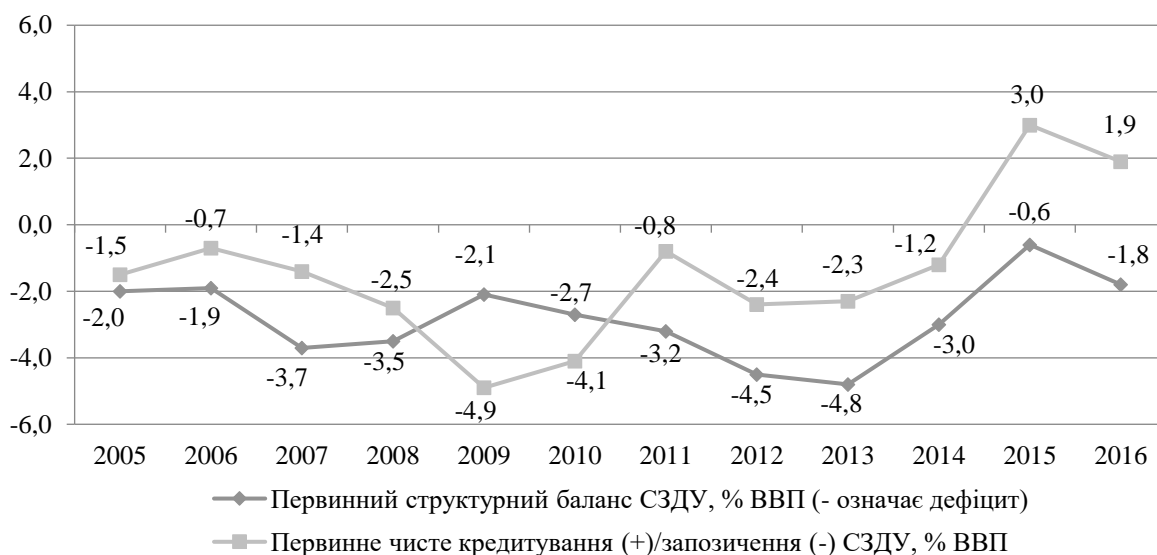


Рис. 2.7. Динаміка показників збалансованості СЗДУ в Україні, % ВВП*

*Складено автором за даними [195]

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. Деяка стабілізація ситуації відбулася у 2015 році, коли рівень дефіциту СЗДУ склав 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 аналогічні тенденції 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 зростанням вартості обслуговування боргу СЗДУ.

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 (ЧМІП). У 2009-2010 та 2014-2016 роках відбувалося стрімке вилучення

капіталу із вітчизняної економіки, а позитивний приріст ЧМПП змінився на від’ємний, що підтверджує негативні очікування щодо подальшого розвитку України та повторює негативні тенденції кредитування приватного сектору економіки.

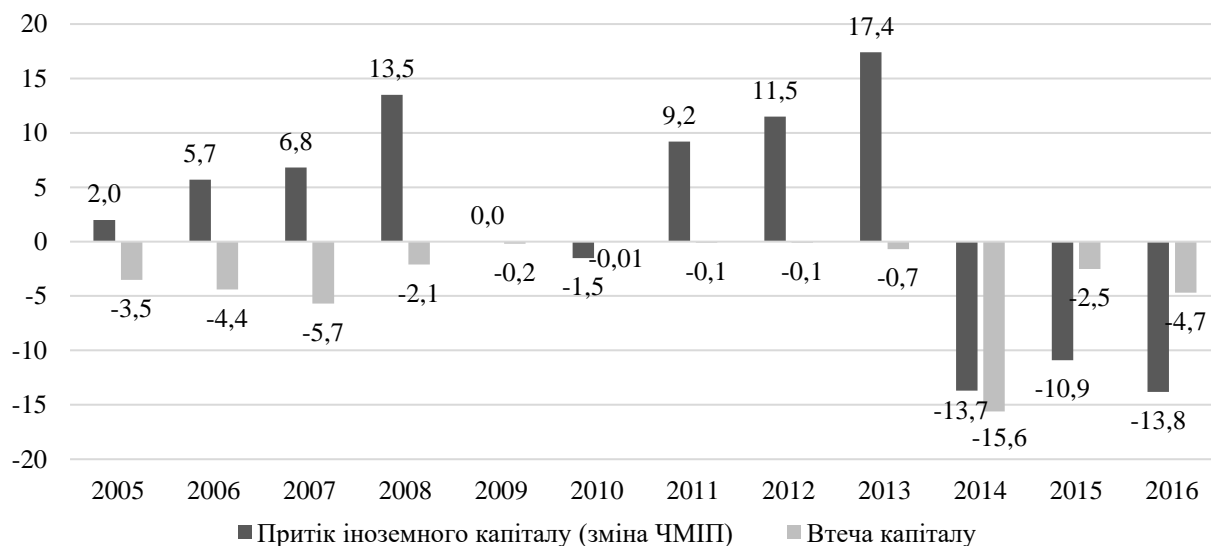


Рис. 2.8. Динаміка притоку іноземного капіталу та «втечі» капіталу, млрд. дол. США*

*Складено автором за даними [103; 106]

Таким чином, можемо констатувати, що за підсумками 2005-2016 років в Україні спостерігалось два піки дисбалансу руху фінансових потоків у вигляді «кредитного буму» у 2008 року 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 (ІСЦ) і дефлятора ВВП.

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 включає 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 співпадають [8, с. 98], однак в Україні вони істотно відрізняються (рис. 2.9).

Аналіз цінових індикаторів в Україні дозволяє зробити висновки, що в цілому 2005-2008 роки характеризувалися значним рівнем інфляційних процесів. Так званий «інфляційний сплеск» цього періоду можна пояснити підвищенням рівня соціальних видатків, а з кінця 2008 року – впливом девальвації

національної валюти. Протягом 2009 року інфляція зберігалася на високому рівні.

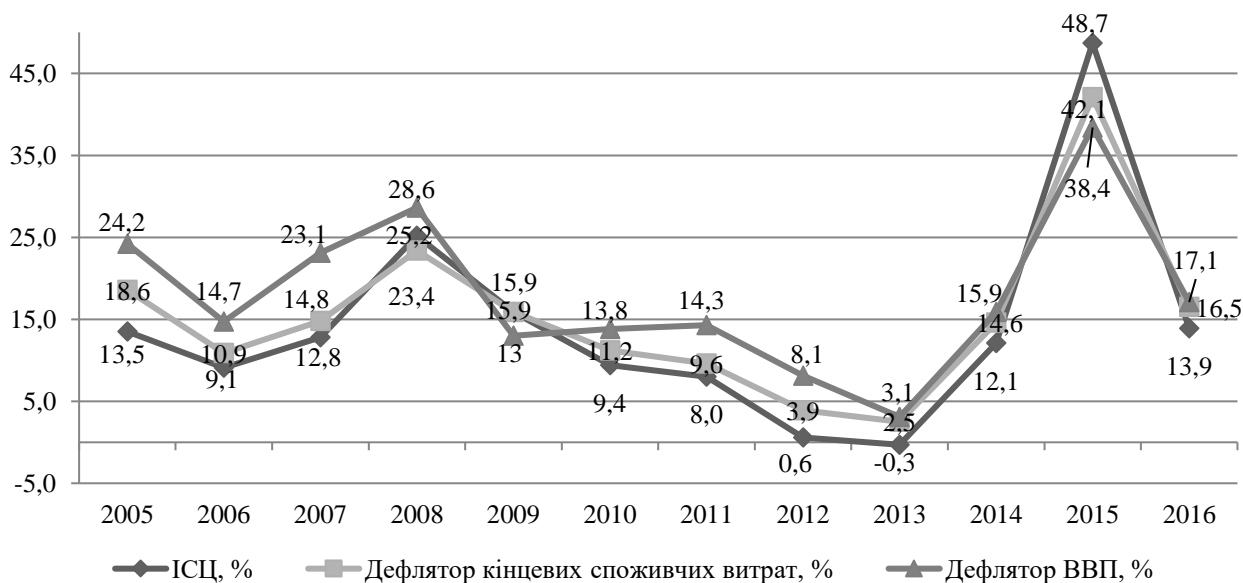


Рис. 2.9. Динаміка індексу споживчих цін, дефлятора кінцевих споживчих витрат та дефлятора ВВП в Україні*

*Складено автором за даними [106]

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;
- зростання пропозиції сільськогосподарської продукції, яка має істотну питому вагу в структурі споживчого кошика;
- збереження низьких цін на сировинні товари через низький рівень глобального попиту.

У 2014-2016 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. Основними показниками зміни цін фінансових активів є зміна індексів фондового ринку – зокрема індексу Першої фондової торговельної системи (ПФТС). Індикатором для нефінансових активів є зміна цін на нерухомість.

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

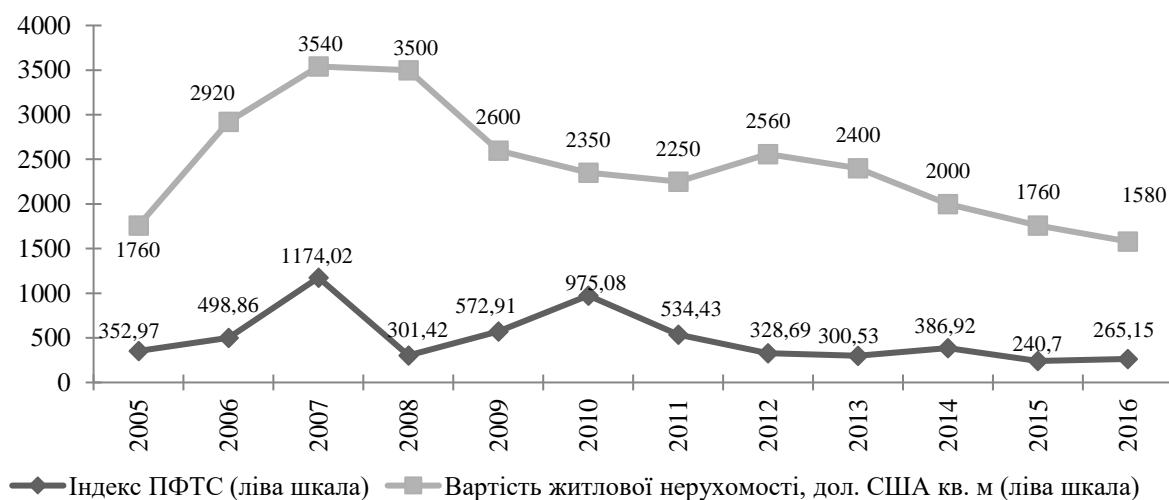


Рис. 2.10. Динаміка показників цінових дисбалансів в Україні у 2005-2016 роках (на кінець періоду)*

*Складено автором за даними [20; 103; 105; 153]

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 2010-2016 роках відновлення докризового рівня цін не відбулося через низькі темпи зростання доходів населення, високі кредитні ставки та низьку ліквідність банків. 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 2014-2016 роках є девальвація національної валюти.

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 США [185]. 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 будинків. Використання індексу Кейса-Шиллера вимагає збору та обробки значних масивів інформації. При його визначенні враховуються ціни перепродажу тільки для 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 в цін акцій [124]. Найвагомим 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 їхня питома вага досягає 20-35%, у менш розвинених країнах – 10-25%) [135].

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 метра квадратного житлової нерухомості (м. Київ) до середньої заробітної плати в Україні*

*Складено автором за даними [105; 106; 153]

У якості вартості одного квадратного метра житлової нерухомості використані дані міжнародної консалтингової компанії у сфері комерційної та житлової нерухомості «Knight Frank», розраховані за показниками, наданими українським агентством нерухомості «Благовіст» щодо середньої вартості одного квадратного метра житлової нерухомості у м. Києві на вторинному ринку. І хоча такий підхід має певні недоліки, оскільки враховує ціни на житлову нерухомість лише у столиці, де вартість нерухомості є вищою порівняно із 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 при стабільному зростанні середньої заробітної плати її співвідношення із цінами на житлову нерухомість поступово знижувалося із 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. Водночас зазначимо, що його зростання у 2014 році спричинено не стільки збільшенням цін на нерухомість у гривневому еквіваленті, скільки падінням рівня доходів населення. Подібні тенденції збереглися і у 2015 році. У 2016 році вартість житлової нерухомості знизилася як у гривневому, так і у доларовому еквіваленті.

Підводячи підсумки, зазначимо, що основним рушійним чинником зростання показника співвідношення середньої заробітної плати та ціни нерухомості 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. При проведенні розрахунку із 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

Рік	Вартість м ² житлової нерухомості, грн.	Соціальна норма житла на 1 особу, м ²	Середня заробітна плата, грн.	Термін окупності	
				місяців	років
2005	9011,20	13,65	1019,7	120,6	10,1
2006	14746,00		1277,1	157,6	13,1
2007	17877,00		1675,0	145,7	12,1
2008	18445,00		2001,0	125,8	10,5
2009	20254,00		2233,0	123,8	10,3
2010	18659,00		2629,0	96,9	8,1
2011	17932,50		3054,0	80,2	6,7
2012	20454,40		3377,0	82,7	6,9
2013	19176,00		3619,0	72,3	6,0
2014	31520,00		4012,0	107,2	8,9
2015	42240,00		5230,0	110,2	9,2
2016	40369,00		6475,0	85,1	7,1

*Складено автором за даними [105; 106]

Аналізуючи дані табл. 2.2, варто відмітити, що максимальний термін окупності такої площі був у 2006-2007 роках, а найменший – у 2011-2013 та 2016 роках.

Якщо розглядати динаміку індексу Кейса-Шиллера для США (рис. 2.12), то можна спостерігати аналогічну тенденцію, за якої у 2006 році значення цього

індексу досягли максимальних позначок.

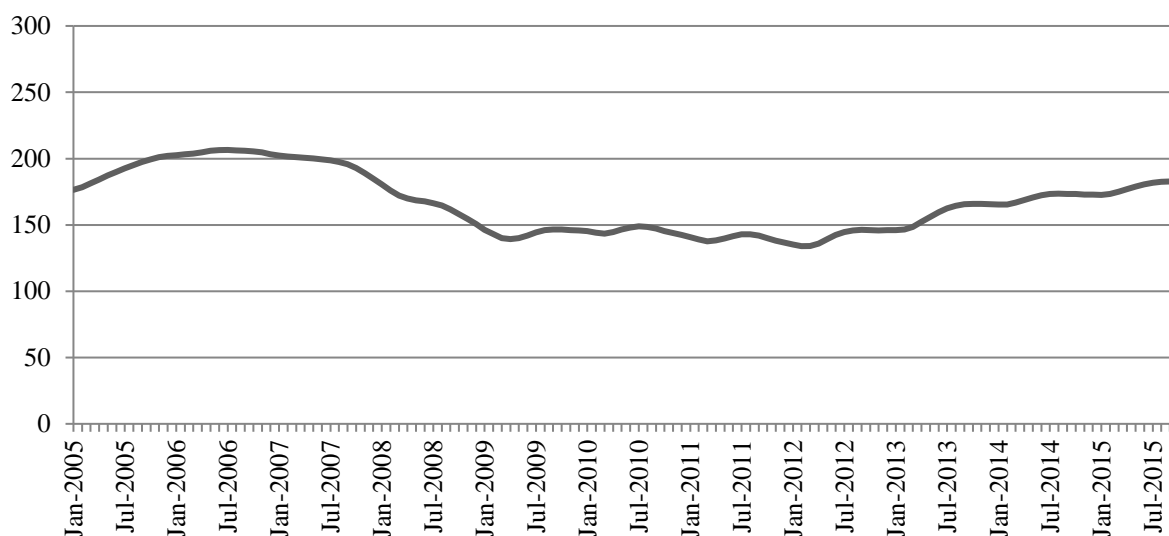


Рис. 2.12. Динаміка S&P/Case-Shiller 20-City Composite Home Price Index у США*

*Складено автором за даними [94]

Одним із 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 (рис. 2.10) свідчить про формування «цінової бульбашки» на вітчизняному фондовому ринку. Максимальне значення індексу ПФТС спостерігалось у середині січня 2008 року – 1208 пунктів (приріст порівняно з попереднім роком – 120%) [48, с. 84]. 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 національному банківському секторі 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 Шиллера, що є відношенням поточної ціни акцій чи індексу цін акцій (P) та прибутку (E), скоригованого на показник інфляції [163]. Значення аналогічного показника для фондового ринку України (ІФР) наведено на рис. 2.13.

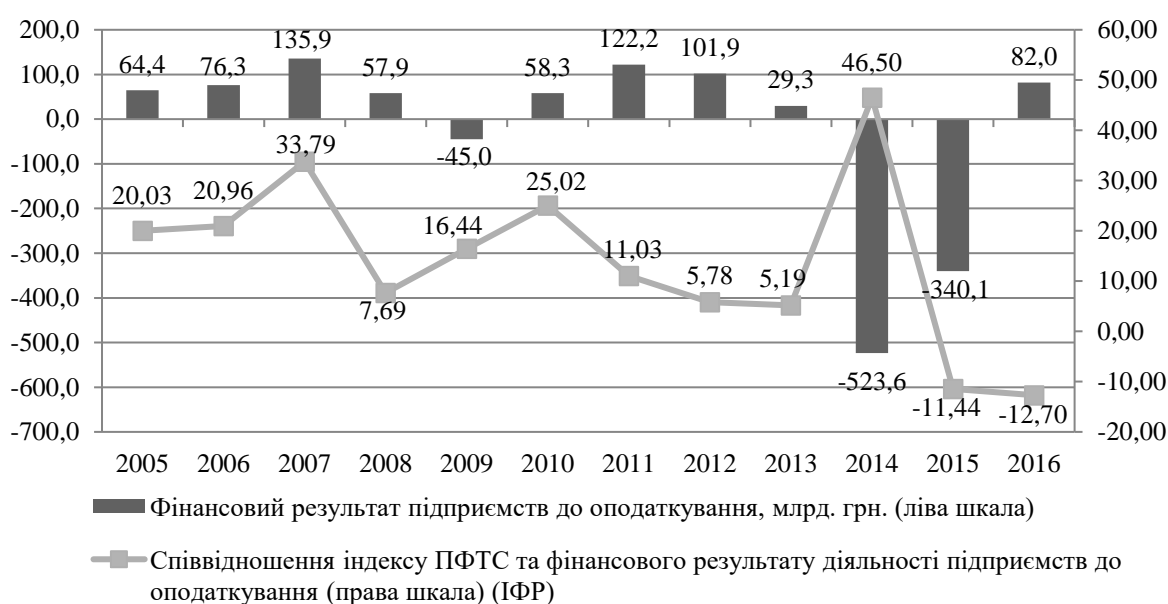


Рис. 2.13. Динаміка індексу ПФТС та фінансового результату діяльності підприємств в Україні*

*Розраховано автором за даними [20; 106]

Зазначений індикатор розраховано шляхом ділення індексу ПФТС на усереднений фінансовий результат діяльності підприємств (ФРП) за десятирічний період, скоригований на дефлятор кінцевих споживчих витрат (ДЕФ) ВВП (формула 2.3):

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

Розрахунок індикатора наведено у додатку Ж. З огляду на отримані результати, можна зробити висновок про те, що найбільш переоціненим фондовий ринок України був у 2007 та 2014 роках. А найменше значення показника спостерігалось у 2015-2016 роках, отже, фондовий ринок України перебуває у критичному стані, оскільки розрахований нами індекс має від'ємне значення, що означає збитковість вітчизняних суб'єктів господарювання та дуже низьку їх привабливість для подальшого залучення інвестицій та відновлення 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 із чинного валютного курсу, проте навіть незначні негативні коливання на валютному ринку істотно збільшать 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% у 3-річний період [168].

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

У світовій практиці розрахунок РЕОК проводиться 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-торгівельному 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.

При виборі двосторонніх курсів, що враховуватимуться при визначенні реального ефективного курсу, використовують двосторонні курси валют країн, які займають найбільшу питому вагу у зовнішньоторговельному обороті країни (наприклад, при визначенні ефективного курсу для австралійського долара включаються країни, обсяг зовнішньої торгівлі з якими становить не менше 90% зовнішньоторговельного обороту Австралії) [149].

Одним із найпоширеніших підходів при визначенні 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 .

Це відповідно передбачає, що чим більша частка, тим більший вплив на РЕОК має двосторонній обмінний курс між ними.

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, а тому, на нашу думку, є досить трудомістким та складним у застосуванні [149; 161].

Важливим етапом визначення РЕОК є вибір дефлятора цін. С. Едвардс пропонує чотири альтернативних цінових індекси: індекс споживчих цін (ІСЦ), індекс оптових цін, дефлятор ВВП та індекс заробітної плати [148]. 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) [141]. Оскільки у нашому випадку ми проводимо розрахунок у річний період, то більш прийнятним вбачаємо використання дефлятора кінцевих споживчих витрат ВВП.

Таким чином, чіткої загальновизнаної методики розрахунку РЕОК у світі не існує, у різних країнах вони мають свою специфіку та 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).

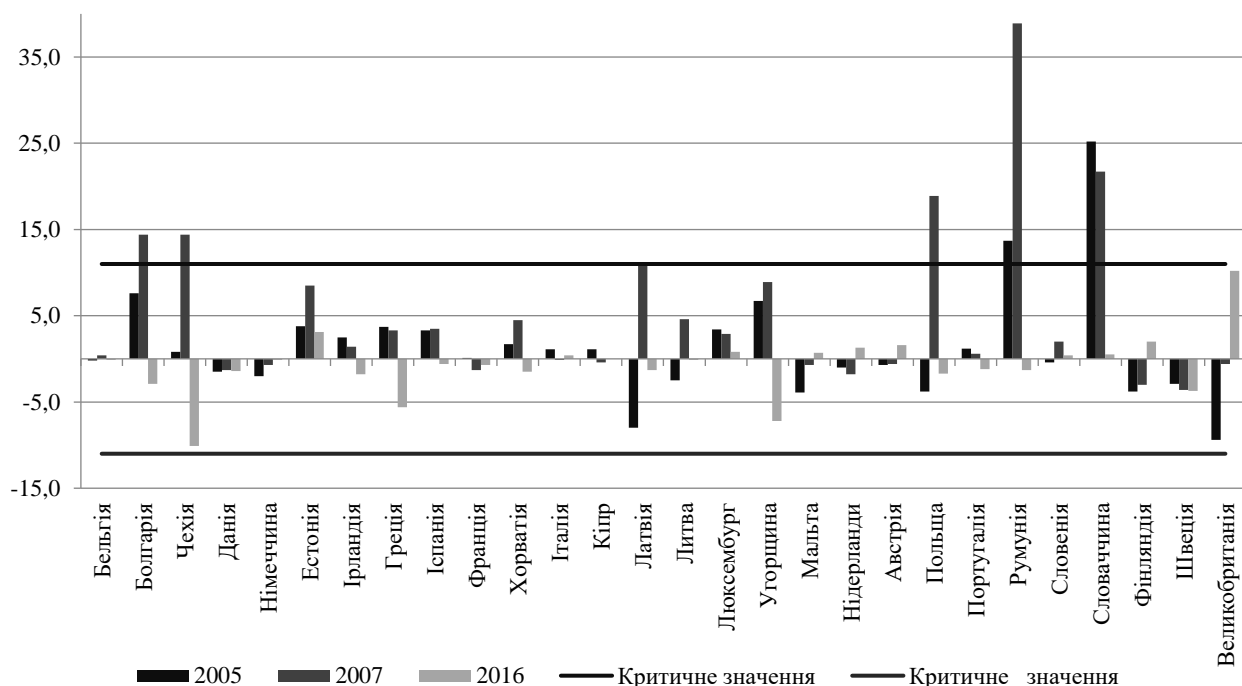


Рис. 2.14. Реальний ефективний обмінний курс (гармонізований індекс споживчих цін) в країнах ЄС (3-річна зміна), % *

*Складено автором за даними [168]

Отже, за даними рис. 2.14, 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 Словаччині. Однак у 2016 році істотних курсових коливань у країнах ЄС не відбулося.

В Україні розрахунок РЕОК здійснюється згідно з «Основними методичними положеннями розрахунку індексу реального ефективного

обмінного курсу (РЕОК) гривні», розміщеному на офіційному сайті Національного банку України [103]. Індикатором інфляції виступає 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 розраховується 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% від загального зовнішньоторговельного обороту України [92].

В цілому методика визначення 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).

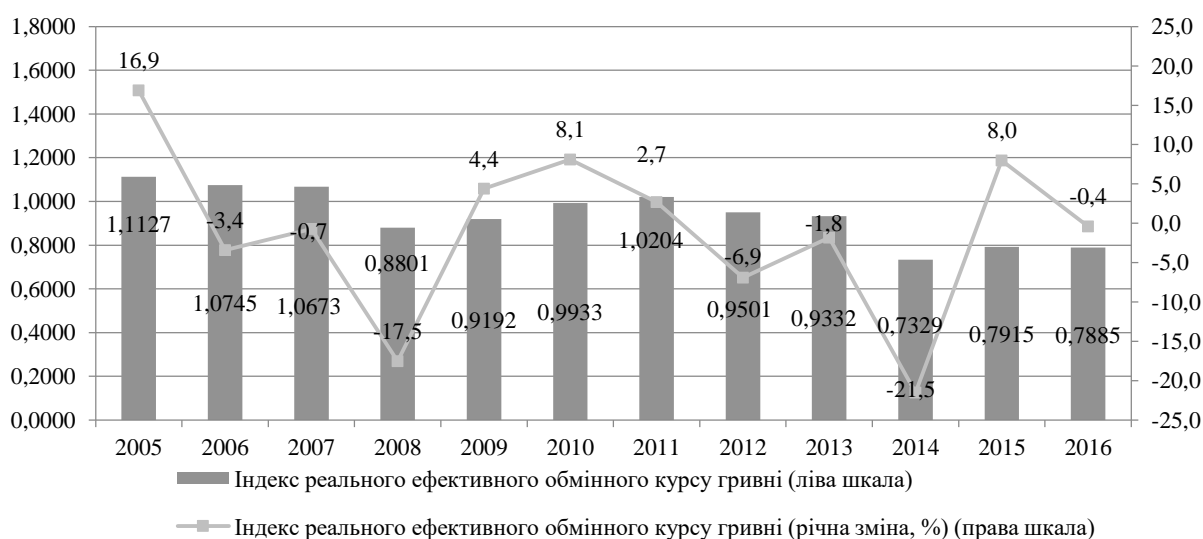


Рис. 2.15. Динаміка індексу реального ефективного обмінного курсу в Україні (згідно методики НБУ)*

*Складено автором за даними [103]

Однак, ми вважаємо, що використання ІСЦ у методиці НБУ дещо викривлює показник РЕОК у якості цінового індикатора.

На нашу думку, у період 2005-2015 років можна виділити кілька етапів у тенденціях коливань РЕОК. Так, у 2005-2007 роках спостерігалось зростання індексу РЕОК, що супроводжувалося 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 РЕОК у 2014-2015 роках стала значна девальвація національної валюти.

Зазначимо, що саме зниження реального ефективного обмінного курсу прийнято вважати одним із найважливіших чинників експортноорієнтованого зростання [177]. Проте слушною, на наше переконання, є позиція І. Тараненка, який приходить до 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 втрачається [119, с. 23].

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

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

Отже, за даними рис. 2.16 спостерігаємо стрімке зростання індексу РЕОК у 2008-2009 роках, однак збільшення РЕОК 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

вітчизняної валюти мало критичні наслідки для всієї економіки, спричинивши загальне падіння купівельної спроможності населення та обсягів імпорту.



Рис. 2.16. Динаміка індексу реального ефективного обмінного курсу в Україні (власні розрахунки)*

*Розраховано автором за даними [103]

Проте розрахунок коливань індексу РЕОК лише у річний термін не дозволяє порівняти отримані вітчизняні показники із аналогічними показниками у ЄС, а тому проведемо необхідні розрахунки (рис. 2.17).

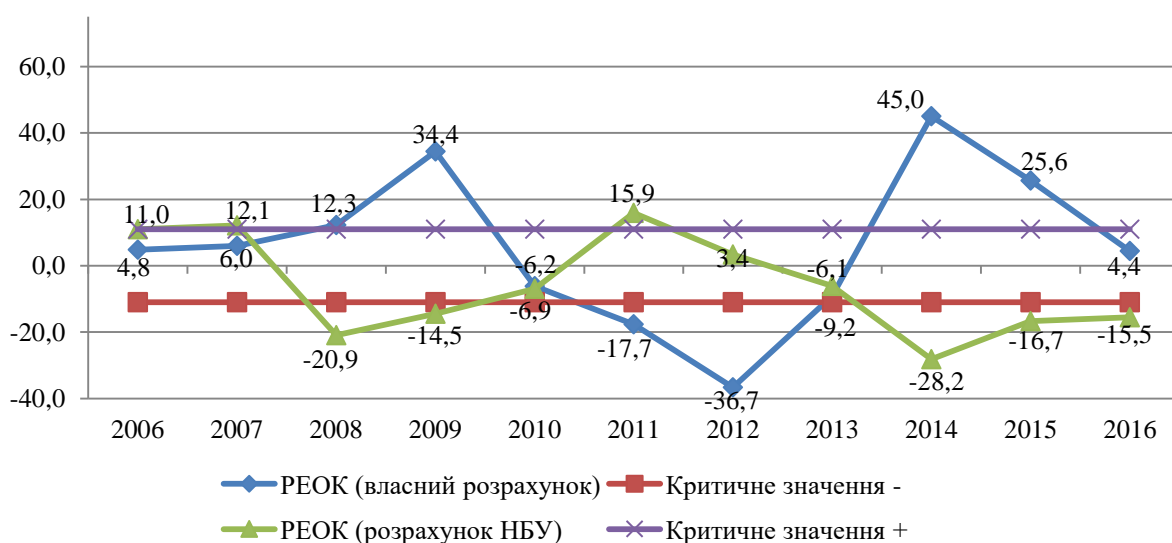


Рис. 2.17. Динаміка індексу реального ефективного обмінного курсу в Україні (3-річна зміна), %*

*Розраховано автором за даними [103; 169]

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 +/-11%, що свідчить про значне розбалансування валютної сфери та істотно посилює ризики зовнішньоторговельних та 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 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 для цінових індикаторів у нашій країні є суттєвий вплив зовнішніх шоків та валютних коливань на цінову динаміку, оскільки відносно невеликий розмір економіки та її відкритість посилюють вразливість до 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 приведення 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 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 задля 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).

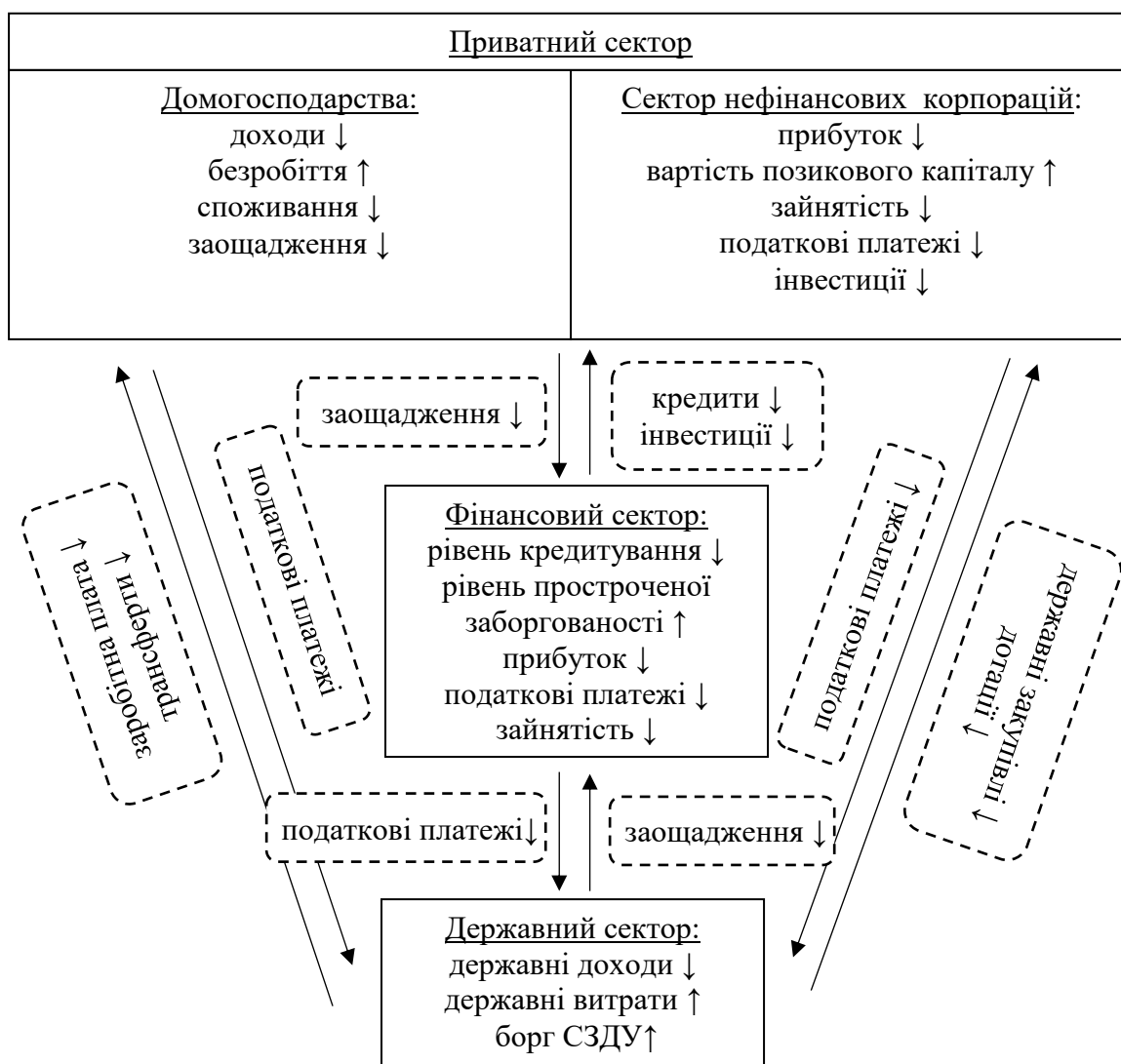


Рис. 2.18. Результати діяльності інституційних секторів економіки в умовах боргового перевантаження*

*Складено автором за даними [57]

Зазначимо, що у загальноустановленій світовій практиці приватний сектор економіки складається із сектору нефінансових корпорацій та сектору домогосподарств. Борг приватного сектору включає в себе величину внутрішнього кредиту нефінансовим корпораціям та домогосподарствам, а також обсяг зовнішньої заборгованості цих секторів, визначений за даними платіжного балансу країни. При цьому заборгованість цих 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).

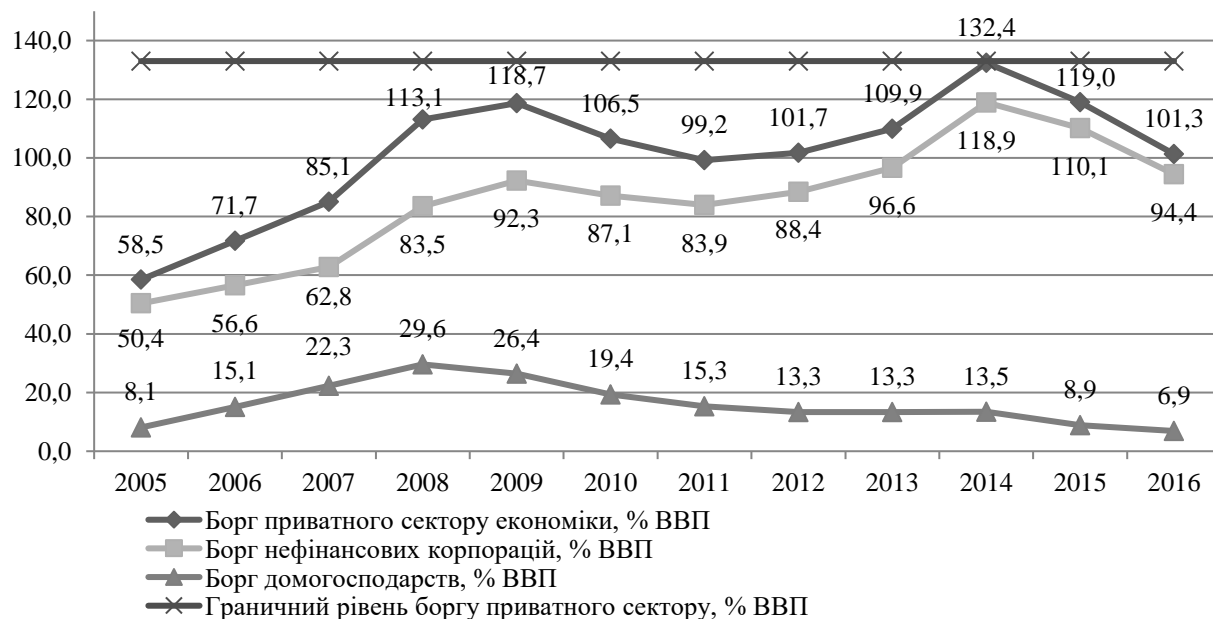


Рис. 2.19. Динаміка заборгованості приватного сектору економіки України, % ВВП

*Складено автором за даними [20; 103; 106]

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) [167].

Стрімке зростання боргу приватного сектору вітчизняної 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 2011-2013 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%, що перевищило навіть показник 2009 року. У 2015-2016 роках, зважаючи на негативне значення індикатора кредитування приватного сектора економіки України, його борг 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% ВВП [139]. Проте, на нашу 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 101,3% є надмірною.

Зазначимо, що поширеним індикатором рівня загального боргу сектору домогосподарств є співвідношення заборгованості домогосподарств до валового наявного доходу населення (ВНД) [163] (рис. 2.20).

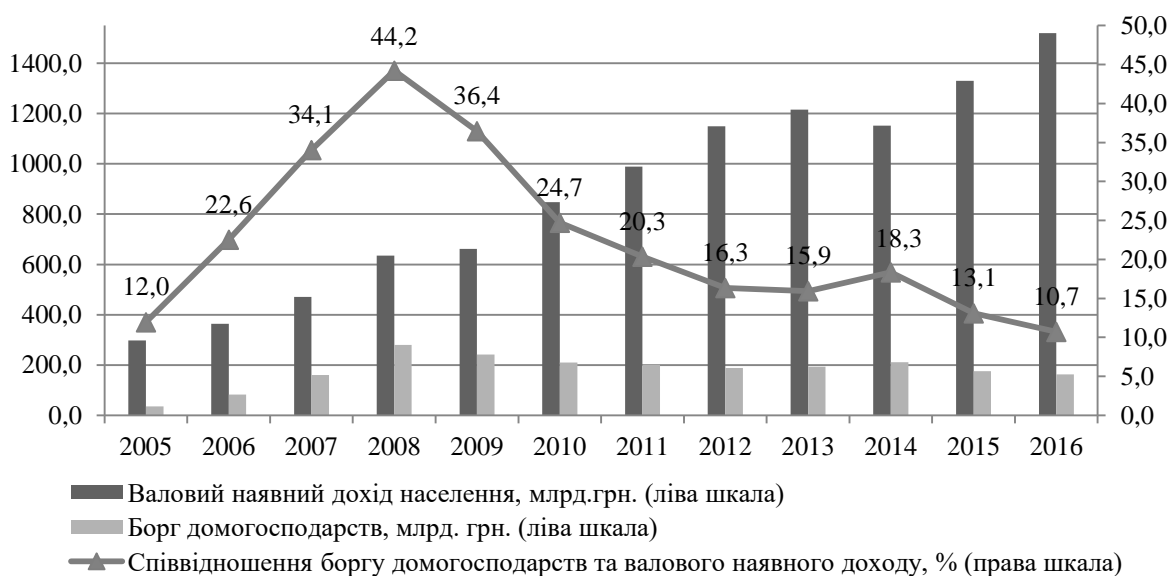


Рис. 2.20. Співвідношення боргу домогосподарств та валового наявного доходу населення в Україні*

*Складено автором за даними [20; 106]

Як видно з рис. 2.20, вказане співвідношення в Україні досягло свого максимального значення у 2008 році. Домогосподарства 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 боргу домогосподарств. А 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 фінансової системи України, окрім тієї її частки, що номінована в іноземній валюті.

Вважаємо, що подібна ситуація із відносно незначним обсягом боргу домогосподарств в Україні 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 борг [183].

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).

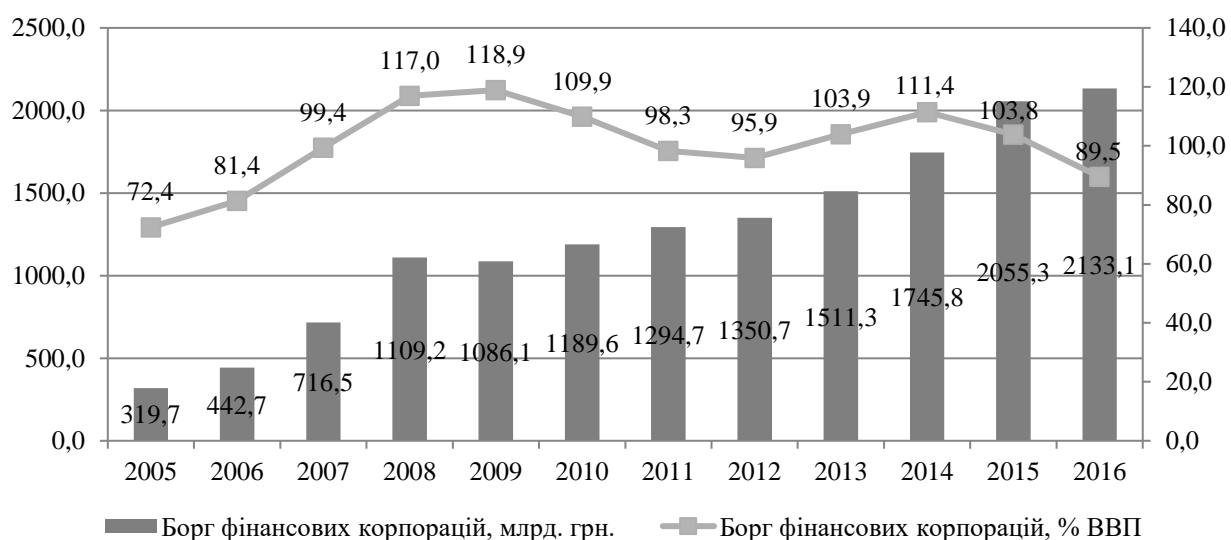


Рис. 2.21. Динаміка зобов'язань сектору фінансових корпорацій, у т. ч. НБУ, в Україні*

* Складено автором за даними [20; 106]

Розглядаючи зобов'язання фінансового сектору України, зазначимо, що їх 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 борг фінансового сектора України включає 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 сектора, а по відношенню до ВВП їх рівень становив 38,4% ВВП) (рис. 2.22).

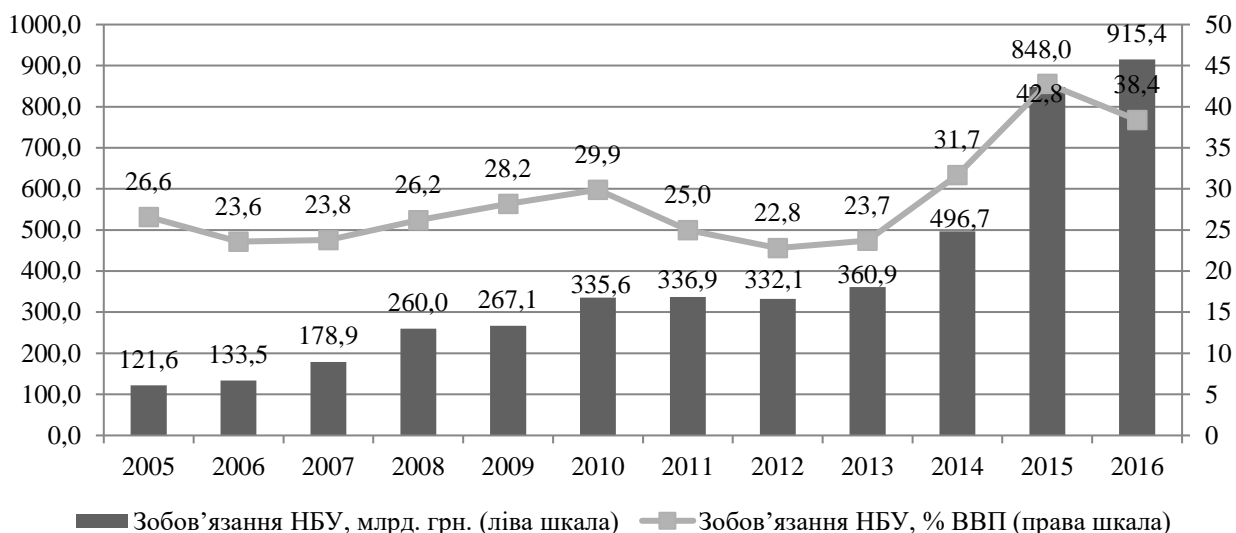


Рис. 2.22. Динаміка фінансових зобов'язань НБУ*

* Складено автором за даними [20; 106]

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%.

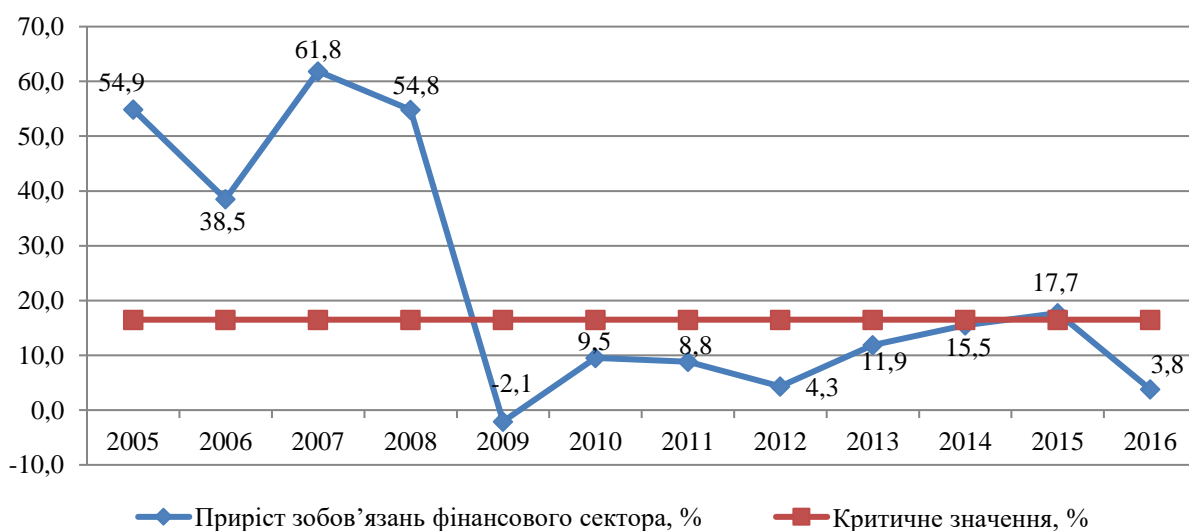


Рис. 2.23. Динаміка темпів приросту зобов'язань фінансового сектора України, %*

* Складено автором за даними [20; 106]

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

Особливої уваги у контексті нашого дослідження заслуговує вивчення боргових зобов'язань державного сектора. 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.

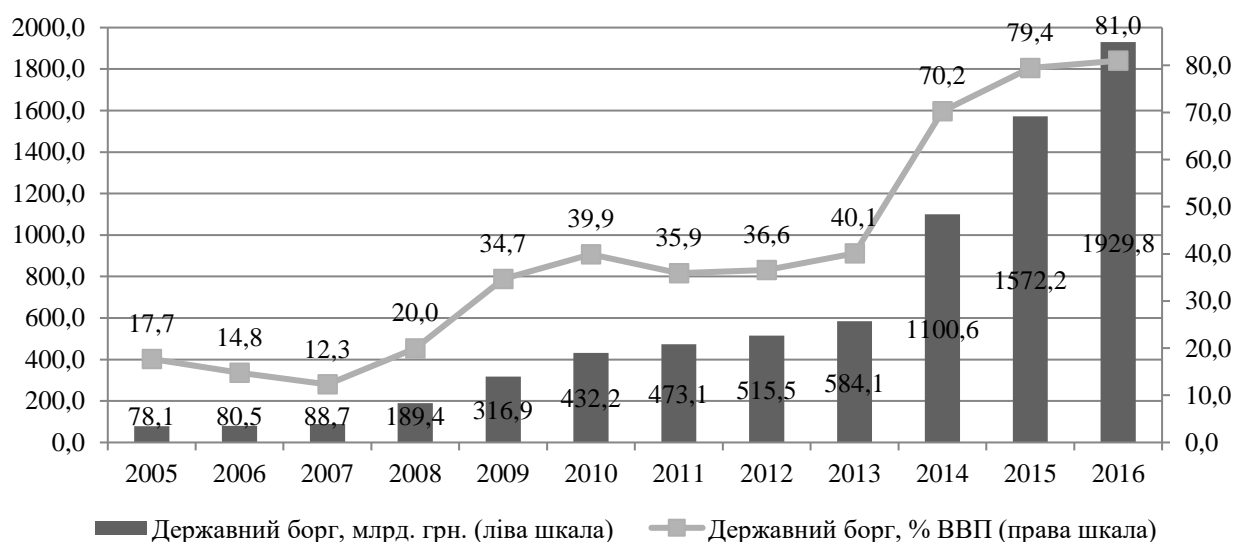


Рис. 2.24. Динаміка державного боргу України*

*Складено автором за даними [13]

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

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 із банківської системи внаслідок панічних настроїв у суспільстві не дозволяє економічним суб'єктам перекредитуватися. Відтак, накопичення дисбалансів в умовах розширення кредитної експансії із відповідним зростанням цін на активи призводить до порушення стабільності фінансової 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 табл. 2.3 наочно підтверджують, що, починаючи із 2008 року, уряд вимушений активно залучати фінансові ресурси для підтримки банківського

сектору та державних підприємств.

Таблиця 2.3

**Динаміка розміщення ОВДП на первинному ринку України,
млрд. грн.***

Показники	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
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
- питома вага, %	100,00	100,00	100,00	36,16	6,96	54,00	59,93	84,72	77,45	31,06	11,76	23,73
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
- питома вага, %	-	-	-	63,84	93,04	22,57	40,07	15,28	22,55	51,71	39,41	76,26
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
- питома вага, %	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

*Складено автором за даними [13; 20]

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

(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 (ДІУ), у 2009 році - державне підприємство «Львівська обласна дирекція з протипаводкового захисту» (ДП «Львівська ОДПЗ») та державне підприємство «Укрмедпостач», у 2010 році - державне підприємство «Фінансування інфраструктурних проектів» (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 уряду [43, с. 28].

У практиці ЄС для оцінки заборгованості державного сектору використовують показник валового боргу сектору загального державного управління (General Government Gross Debt), що включає в себе заборгованість центральних органів державного управління (центрального уряду), регіональних та місцевих органів державного управління та 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 включає лише державний та гарантований державою борг). Подібний показник ми розрахували і для України (табл. 2.4).

Таблиця 2.4

**Динаміка боргових зобов'язань сектору загального
державного управління України***

Рік	Прямий державний борг, млрд. грн.	«Укравтодор», млрд. грн.	ДІУ, млрд. грн.	ДП «Фінінпро», 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

Продовження таблиці 2.4

1	2	3	4	5	6	7	8
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
2014	947,0	33,2	7,2	28,5	23,9	1 039,8	66,4
2015	1 333,9	11,4	7,2	38,3	14,9	1 405,7	71,0
2016	1 650,8	4,2	7,0	35,4	12,4	1709,8	71,7

*Розраховано автором за даними [13]

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 71,7% ВВП, у тому числі 69,3% ВВП склав прямий державний борг. 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 спродукувала майже 30% зростання величини боргу в гривневому еквіваленті.

Важливе значення при оцінці дисбалансів фінансової сфери має такий показник як міжнародна інвестиційна позиція (МІП). МІП вважається основним індикатором міжнародної фінансової інтеграції, оскільки він характеризує баланс міжнародних фінансових активів (які представляють собою вимоги резидентів до нерезидентів і міжнародні резерви держави) та зобов'язань країни перед нерезидентами (додаток 3) [103].

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 (ЧМІП) була від'ємною, а негативне сальдо МІП невпинно зростало, що характеризує країну як чистого боржника. Разом із тим, чітко прослідковується негативна тенденція до зменшення міжнародних активів, порівняно із міжнародними зобов'язаннями (рис. 2.25).

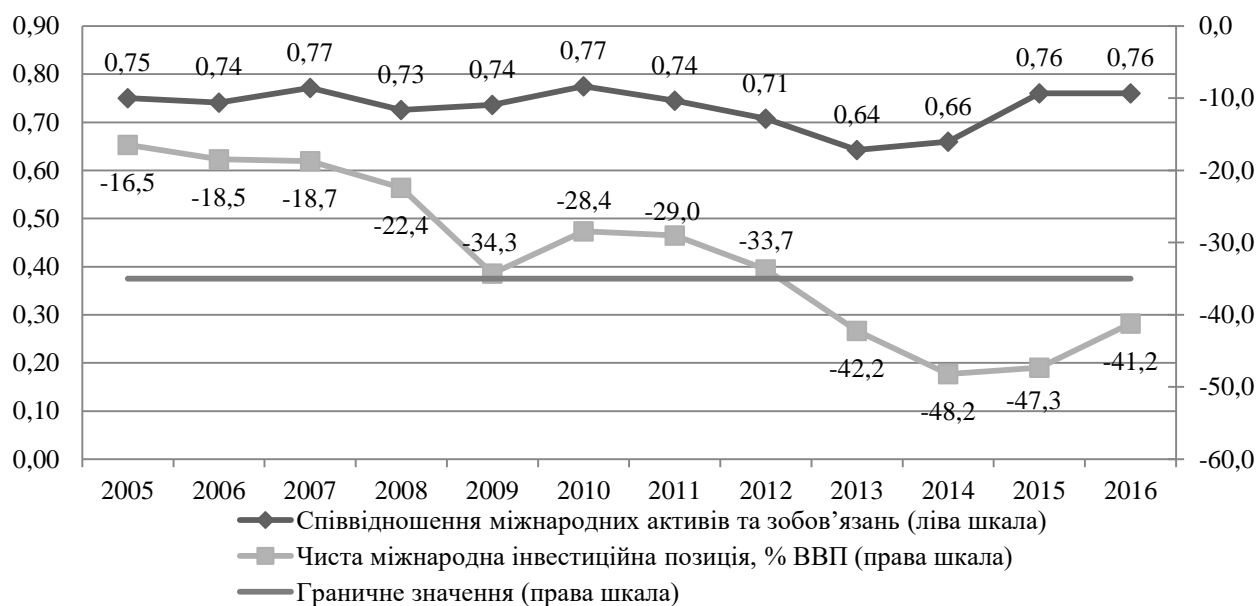


Рис. 2.25. Співвідношення міжнародних активів та міжнародних зобов'язань і чиста міжнародна інвестиційна позиція України*

* Складено автором за даними [103; 106]

Граничною межею для ЧМІП вважається -35% ВВП [167]. Менше значення сигналізує про розбалансованість міжнародної фінансової позиції країни. В Україні перевищення граничної межі показника ЧМІП поступово прогресує із 2013 року. Отже, міжнародна інвестиційна позиція України свідчить про значну залежність вітчизняної економічної системи від зовнішнього фінансування.

Крім того, у 2014-2016 роках негативні загальноекономічні тенденції, зниження кредитних рейтингів України та зовнішньополітична ситуація, пов'язана із 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).

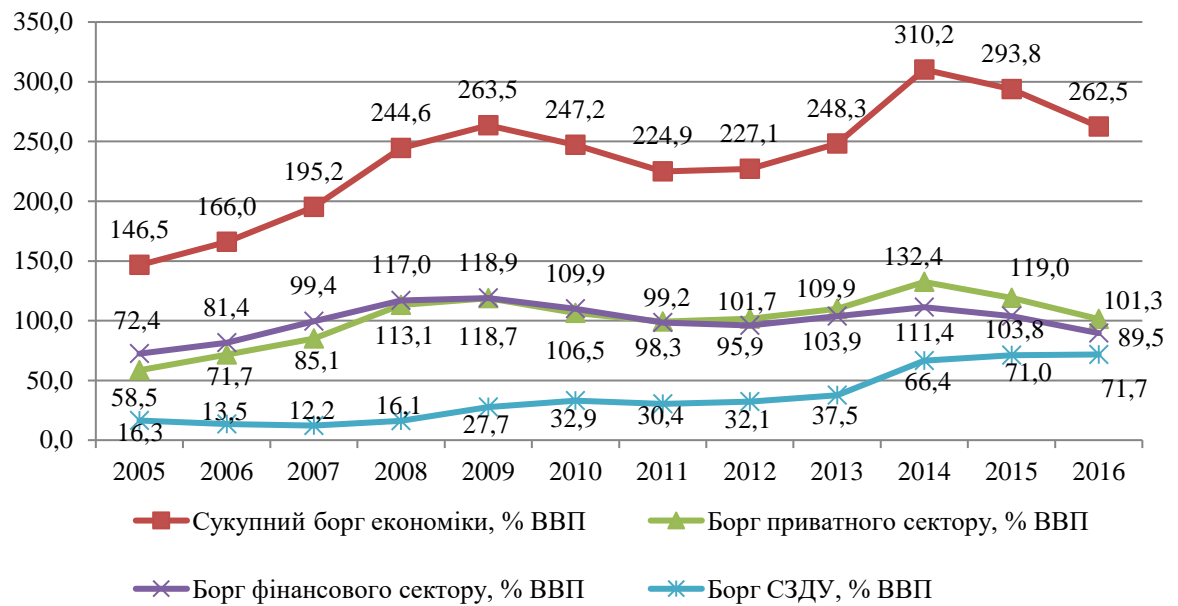


Рис. 2.26. Сукупний борг економіки України у 2005-2016 роках *

* Складено автором за даними [13; 20; 103; 106]

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 недостатності власних фінансових ресурсів спостерігалось збільшення показників боргового навантаження на економіку. У 2014 році стрімке зростання рівня боргу обумовили не тільки продовження негативних економічних тенденцій, а й потужні девальваційні процеси, спричинені скороченням валютних надходжень і значним відтоком капіталу, а також негативними очікуваннями через військові дії на Сході країни. Однак вже у 2015-2016 роках відбулося зниження загального рівня боргового навантаження, в основному за рахунок зменшення боргу приватного та фінансового секторів економіки.

Одним із засобів страхування від можливих зовнішніх потрясінь є формування країною золотовалютних резервів (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 фінансової 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 фінансової системи. Так, у світовій практиці достатність ЗВР визначається за кількома критеріями, перелік яких наведено у табл. 2.5 [26, с. 110].

Таблиця 2.5

Основні критерії визначення оптимального обсягу золотовалютних резервів держави*

Критерій	Характеристика
1	2
Критерій покриття імпорту (1970-ті роки) [26, с. 111]	Резерви вважаються оптимальними, якщо вони покривають три місяці імпорту.
Критерій Я. Редді (1997 рік, Індія) [26, с. 111]	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) [26, с. 111]	Оптимальність резервів визначається можливістю держави обходитися без зовнішніх запозичень упродовж одного року. Золотовалютні резерви 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) [26, с. 111]	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

Продовження таблиці 2.5

1	2
	валюти. Якщо відношення валютних резервів до грошової бази наближене до 100%, то низька ймовірність дестабілізації валютного курсу. Однак, якщо це співвідношення нижче за 60%, рівень девальвації грошової одиниці держави може становити 45%.
Коефіцієнт «Ренді» (2002 рік) [28, с. 9]	Достатній обсяг золотовалютних резервів повинен бути на рівні 30% державного бюджету.
Критерій втрати від кризи та втрати від володіння (2003 рік, Колумбія) [26, с. 111]	Оптимальним буде той обсяг золотовалютних резервів, який становить позитивну різницю між величиною, що розраховується як ймовірність 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) [174, с. 262]	Оптимальний рівень резервів для країн із плаваючим валютним курсом дорівнює 30% короткострокового зовнішнього боргу, 10% інших зовнішніх боргових зобов'язань, 5% грошового агрегату М2 та 5% експорту; для країн із фіксованим курсом - 30% короткострокового зовнішнього боргу, 15% інших зовнішніх боргових зобов'язань, 10% грошового агрегату М2 та 10% експорту.

*Узагальнено автором

Проте значне накопичення ЗВР, аналогічно їхній недостатності, є негативним чинником впливу на стабільність фінансової системи. Для оцінки достатності золотовалютних резервів держави вважаємо за необхідне використовувати показник співвідношення золотовалютних резервів 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 із 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).

Величина зовнішнього сукупного короткострокового боргу України у 2005-2012 роках зросла із майже 20 млрд. дол. США до майже 66 млрд. дол. США, тобто більше ніж у 3 рази, та у 2013-2014 роках зменшилася майже на

10 млрд. дол. США. І хоча співвідношення ЗВР та короткострокового зовнішнього сукупного боргу 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.

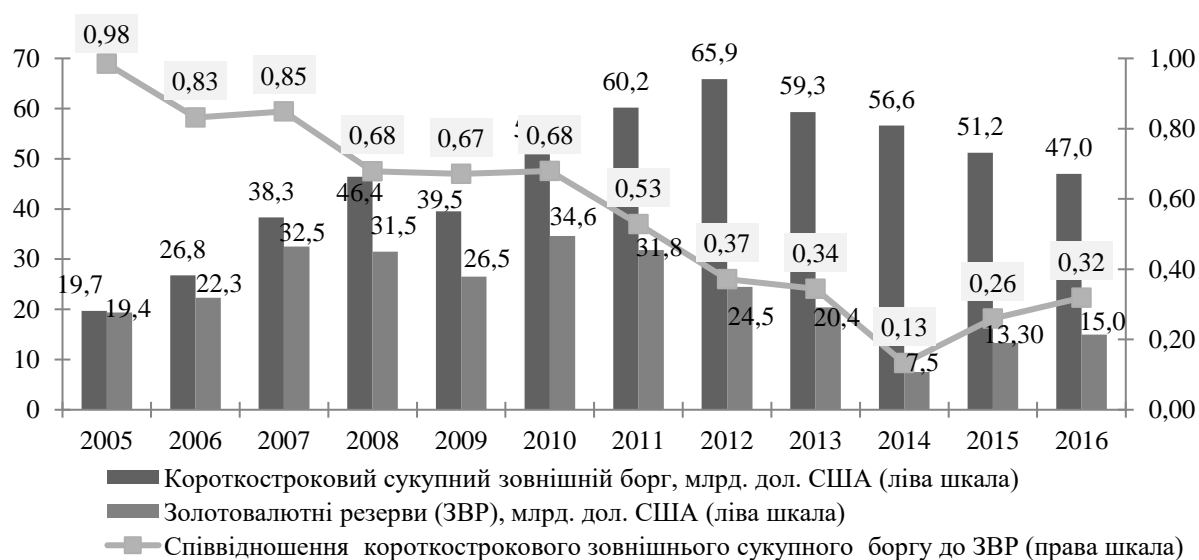


Рис. 2.27. Співвідношення золотовалютних резервів та короткострокового зовнішнього сукупного боргу в Україні*

*Розраховано автором за даними [103; 106]

У 2015-2016 роках зростання золотовалютних резервів разом із незначним скороченням короткострокового зовнішнього сукупного боргу призвело до відповідного збільшення досліджуваного показника більш ніж у два рази - до 0,32.

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).

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 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 дисбаланси і боргові дисбаланси. А тому показник кредитування приватного сектору, на нашу думку, є найбільш інформативним серед показників ідентифікації початкового етапу фінансової незбалансованості.



Рис. 2.28. Динаміка основних показників фінансових дисбалансів в Україні*

*Розраховано автором за даними [13; 20; 103; 106]

Підсумовуючи вищевикладене, зазначимо, що своєчасна ідентифікація фази «перекредитування» приватного сектору та 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.

Висновки до розділу 2

1. В аналітичній частині дисертаційної роботи зазначено, що невід’ємним

атрибутом функціонування сучасних економічних систем є їхня фінансіалізація як наслідок стрімкого розвитку фінансового сектору та його інструментів. За своєю суттю, фінансіалізація полягає у відволіканні фінансових ресурсів із реального сектора економіки та переміщення їх у фінансовий сектор. Основною причиною цього слугують значно більші потенційні економічні вигоди у фінансовому секторі. Як наслідок, посилюються спекулятивні ризики на фінансових ринках, здатні викликати необґрунтовані відхилення показників розвитку фінансового сектору. Ці відхилення, по суті, є фінансовими дисбалансами та сприяють поглибленню «розривів» між фінансовим та реальним секторами економіки.

2. Проведено розрахунок показника кредитування приватного сектору України як основного індикатора дисбалансів руху фінансових потоків, максимальне значення якого по відношенню до ВВП спостерігалось у 2011 році. Натомість, аналогічний індикатор для більшості країн ЄС демонстрував пікові значення у 2007 році. Різке падіння обсягів кредитування приватного сектору, починаючи із 2014 року, є наслідком негативних очікувань економічних суб'єктів через економічні та військово-політичні події, що спричинили відтік депозитів у банківському секторі, зниження платоспроможності позичальників та значне підвищення ризиків неповернення запозичених коштів.

3. Визначено, що накопичення цінових дисбалансів в Україні мало місце у 2006-2007 роках. Найяскравішими прикладами є ціни на житлову нерухомість, які по відношенню до середньої заробітної плати досягли свого максимуму у 2006 році, та індекс ПФТС – пік прийшовся на 2007 рік. Фактично такі зміни відбулися на піку фінансового циклу. Розрахунок альтернативного варіанту індикатора CAPE або P/E Шиллера для України засвідчив, що найбільш переоціненим фондовий ринок України був у 2007 та 2014 роках.

4. У результаті дослідження індикаторів валютних коливань встановлено, що волатильність валютного курсу впливає як на абсолютну величину кредитного потоку, так і на обсяг заборгованості інституційних секторів, адже кредитна пропозиція та, відповідно, боргові зобов'язання можуть бути

номіновані в іноземній валюті. Так, хоча різкі девальваційні процеси в Україні у 2008-2009 роках та 2014-2015 роках і мали різні причини прояву та глибину, їхні наслідки виявилися схожими.

5. Відзначено, що показники заборгованості приватного сектору економіки України за період 2005-2016 років не перевищували граничний рівень у 133% ВВП, встановлений у практиці країн ЄС. Найбільш стрімке нарощування приватного боргу мало місце у 2009 та 2014 роках. Якщо у першому випадку генерування боргу приватного сектору зумовлене активним залученням кредитних ресурсів на внутрішньому та зовнішньому фінансових ринках у докризовий період із додаванням у 2008-2009 роках ще й девальваційних чинників, які зрештою зробили борги приватного сектору досить значними, то у другому випадку основною детермінантою такого зростання боргу стала девальвація національної валюти.

6. Обґрунтовано, що 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. Інша причина нагромадження значних обсягів державного боргу полягає у фактичному перекладанні на державу приватних боргів. Так, боргове навантаження СЗДУ України у 2016 році становило 71,7% ВВП. І якщо для розвинених країн такий рівень боргових зобов'язань є допустимим, то для вітчизняної системи державних фінансів він - критичний.

7. Основні наукові результати розділу опубліковано у працях автора [62; 63; 68; 71; 72; 74; 75; 76; 79; 81; 87; 88; 89; 175].

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 ціни на активи, що відповідають реальній економічно обґрунтованій вартості. Усупереч цьому, фінансова незбалансованість може стримувати економічну активність та погіршувати економічний добробут.

Якщо економічна система втрачає власну функціональність, а фінансові інститути мають проблеми із ліквідністю та платоспроможністю, то супутній тиск на суб'єктів господарювання і домогосподарства може невідворотно впливати 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	293,8
2016	-4,0	16,5	262,5

*Розраховано автором

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 при 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	Коефіцієнт кореляції	
	лаг - Credit_flow, def_gdp (- i)	випередження - Credit_flow, def_gdp (+ i)
1	2	3
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

Продовження таблиці 3.2

1	2	3
7	-0,2037	0,1504
8	-0,0384	0,1050
9	0,1100	0,0341
10	-0,0357	0,0025

*Розраховано автором

Числові характеристики функції кореляції знаходяться у стовпчиках «лаг» та «випередження» відповідно. Кореляція – це взаємозалежність двох величин, а коефіцієнт кореляції – це показник, що визначає ступінь даної 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 табл. 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 кварталних або місячних підсумків результати можуть відрізнитися.

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 сектора 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 сектора (`credit_flow`);

- зміна обсягів кредитування приватного сектора (*credit_flow*) не є Гренджер-причиною зміни дефлятора цін (*def_gdp*) (табл. 3.3).

Таблиця 3.3

Результати тесту Гренджера для обсягу кредитування приватного сектора 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 автором

F-статистика (F-критерій, статистика Фішера, критерій Фішера) використовується для оцінки значущості математичної моделі. Висувається гіпотеза H_0 незначущості всіх коефіцієнтів моделі (коефіцієнти при 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 відхилити нульову гіпотезу. В іншому випадку, нульова гіпотеза відхиляється і приймається альтернативна гіпотеза про статистичну значимість моделі в цілому. В останньому стовпчику табл. 3.3 «Імовірність» наведено розрахункове значення вірогідності стандартного припущення у тесті Гренджера. Його значення може коливатися від 0 до 1 і чим ближче до 1, тим вище імовірність.

Проведені нами розрахунки підтверджують попередній висновок про те, що

коливання показника кредитування приватного сектора не впливає на цінові індикатори у річному підсумку.

Якщо провести порівняння динаміки обсягів кредитування приватного сектора економіки України та цін на житлову нерухомість (real_estate), то отримаємо 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	Коефіцієнт кореляції	
	лаг - Credit_flow, real_estate (- i)	випередження - Credit_flow, real_estate (+ i)
1	2	3
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 автором

Перевірка залежності між обсягом кредитного потоку 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 у інвестиції приватних компаній.

У подальшому накопичення кредитних та цінових коливань вплине на боргові індикатори, які за істотних валютних коливань 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 автором

Проте, у разі різкого скорочення зовнішнього фінансування, величина накопиченого боргу значно 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 та боргових показників (debt) (табл. 3.6).

Таблиця 3.6

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

i	Кореляція	
	лаг - Def_gdp, debt (- i)	випередження - Def_gdp, debt (+ i)
1	2	3
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

Продовження таблиці 3.6

1	2	3
8	0,0207	- 0,0199
9	- 0,3413	- 0,0059
10	- 0,4562	0,0126

*Розраховано автором

Як видно з табл. 3.6, однозначного зв'язку між показниками цінних (def_gdp) та боргових дисбалансів (debt) не спостерігається, оскільки коефіцієнти кореляції є меншими, ніж 0,5, однак як і в попередньому випадку простежити зв'язок між показниками можливо у менш тривалому періоді, аніж один рік.

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

Таблиця 3.7

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

i	Коефіцієнт кореляції	
	лаг Credit_flow, private_debt (- i)	випередження Credit_flow, private_debt (+ i)
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 автором

Наведені у табл. 3.7 розрахунки дозволяють відмітити досить цікаву тенденцію, оскільки найтісніший кореляційний зв'язок між індикаторами простежується у зворотньому напрямі, тобто обсяг боргу приватного сектору дещо відстає від показника його кредитування. Таким чином, вже накопичений приватним сектором борг у подальшому визначає майбутні потреби щодо

залучення ним кредитних коштів, що спричинене необхідністю перекредитування або нерозвиненістю фінансового ринку. В цілому ж, борг приватного сектора із затримкою в один рік повторює тенденції кредитного потоку.

Дослідивши взаємозв'язок індикаторів фінансових дисбалансів та визначивши періоди «відставання» між ними, зазначимо, що моніторинг відхилень 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 автором

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 державного боргу, то 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 випадках 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 1 [164, с. 352].

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

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

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

За вищезазначеною методикою побудовано два види регресії із включенням незалежних змінних: перша – із включенням показника економічного зростання (ВВП_t); друга – додатково включає чинник зовнішньої стійкості країни, який розраховано як співвідношення обсягу ЗВР (РЕЗ_{t-1}) і суми зовнішнього боргу (ЗБ_{t-1}) та імпорту (ІМ_{t-1}) з лагом в один рік (табл. 3.9) [24].

Як видно з табл. 3.9, в першому випадку ймовірність дефолту на 31% залежить від показників боргового навантаження та економічного розвитку країни. При включенні третього показника коефіцієнт детермінації збільшився

до 0,92, що підтверджує адекватність регресійних рівнянь. Перевірка на нульову гіпотезу коефіцієнтів регресії також підтвердила обґрунтованість рішень щодо вибору незалежних змінних.

Таблиця 3.9

Результати пробіт-регресії з двома та трьома незалежними змінними*

Змінна	Коефіцієнт	Стандартна похибка	P ($H_0 = 0$)
Двохфакторна регресія			
Константа	- 2,09	0,74	0,07
$(ПБ_t + ОБ_t) / ВВП_t \times 100\%$	0,17	0,09	0,22
$ВВП_{t-1}$	0,06	0,04	0,01
McFadden R^2	0,31		
Трьохфакторна регресія			
Константа	17,07	0,36	0
$(ПБ_t + ОБ_t) / ВВП_t \times 100\%$	3,10	0,06	0
$ВВП_{t-1}$	- 0,61	0,01	0
$(РЕЗ_{t-1} / (ЗБ_{t-1} + ІМ_{t-1}) \times 100\%$	- 6,61	0,06	0
McFadden R^2	0,92		

*Розраховано автором

Зокрема, у двохфакторній регресії ймовірність того, що значення коефіцієнту константи дорівнює нулю, становить 7%. Натомість, у трьохфакторній регресії, що включає показник зовнішньої стійкості, 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 більш 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. 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 у 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 країни [24].

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 із результатів регресійного аналізу (табл. 3.9), на рис. 3.1 відображено розподіл імовірності дефолту залежно від показника боргового навантаження.

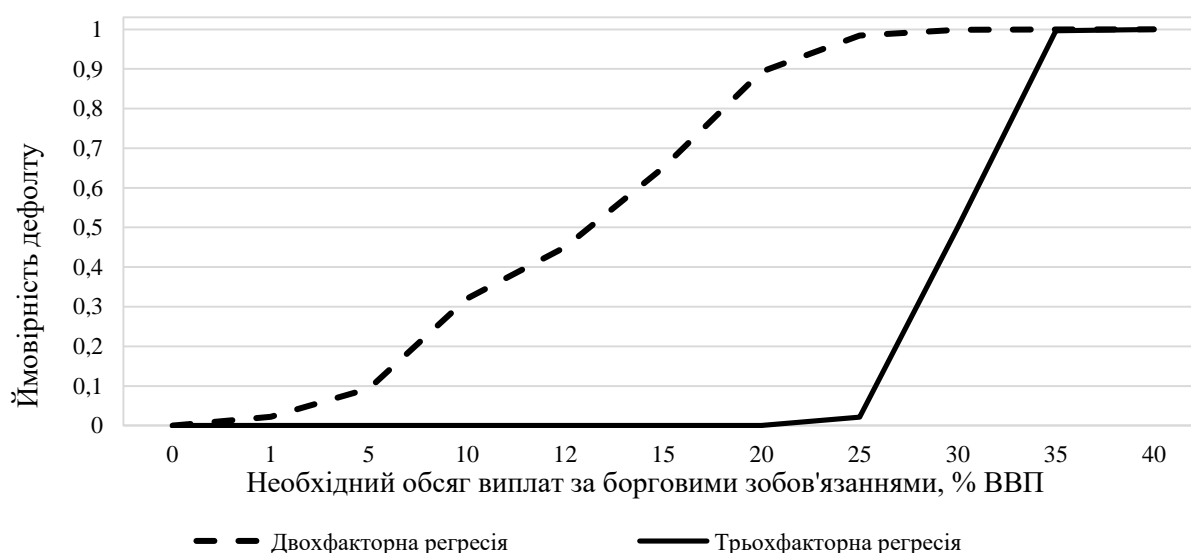


Рис. 3.1. Імовірність дефолту залежно від показника боргового навантаження в Україні*

*Розраховано автором

Імовірність дефолту означає вірогідність невиконання виплат за борговими зобов'язаннями і вимірюється від 0 до 1, чим ближче значення до 1, тим вища імовірність дефолту.

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

Визначимо ймовірність дефолту за суверенними зобов'язаннями у 2018 році, використовуючи результати пробіт-регресії. Проведені нами розрахунки свідчать про те, що обсяг виплат з погашення державних боргових зобов'язань та відсотків за ними становитиме відповідно 175,7 млрд. грн. та 130,2 млрд. грн., прогнозований обсяг ВВП – 2,6 трлн. грн. Тобто, загальний обсяг необхідних виплат за борговими зобов'язаннями у 2018 році становитиме 11,9% ВВП.

За таких умов, без урахування чинника зовнішньої стійкості, ймовірність дефолту у 2018 році складає 44,76% (табл. 3.10). Натомість, при врахуванні значного обсягу золотовалютних резервів відносно обсягу імпорту та зовнішнього боргу на кінець 2017 року, ймовірність дефолту в Україні дорівнює нулю.

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)
1	2	3	4
Обсяг виплат за борговими зобов'язаннями , % ВВП	1	2,24	0,0
	2	3,33	0,0
	3	4,81	0,0
	4	6,77	0,0
	5	9,31	0,0
	6	12,49	0,0
	7	16,35	0,0
	8	20,93	0,0

Продовження таблиці 3.10

1	2	3	4
	9	26,17	0,0
	10	32,02	0,0
	11	38,36	0,0
	11,8	44,76	0,0
	12	45,02	0,0
	13	51,83	0,0
	14	58,59	0,0
	15	65,10	0,0
	20	89,30	0,0
	30	99,84	49,93

*Розраховано автором

Тобто одним з ключових чинників зростання ймовірності дефолту в Україні у 2015 році є невиважена політика НБУ у попередні роки щодо штучного утримання курсу національної валюти, що призвела до зниження золотовалютних резервів та інших негативних наслідків, а також військово-політичні чинники. Таким чином, встановлено необхідність накопичення золотовалютних резервів як буферу ліквідності для здійснення можливих виплат за державним боргом та суттєвого чинника підвищення стійкості державних фінансів.

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 (табл. 3.11).

Обмежуючими чинниками, що впливають на прийняття рішення щодо кредитного рейтингу для України є наявність значного обсягу позабюджетних та

гарантованих зобов'язань, низький рівень розвитку вітчизняного фінансового ринку, структурні диспропорції в економіці, а також військово-політичні ризики, вплив яких перманентно зростає.

Таблиця 3.11

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

Рейтинг \ Роки	1	2	3	4	5
1	2	3	4	5	6
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
Saa-C	23,636	27,727	32,823	32,823	32,823

*Складено автором за даними [182]

25 серпня 2017 року міжнародне рейтингове агентство Moody's оновило суверенний кредитний рейтинг України та підвищило його в національній та іноземній валютах із Саа3 до Саа2 і встановило позитивний прогноз [13]. За даними табл. 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 [19; 93; 113; 115]. При цьому проблематика боргу

приватного сектору та його взаємозв'язку із показниками економічного зростання залишається поза увагою. Серед зарубіжних учених-економістів також не існує однозначної точки зору щодо впливу державних боргів на економічне зростання [130; 139; 143; 147; 155; 157; 172; 193].

Існують дослідження, у 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; і 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 його обслуговування. Як наслідок, це призводить до нижчої норми прибутку від інвестицій. Водночас, високий рівень економічного зростання знижує рівень оподаткування, що необхідний для обслуговування державного боргу. У випадку перевищення критичного значення державного боргу, економіка перебуває у площині повільного зростання. Якщо рівень економічного зростання нижчий від темпів приросту боргу, податковий тягар стане високим, а рівень накопичення капіталу – низьким, то це призведе до ще більшого економічного спаду. Проте, якщо економіка перебуває в площині невизначеності, відносно помірне скорочення боргу може сприяти збалансованому зростанню [136]. Ми цілком поділяємо думку Г. Кальво про неоднозначний вплив державного боргу на економічне зростання.

Як зазначають К. Рейнхард 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, високий рівень державних витрат у воєнний час, як правило, є причиною накопичення боргу та завершується із відновленням миру. Натомість,

у мирний час борговий «вибух» часто відображає нестійку економічну динаміку, яка може зберігатися протягом дуже тривалого періоду [183]. Висновки К. Рейнхард та К. Рогоффа є актуальними для вітчизняної практики, оскільки військово-політичні події 2014-2017 років мали істотний вплив на зростання державного боргу.

Крім того, К. Рейнхард 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 боргу); б) 30%-60% (середній рівень боргу); в) 60%-90% (високий рівень боргу); г) понад 90% (дуже високий рівень боргу).

Основним результатом дослідження цих вчених є такий висновок: зв'язок між економічним зростанням і державним боргом є відносно слабким за «нормального» рівня боргу. Однак медіанні темпи економічного зростання для країн із державним боргом більше 90% ВВП нижчі приблизно на один відсоток, а середні темпи зростання – на кілька відсотків. Водночас, залежність між рівнем державного боргу і темпами економічного зростання досить схожа як у країнах із ринками, що формуються, так і в країнах з розвинутою економікою. Однак, для країн із 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, включаючи Сполучені Штати Америки). Навпаки, темпи інфляції помітно вище в країнах з ринками, що формуються, з більш високим рівнем державного боргу [183].

Проведемо власне аналогічне дослідження. Зважаючи на те, що Україна згідно з класифікацією МВФ, належить до країн із ринками, що формуються,

розглянемо детальніше саме цю групу країн. На рис. 3.2 представлено взаємозалежність зростання ВВП від рівня державного боргу (враховуючи відмінності термінології у вітчизняній та загальноприйнятій світовій практиці під державним боргом вважаємо за доцільне розуміти борг СЗДУ) для 152 країн із ринками, що формуються, у період 1995-2016 років (кількість спостережень для країн може відрізнятися через відсутність статистичних даних). Зауважимо, що К. Рейнхарт та К. Рогофф включили у своє дослідження досить обмежений перелік країн із ринками, що формуються (24 країни).

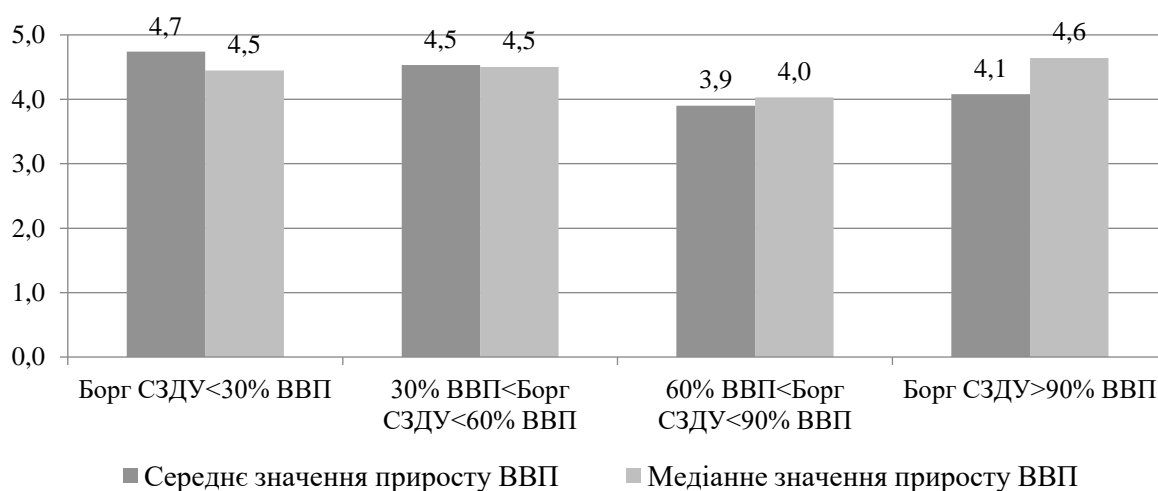


Рис. 3.2. Взаємозв'язок державного боргу та приросту ВВП у країнах із ринками, що формуються, у 1995-2016 роках, %*

*Розраховано автором за даними [195]

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

Отже, на наше переконання, збільшення державного боргу до рівня 60% ВВП у країнах із 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 (через зростання премії за ризик), що створює додаткове навантаження на державні фінанси, змушує уряд збільшувати рівень оподаткування і пригнічує економічне зростання.

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

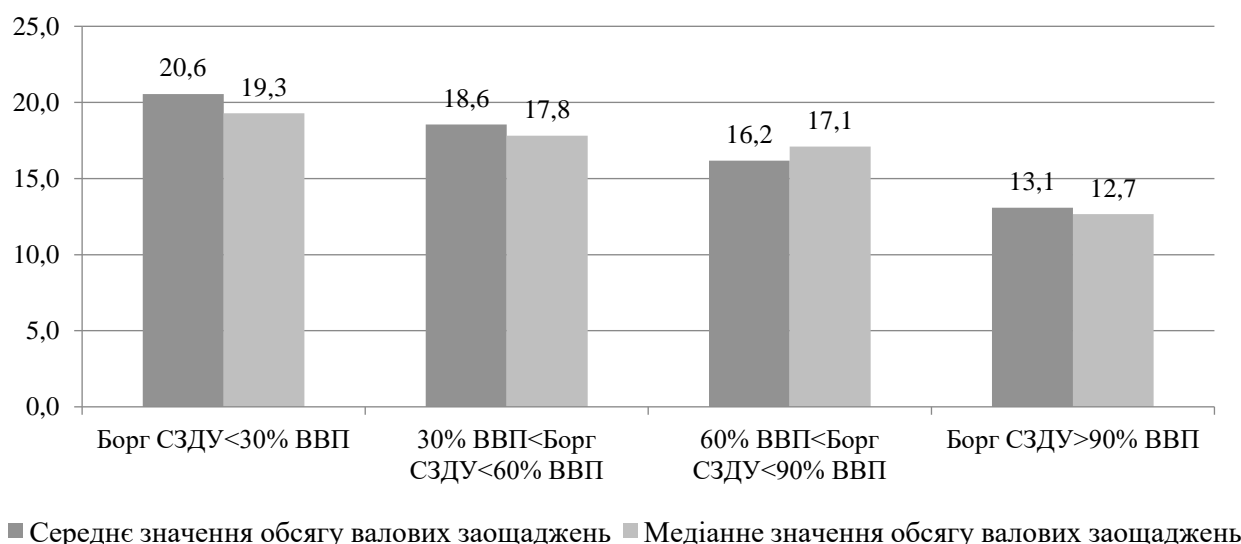


Рис. 3.3. Взаємозв'язок державного боргу та обсягу валових заощаджень у країнах із ринками, що формуються, у 1995-2016 роках, %*

*Розраховано автором за даними [195]

З огляду на отримані результати, можна стверджувати, що збільшення державного боргу у країнах з ринками, що формуються, має значний негативний вплив на заощадження, особливо при перетині межі у 90% ВВП. Це підтверджує наше припущення щодо негативного впливу надмірного обсягу боргу на фіскальну сферу держави через відповідне зростання відсоткових боргових виплат та основної суми погашення боргу за рахунок коштів державного

бюджету.

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).

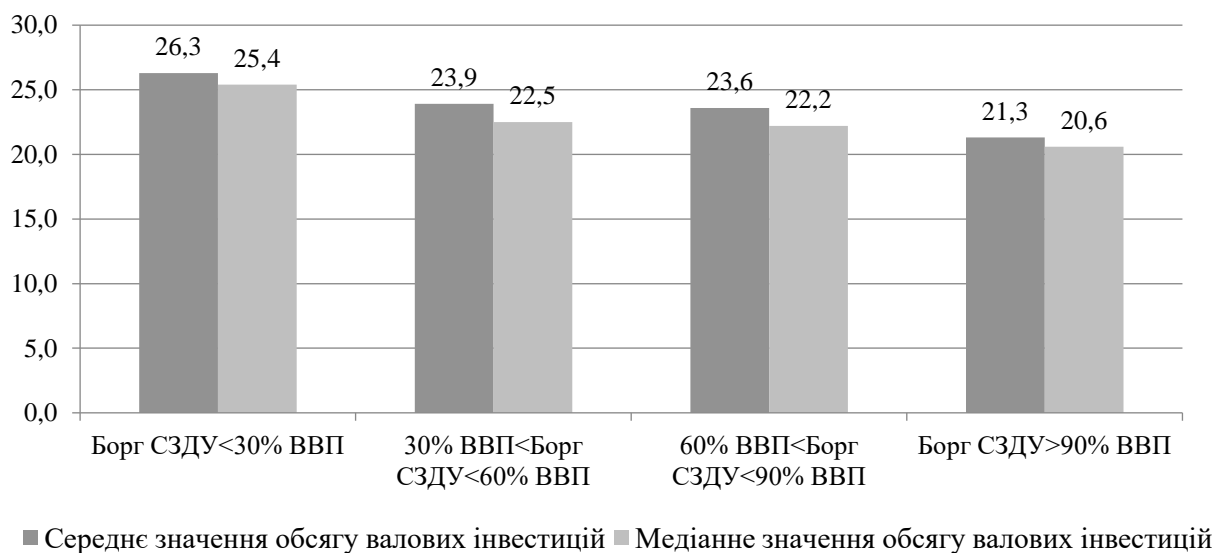


Рис. 3.4. Взаємозв'язок державного боргу та обсягу валових інвестицій у країнах із ринками, що формуються, у 1995-2016 роках, %*

*Розраховано автором за даними [195]

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 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, зокрема в країнах із 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 (рис. 3.5). Зазначене можна

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

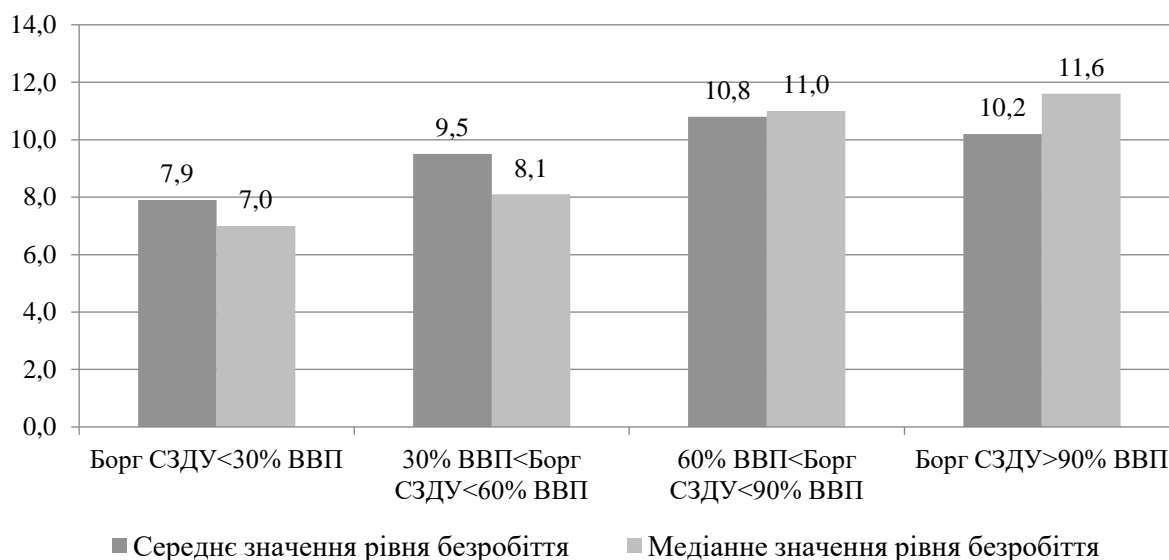


Рис. 3.5. Взаємозв'язок державного боргу та рівня безробіття у країнах з ринками, що формуються, у 1995-2016 роках, %*

*Розраховано автором за даними [195]

Оскільки ця проблема відсутня в найбільш економічно розвинених країнах, 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 державного боргу в Україні зумовлене виключно дисбалансами у сфері державних фінансів. Водночас, досить незначна увага приділяється вивченню питання боргів приватного сектору та їхнього впливу на макроекономічну динаміку.

За нашими припущеннями, істотне накопичення боргу СЗДУ 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 із ринками, що формуються. Крім того, за останні 30 років борг нефінансового сектору (корпорацій та домогосподарств) та СЗДУ у розвинених країнах збільшився із 167% ВВП у 1980 році до 314% ВВП у 2010 році, або в середньому зростав на 5% ВВП кожного року протягом останніх трьох десятиліть [183]. Враховуючи наведене, вважаємо за доцільне дослідити вплив зростаючого значення заборгованості приватного сектора на показники боргу сектора загального державного управління та економічне зростання в цілому.

Підкреслимо, що в економічній літературі існують досить протилежні погляди на зазначену проблему. Так, обґрунтування негативного впливу боргу приватного сектора 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 сектора є загрозою для зовнішньої фінансової стійкості держави.

Протилежний науковий аргумент, який полягає в тому, що приватні запозичення не знижують державну кредитоспроможність, обґрунтовується існуванням у приватному секторі значно більшої конкуренції, що підвищує стимули для використання позикових коштів продуктивно. Крім того, стабілізуюча роль запозичень приватного сектора може бути пов'язана із дистрибутивними наслідками суверенних дефолтів: агенти, які залежать від іноземних кредитів, є особливо уразливими для таких наслідків. Чим більша частка приватного сектора 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 сектора 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 1995-2015 роки [144], 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 И.

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 чотирьох країнах (Чилі Угорщина, Мексика, Таїланд) – навпаки, у решті країн чіткий причинний зв'язок відсутній. Тобто приватний борг також доцільно розглядати як фактор макроекономічної збалансованості. Основною причиною зворотного впливу є нерозвиненість фінансового сектору в країнах із 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 боргу СЗДУ, зокрема через скорочення існуючих преференцій та фінансової підтримки для приватного сектора. Можливим є підвищення рівня оподаткування.

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

Гранично допустимим значенням для боргу приватного сектора у країнах ЄС вважається 133% ВВП [46]. Проте у інших дослідженнях зазначається межа у 175% ВВП (90% ВВП - для нефінансових корпорацій та 85% ВВП - для боргу домогосподарств) [133], 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.

Щорічні 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 борг); в) 133-200% (високий рівень боргу); г) понад 200% (дуже високий рівень боргу).

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

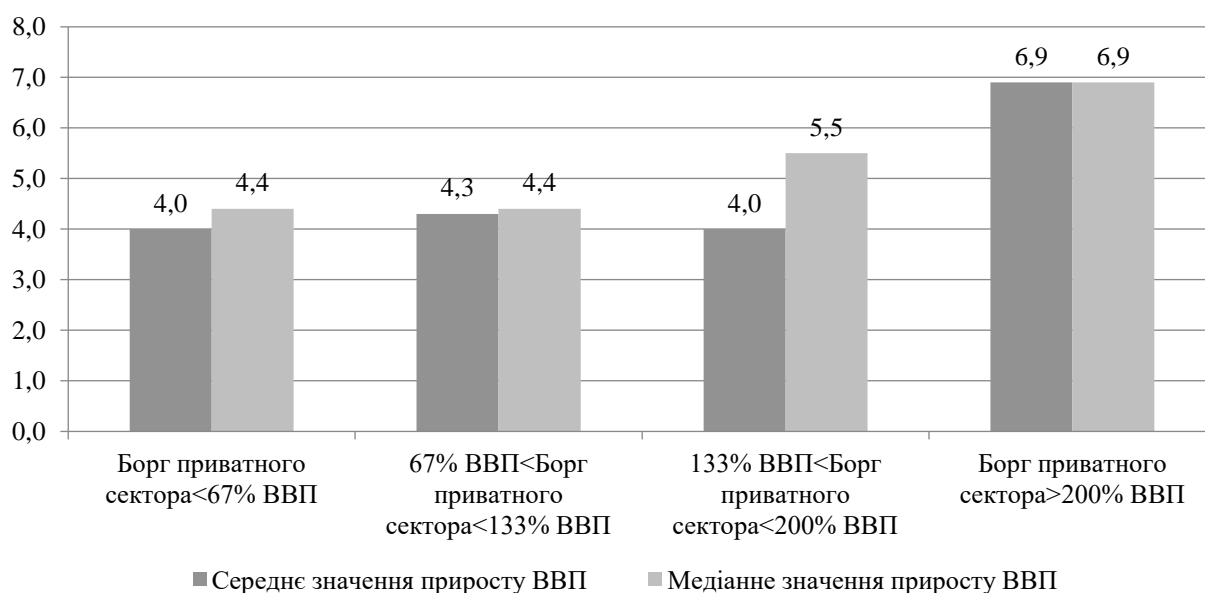


Рис. 3.6. Взаємозв'язок боргу приватного сектора та приросту ВВП у країнах з ринками, що формуються, у 1995-2016 роках, %*

*Складено автором за даними [144; 195]

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 боргу СЗДУ.

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

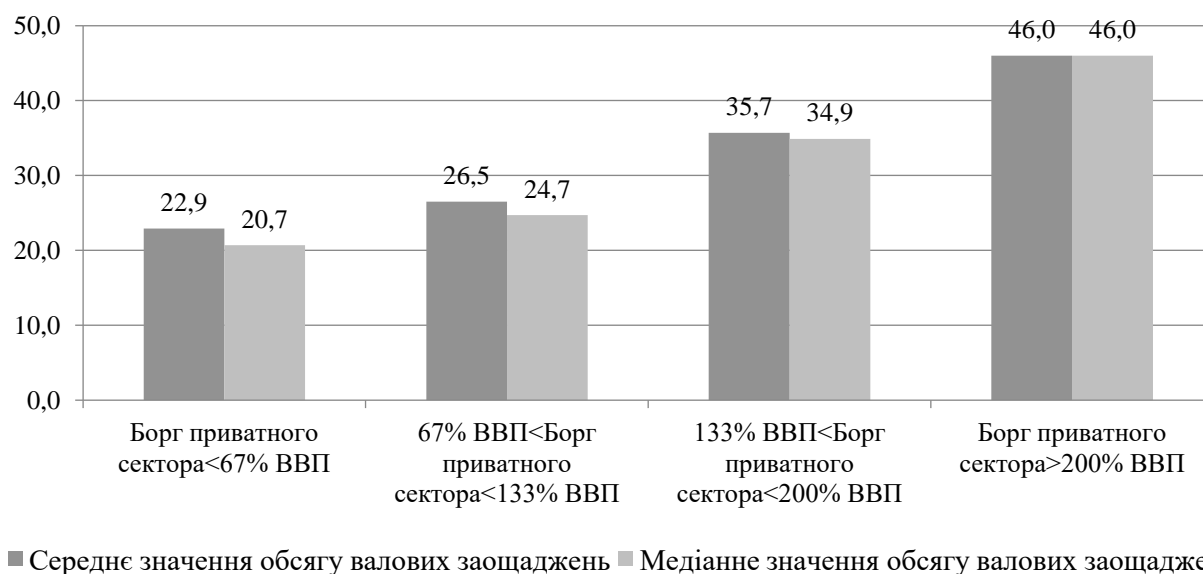


Рис. 3.7. Взаємозв'язок приватного боргу та обсягу валових заощаджень у країнах з ринками, що формуються, у 1995-2016 роках, %*

*Складено автором за даними [144; 195]

Така ситуація може пояснюватися істотною величиною внутрішнього приватного боргу, тобто основними кредиторами приватного сектору економіки у цих країнах виступають резиденти. Подібну ситуацію ми вважаємо позитивною, оскільки, за таких умов, наслідки несприятливих зовнішніх коливань (валютних, цінових тощо) матимуть значно менший негативний ефект.

Якщо розглянути взаємозв'язок приватного боргу та валових інвестицій (рис. 3.8), то варто констатувати синхронність зростання цих показників, що свідчить про спрямування залучених суб'єктами господарювання кредитних ресурсів в економіку держави.

При цьому, із нарощуванням заборгованості господарюючих суб'єктів

значно збільшуються й обсяги інвестицій. Це є основною відмінністю боргу приватного сектора від боргу державного сектора, оскільки кошти від державних запозичень у переважній більшості випадків використовуються непродуктивно.

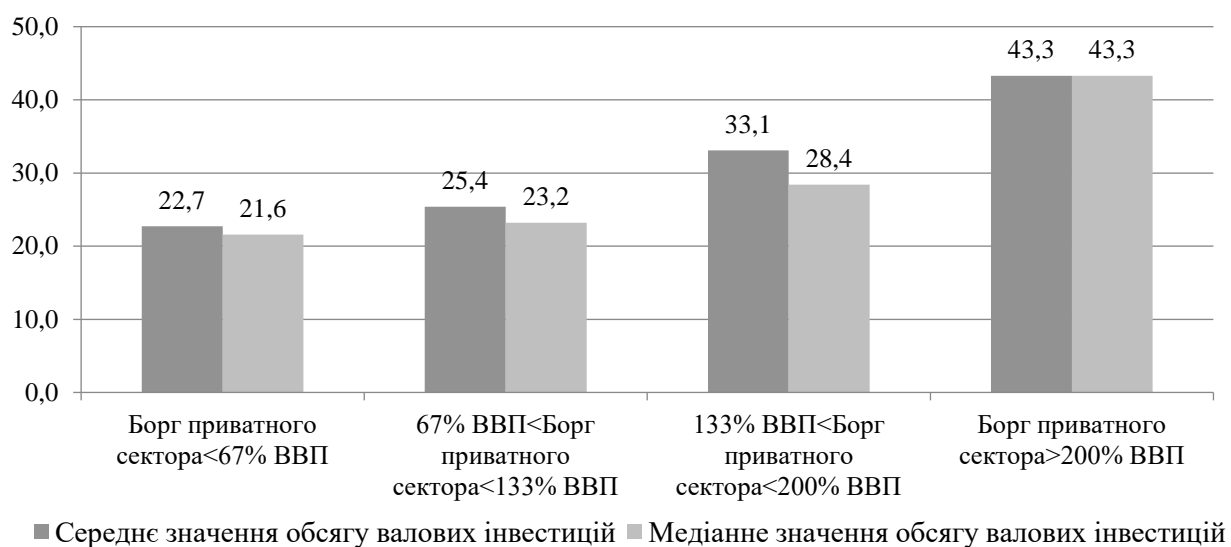


Рис. 3.8. Взаємозв'язок приватного боргу та обсягу валових інвестицій у країнах з ринками, що формуються, у 1995-2016 роках, %*

*Складено автором за даними [144; 195]

Зі зростанням приватного боргу відбувається і значне скорочення рівня безробіття (рис. 3.9).

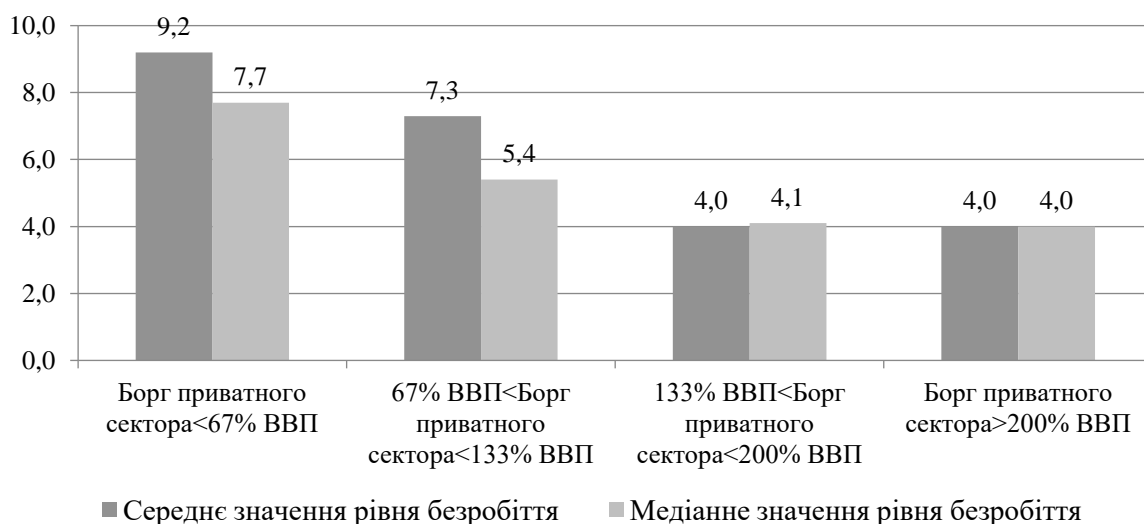


Рис. 3.9. Взаємозв'язок приватного боргу та рівня безробіття у країнах з ринками, що формуються, у 1995-2016 роках, %*

*Складено автором за даними [144; 195]

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 тягаря приватного сектора на 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, один із найважливіших напрямів сучасної фінансової науки стосується економічних наслідків високого рівня заборгованості в галузях економіки. Отже, зазначимо, що нарощування боргу приватним сектором економіки у країнах із 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 економічній системі України

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, включають достатньо широкий пакет індикаторів. Це дозволяє досить повно діагностувати чинники фінансової нестабільності та кваліфікувати стан національної економіки, в тому числі передкризовий чи кризовий. При цьому, діагностика загроз фінансовій системі 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) [104] та оприлюднює статистику індикаторів фінансової стійкості, які розраховує лише по депозитних установах і, частково, кредитуванню нерухомості та розміщує їх на офіційному сайті в рубриці «статистика». Європейська Процедура з макроекономічних дисбалансів в

Україні на даний час не застосовується.

Результати порівняльного аналізу вітчизняної та зарубіжної практики оцінки фінансових дисбалансів представлено у табл. 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	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%
			Частка споживчих кредитів, наданих домогосподарствам, у загальній структурі кредитів, наданих резидентам, %	від 9% до 21%
6	Зміна сукупних зобов'язань фінансового сектору	16,5%	Відсутній	Відсутній
7	Чиста міжнародна інвестиційна позиція	- 35% ВВП	Чистий приріст прямих іноземних інвестицій до ВВП	від 4% до 7% ВВП
8	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 автором за даними [4, с. 9]

Проте, як цілком доречно зазначає С. Шумська, слабким місцем дослідження 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 Євростату [54, с. 60-63]. Так, в Україні відсутні дані щодо зміни індексу цін на житло та сукупного боргу приватного сектора, 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 будуть включені в методику оцінки фінансових дисбалансів, а також встановлення їх 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 ендогенних 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.

Відповідно до наявних даних та проведених у другому розділі дисертаційної роботи розрахунків сформовано максимально повний перелік індикаторів, що не

дублюють один одного і стосуються різних аспектів фінансових дисбалансів на початкових етапах їх 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 необхідним, 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, у 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 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*

Компонента	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 автором

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) – частка фактора в загальній дисперсії досліджуваних показників. Кумулятивна дисперсія (Cumulative) – кумулятивна частка ролі факторів у загальній дисперсії показників.

Як видно з табл. 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 табл. 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
1	2	3	4	5	6	7
COMP_1	0,5404	0,2917	-0,1752	-0,1575	-0,2811	0,6988
COMP_2	0,3918	-0,0735	0,7327	-0,1129	-0,4517	-0,2958

Продовження таблиці 3.14

1	2	3	4	5	6	7
COMP_3	0,1517	0,6590	0,3612	-0,0030	0,6404	-0,0449
COMP_4	0,1983	-0,6582	0,3157	0,1260	0,4826	0,4231
COMP_5	0,5059	0,0024	-0,2590	0,7738	0,0079	-0,2796
COMP_6	0,4861	-0,2047	-0,3677	-0,5897	0,2717	-0,4062

*Розраховано автором

Використовуючи власні значення першої головної компоненти з табл. 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 (формули 3.4):

$$ID = 0,5404 \times COMP_1 + 0,3918 \times COMP_2 + 0,1517 \times COMP_3 + \\ + 0,1983 \times COMP_4 + 0,5059 \times COMP_5 + 0,4861 \times COMP_6, \quad (3.4)$$

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 за реального ефективного обмінного курсу та обсягу кредитування приватного сектору, мають приблизно ідентичні значення коефіцієнтів, що свідчить про наявність однакової частки участі кожного індикатора в інтегральному

показникові.

За допомогою формули 3.4 розраховано значення інтегрального показника фінансових дисбалансів для України у 2006-2016 роках, результати розрахунку представлено у додатку К. 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 і-го періоду (від 0 до 1);

ID_i – вихідне значення інтегрального показника фінансових дисбалансів для і-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 кватилів, відповідно до якої шкалу від 0 до 1 розподілимо на чотири інтервали. Акцентуємо увагу на тому, що кватиль використовується для описування показників, розподіл яких відрізняється від нормального.

Концепція кватилів передбачає ранжування варіаційного ряду та розподіл його на чотири такі частини:

- 0-0,25 – низький рівень дисбалансів;
- 0,26-0,50 – помірний рівень дисбалансів;
- 0,56-0,75 – високий (значний) рівень дисбалансів;
- 0,76-1,00 – критичний рівень дисбалансів.

Виходячи з даних Додатку К, представимо на рис. 3.10 отримані значення інтегрального індикатора фінансових дисбалансів в Україні.

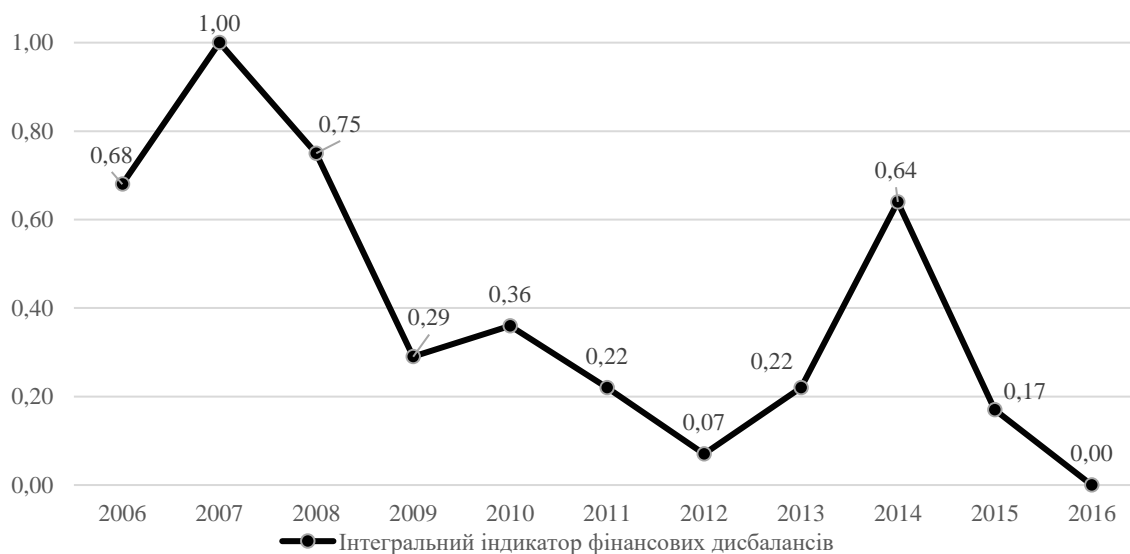


Рис. 3.10. Динаміка інтегрального індикатора фінансових дисбалансів в Україні у 2006-2016 роках*

*Розраховано автором

Дані рис. 3.10 засвідчують, що максимальні значення інтегрального індикатора фінансових дисбалансів в Україні зафіксовано у 2007-2008 роках, а мінімальні - у 2012 та 2016 роках.

Водночас, підкреслимо, що інтегральний індикатор фінансових дисбалансів є агрегованим показником дослідження збалансованості фінансової системи держави. Він дозволяє виявити негативні зрушення на початкових етапах їх 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.

Систематизація індикаторів, що характеризують фінансові дисбаланси (табл. 3.15), проведена для подальшого здійснення оцінки стану фінансової системи держави. Подібно до Методики розрахунку рівня економічної безпеки України, індикатори ранжуються по п'яти критичним характеристикам: оптимальні, задовільні, незадовільні, небезпечні, критичні. Слід підкреслити, що

кожний індикатор має свої порогові значення за кожною характеристикою.

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 автором.

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 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 дефіциту бюджету та обсяг державного боргу. У цьому випадку, перший є однією з основних причин, що впливають на рівень другого. Такий самий зв'язок існує і між обсягом кредитування приватного сектора 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 сектора 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.

Тому вважаємо за доцільне проведення поелементного моніторингу фінансової збалансованості 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 їх порогових значень, зазначених у табл. 3.15. Так, кожному такому значенню буде присвоєно бальну оцінку від 1 до 5 залежно від ступеня критичності (табл. 3.16).

Таблиця 3.16

Бальна оцінка ступеня незбалансованості*

№ з/п	Індикатор, одиниця виміру	$X^L_{\text{крит}}$	$X^L_{\text{небезп}}$	$X^L_{\text{нездв}}$	$X^L_{\text{здв}}$	$X^L_{\text{опт}}$	$X^R_{\text{опт}}$	$X^R_{\text{здв}}$	$X^R_{\text{нездв}}$	$X^R_{\text{небезп}}$	$X^R_{\text{крит}}$
		Криза	Нестабільність	Дисбаланс	Задовільний баланс	Оптимальний баланс	Оптимальний баланс	Задовільний баланс	Дисбаланс	Нестабільність	Криза
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1	Відношення загального обсягу державного боргу до ВВП	-	-	-	-	-	1	2	3	4	5

Продовження таблиці 3.16

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 автором

Наведена бальна градація дозволяє не тільки визначити момент виникнення фінансового дисбалансу, а й дає можливість визначити якісний стан фінансової системи, ідентифікувати фінансову нестабільність або кризу.

Отже, оцінка рівня фінансової збалансованості може коливатися від 9 до 45 балів відповідно. Чим менше значення бальної оцінки, тим більш збалансованим є розвиток фінансової системи країни; чим більша бальна оцінка, тим серйознішою є глибина порушень у функціонуванні фінансової системи.

Градація станів фінансової системи є такою:

- 9-25 балів – відносна збалансованість;
- 26-30 балів – фінансовий дисбаланс;
- 31-36 балів – фінансова нестабільність;
- 36-45 балів – кризові явища.

У табл. 3.17 проведемо оцінку ступеня фінансової незбалансованості в

Україні.

Таблиця 3.17

**Оцінка ступеня фінансової незбалансованості в Україні
у 2006-2016 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

*Розраховано автором

Отже, дослідження рівня фінансової незбалансованості в Україні засвідчило наявність тенденцій до її зростання у періоди 2007-2008 та 2014-2015 років та відповідне зниження у посткризовий період розвитку вітчизняної економіки.

Найбільш критичні явища у фінансовій системі України відбувалися у 2014 році, а відносно збалансований її стан спостерігався у 2010 та 2012 роках (рис. 3.11).

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 фінансової системи, погіршеного ще й військово-політичною ситуацією в

державі.

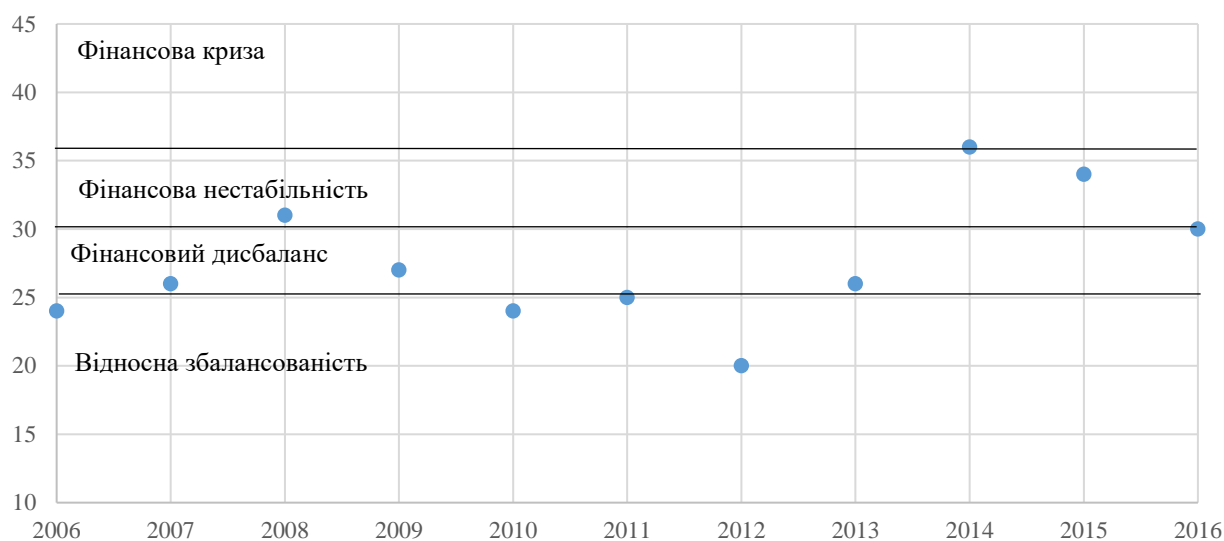


Рис. 3.11. Бальна оцінка ступеня фінансової незбалансованості в Україні у 2006-2016 роках*

*Розраховано автором

У 2015-2016 роках зниження ступеня фінансової незбалансованості в Україні переважно обумовлено стабілізацією у приватному та фінансовому секторах: зниженням рівня боргу приватного сектору, очищенням банківської системи від проблемних установ, поживавленням 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 фінансової системи (стимулюючі), і чинники, що є дестимуляторами та призводять до виникнення і поширення фінансових дисбалансів (рис. 3.12).

Зазначимо, що деякі чинники можуть одночасно виступати як стимуляторами, так і дестимуляторами. Наприклад, на стадії поживавлення економічного циклу ймовірність виникнення фінансових дисбалансів є

незначною, а поліпшення фінансових результатів економічних суб'єктів сприяє врегулюванню попередньо накопичених фінансових проблем.



Рис. 3.12. Екзогенні та ендогенні чинники генерування фінансових дисбалансів*

*Узагальнено автором

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 із послідувачим переростанням у кризу неплатежів. Зрештою, це призводить до швидкого згорання виробництва, що зумовлює підвищення рівня безробіття і подальшого зниження купівельної спроможності суспільства. Наступним етапом є масове банкрутство підприємств та фінансових установ.

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, важливе роль в дослідженні ступеня фінансової незбалансованості займають інституційно-організаційні чинники діяльності економічної системи та їхній вплив на суспільний розвиток, однак їх складно формалізувати та оцінити у вигляді конкретних індикаторів. А тому врахування інституційних 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.

Своєчасна та коректна оцінка потенційних і наявних чинників генерування фінансових дисбалансів дозволяє перейти до наступного етапу оцінки рівня фінансової незбалансованості, 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 регуляторної політики щодо зменшення їх негативних наслідків.

3.3. Перспективні напрями розбудови системи регулювання фінансових дисбалансів в Україні

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 досягнення 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 дисбалансів [187, с. 12].

Оскільки фінансова система держави складається з декількох взаємопов'язаних елементів: інфраструктури (правова система, платіжна система, система розрахунків і система обліку), інституцій (банки, фірми, що займаються операціями з цінними паперами, інституційні інвестори) і ринків (фондова біржа, грошовий ринок і ринок похідних фінансових інструментів), порушення функціонування одного з елементів може підірвати стабільність всієї системи. 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 системи [187, с. 2]. Розуміння фінансової стабільності, на наше переконання, доцільно асоціювати з таким станом фінансової системи, за якого всі елементи працюють з максимальною або близькою до максимальної ефективністю. Тобто стабільна фінансова система має здатність обмежувати й усувати диспропорції за допомогою механізмів самокоригування, перш ніж вони призведуть до

виникнення кризи, і дозволяє національній валюті виконувати роль засобу здійснення операцій, розрахункової одиниці і засобу заощадження. Нарешті, фінансова 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 фінансової системи.

Варто зазначити, що фінансова стабільність як стан, що є протилежним фінансовим дисбалансам, все ж не означає незмінність чи статичність фінансової 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, включає в себе 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 фінансової стабільності (рис. 3.13).

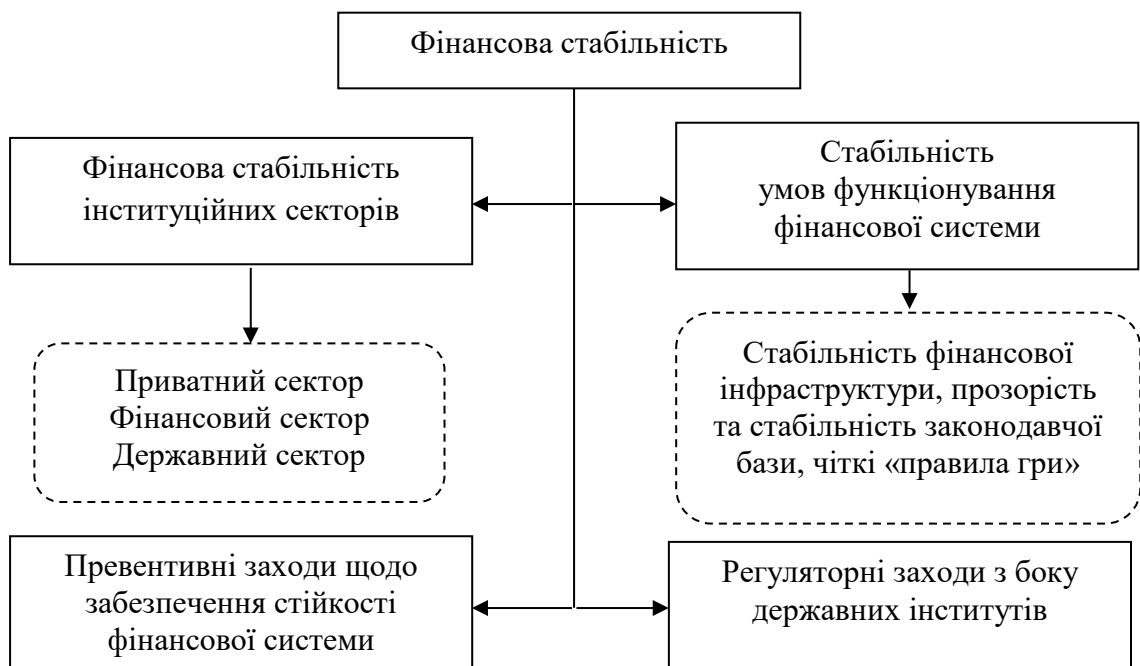


Рис. 3.13. Складові фінансової стабільності*

*Розроблено автором

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 фінансової системи держави, якщо застосування превентивних заходів у відповідь виявиться невдалим.

Так, Г. Шиназі до інструментів, що дозволяють запобігти нарощуванню диспропорцій у фінансовій системі, відносить: ринкову дисципліну, офіційне регулювання, нагляд, спостереження та зв'язок, ефективну макроекономічну політику [187, с. 14]. 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 [48, с. 138]. Доступність, повнота та достовірність інформації дозволяє всім учасникам ринку повною мірою оцінити діяльність 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 установ [48, с. 188]. Нагляд визначається як форма діяльності уповноважених (державних) органів щодо забезпечення законності, прозорості та стабільності діяльності 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 менеджменту [48, с. 324].

Отже, вважаємо, що нагляд як інструмент врегулювання 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 фінансової системи в цілому, та забезпечення їх дотримання.

Регулювання фінансових дисбалансів здійснюється шляхом застосування інструментів різних видів макроекономічної політики. Так, Д. Шунмейкер та П. Дірцна схематично показують, що в реальній практиці інструменти і напрями різних видів політики взаємозалежні (рис. 3.14).

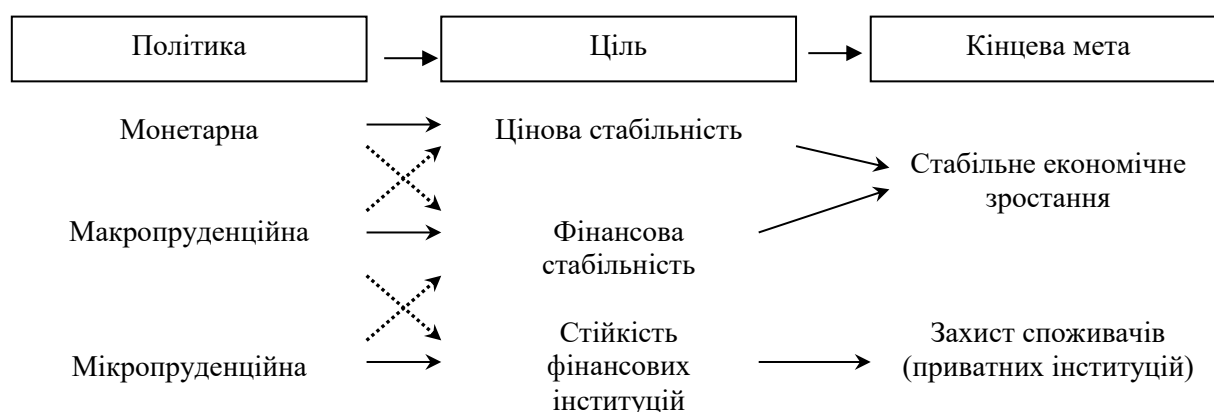


Рис. 3.14. Політичні рамки для грошово-кредитної і фінансової системи [188, с. 2]

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 макро- та мікрорівнях.

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 фінансової системи вважається стабільність функціонування окремої фінансової інституції [48, с. 203].

Натомість, макропруденційний нагляд передбачає здійснення аналізу ризиків, що виникають у процесі функціонування усієї фінансової системи, що іманентно схильна до дії потенційних шоків. Крім цього, аналізуються можливі наслідки поширення проблем у фінансовій сфері та їхній вплив на макроекономічну динаміку [48, с. 204].

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 стримувати фінансові буми, знижувати 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 політики [48, с. 201].

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 фінансової системи до нових умов діяльності через «відсіювання» найбільш вразливих та малоефективних суб'єктів ринку. Водночас макропруденційна політика повинна спрямовуватися на обмеження зростання кредитування і ліквідності, хоча іноді це може призвести до небажаного скорочення 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).

Таким чином, визначимо регулювання фінансових дисбалансів в економіці держави як комплекс заходів та інструментів впливу уповноважених органів державної влади на попередження/мінімізацію негативних наслідків/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 економіки, оскільки надмірна активізація руху фінансових потоків спричиняє фінансіалізацію, посилюючи роль фінансового сектора, та, відповідно, зменшуючи значення реального сектора.

Зважаючи на банкоцентричну модель фінансової системи України та нерозвиненість фінансових ринків, головними напрямками регулювання дисбалансів фінансових потоків, на нашу думку, є:

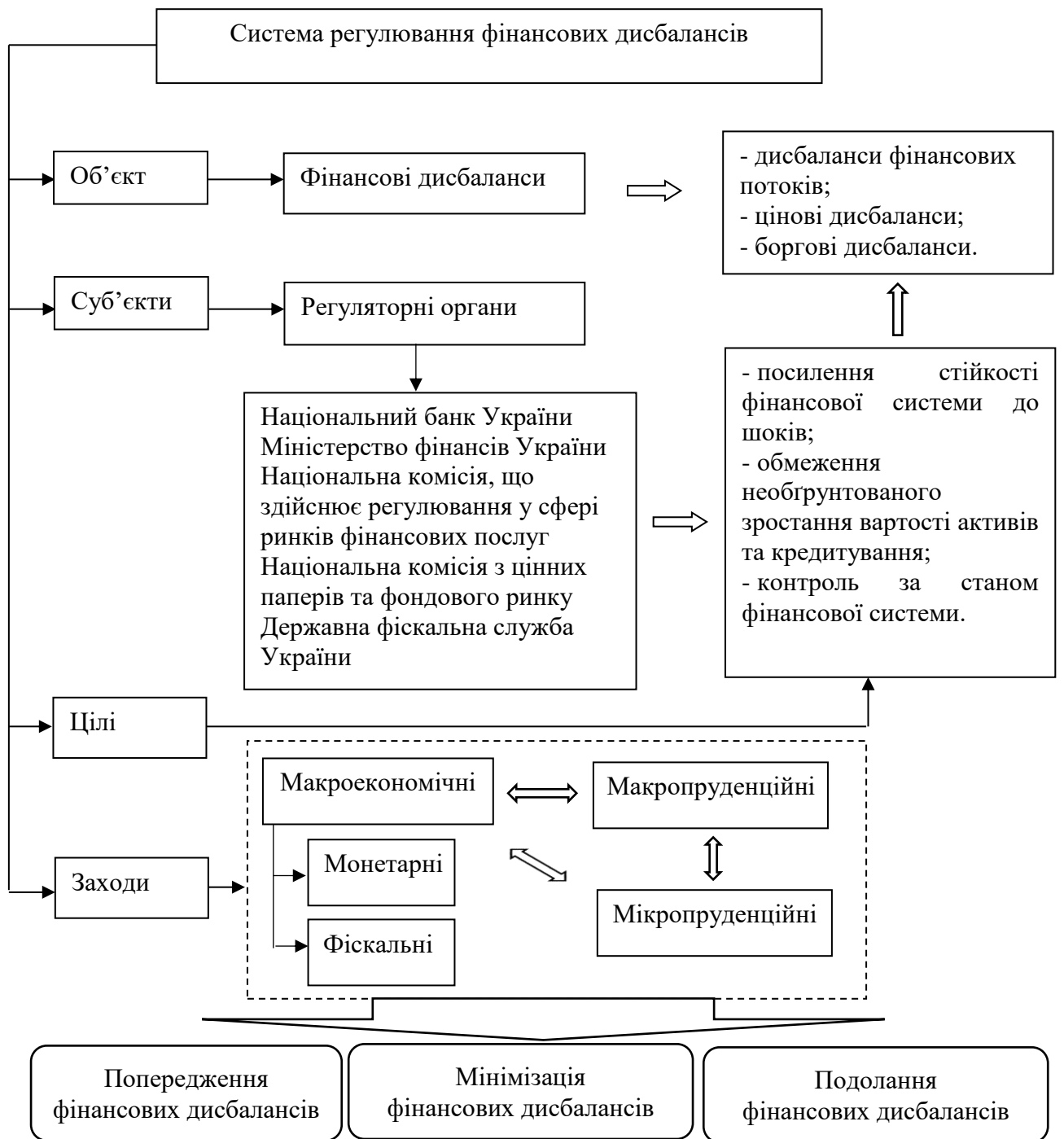


Рис. 3.15. Організаційна структура системи регулювання фінансових дисбалансів в Україні*

*Розроблено автором

– регулювання попиту на фінансові ресурси шляхом запровадження гнучкої процентної політики Національного банку України, спрямованої на згладжування «кредитних бумів» та «кредитних стиснень»;

– 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 відсоткових доходів по вкладам.

Регулювання цінових дисбалансів, на нашу думку, має відбуватися за такими основними напрямками:

– забезпечення оптимального рівня темпів інфляції задля досягнення сталого розвитку економіки;

– зниження рівня доларизації економіки, поступове скорочення кредитування в іноземній валюті;

Дослідження рівня збалансованості фінансової 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 умов 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 [22; 23; 24; 27; 31; 35; 38; 40; 42; 102; 108; 114; 120; 151; 162; 171; 179; 186], пропонуємо розглядати фіскальну консолідацію як цілеспрямовані заходи уряду щодо оптимізації бюджетного дефіциту і державного боргу, за умов використання коінтегрованих інструментів у вигляді бюджетних ресурсів, бюджетних видатків, дефіциту бюджету та державного боргу у середньостроковій перспективі, для досягнення збалансованості системи державних фінансів, 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.

Схематично процес реалізації фіскальної консолідації представлено на рис. 3.16.

Бюджетні ресурси як інструмент фіскальної консолідації, 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 функцій [99, с. 11]. Тобто бюджетні ресурси, як інструмент фіскальної консолідації, включають в себе фінансові ресурси, залучені до бюджету податковим, неподатковим, трансфертним, кредитним та емісійним методами.

Виходячи із завдань бюджетної стратегії держави та на основі оцінки та аналізу її основних фіскальних параметрів, відбувається визначення цільових орієнтирів проведення фіскальної консолідації, що формалізуються у вигляді

законодавчо затвердженого середньострокового плану.



Рис. 3.16. Процес реалізації фіскальної консолідації*

*Розроблено автором

На етапі безпосереднього застосування коінтегрованих інструментів фіскальної консолідації необхідним є моніторинг їхньої ефективності та макроекономічних наслідків із подальшим внесенням коректив у випадку 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, виокремлюємо два основні підходи (рис. 3.17).

Таким чином, початком дії фіскальної консолідації переважно вважається відповідне скорочення бюджетного дефіциту або циклічно зваженого дефіциту, залишаючи без уваги боргове питання, що, на наш погляд, обмежує ефекти від заходів фіскальної консолідації. Оцінка практики проведення фіскальної

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 фіскальної консолідації залежить від низки чинників, які можна об'єднати у чотири ключові групи: 1) структура і термін фіскальної консолідації; 2) політичні та інституціональні чинники; 3) монетарні чинники; 4) раціональні очікування [22, с. 28]. Зазначене, на нашу думку, досить ґрунтовно окреслює чинники ефективності фіскальної консолідації.

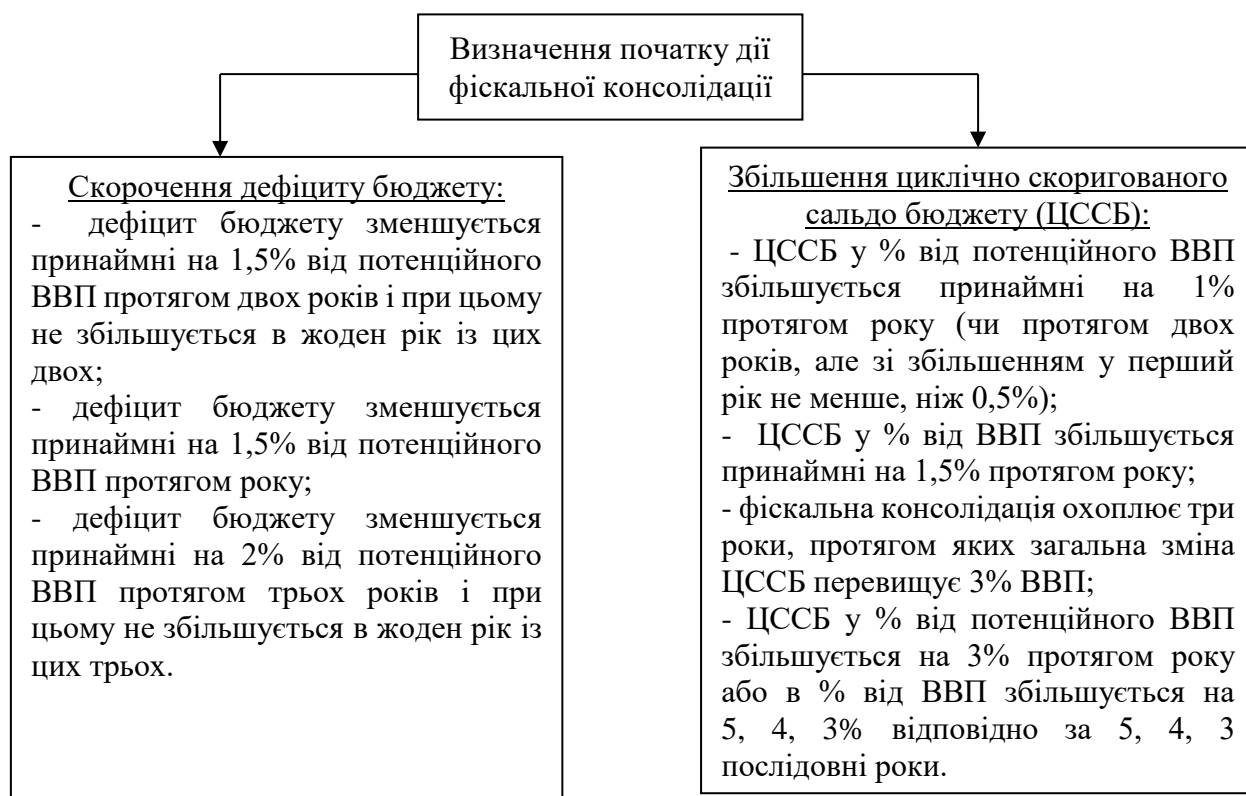


Рис. 3.17. Зарубіжні підходи до визначення початку дії фіскальної консолідації*

*Складено автором за даними [35, с. 57]

Отже, ефективність реалізації фіскальної консолідації щодо забезпечення стабільного та стійкого функціонування системи державних фінансів характеризується такими умовами:

- оптимізація фіскального навантаження на рівні, що не обмежуватиме діяльність бізнесу та відповідає потребам фінансування функцій держави;

- існування 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.

Вітчизняна економіка накопичила значний обсяг державного боргу, обслуговування та погашення якого ускладнено економічними 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» [96].

За визначенням експертів Світового банку, ефективне управління державним боргом включає в себе 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 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» [60].

У вітчизняних теоретичних дослідженнях управління державним боргом переважно трактують як певну сукупність заходів із залучення 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, погашенням та обслуговуванням і спрямованих на забезпечення макроекономічної стабільності 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.

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.

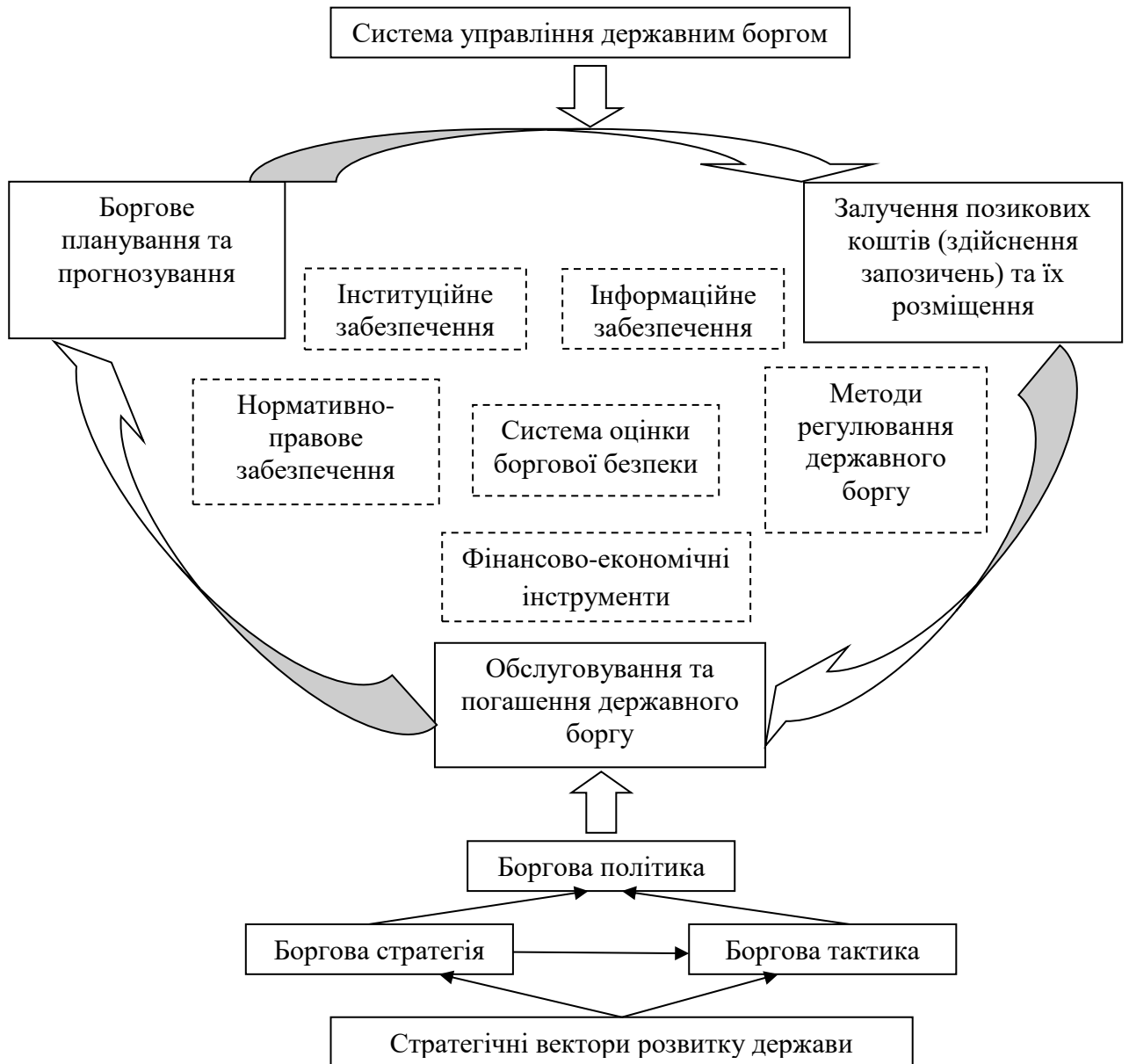


Рис. 3.17. Структура системи управління державним боргом*

*Розроблено автором

Уся система елементів управління державним боргом знаходиться під впливом наступних детермінант: інституційного, інформаційного та нормативно-правового забезпечення, фінансово-економічних інструментів, методів управління державним боргом, системи оцінки боргової безпеки.

Інституційне забезпечення включає у себе органи управління та контролю у сфері державного боргу. Контроль у цьому випадку 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 та 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 2017 рік» від 31.01.2017 року № 19. У Програмі зазначаються конкретні суми коштів, що будуть залучені на позикових умовах; боргові інструменти, які будуть використані; основні характеристики структури державного боргу тощо [59].

Іншим прикладом нормативного акту у сфері державного боргового менеджменту була Постанова Кабінету Міністрів України від 29.04.2013 року № 320 «Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2013-2015 роки», проте вона передбачала встановлення лише граничних показників державного боргу і містила тільки загальні завдання, не визначаючи конкретних заходів щодо досягнення встановлених показників [95]. Аналогічні стратегії затверджувалися і раніше та були розраховані на період 2011-2013 і 2012-2014 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 важіль має певну характеристику і виконує конкретну функцію, допомагає регулювати та

коригувати 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 на процеси, що відбуваються на ринку державних запозичень. Основними методами управління державним боргом є: конверсія, рефінансування, уніфікація, обмін облігацій за регресивним співвідношенням, відстрочення погашення, анулювання позики.

Акцентуємо увагу, що стрижнем усього процесу управління державним боргом виступає система оцінки боргової безпеки держави. Пропонуємо наступне трактування поняття «боргова безпека держави» - це 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 є виникнення боргових криз, основними ознаками яких є перевищення економічно безпечних обсягів державного боргу, труднощі із обслуговуванням та погашенням боргових зобов'язань держави.

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 виявлення 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 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 обсяги наданих міжбюджетних трансфертів. Вирішення цієї проблеми полягає у забезпеченні відповідності ставок за місцевими облігаціями ставкам, що пропонують комерційні банки. Крім того, на загальнодержавному рівні мають бути створені умови для подолання недовіри приватних інвесторів до інституту державних запозичень, зокрема і муніципальних.

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 мають стати:

- прийняття відповідної законодавчої бази, де б закріплювалися вихідні положення боргової політики держави (закону «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%;

- посилення регулювання державного боргу, відтак, на період приведення державного боргу України до визначеного Бюджетним кодексом 60% граничного рівня мінімізувати обсяги надання державних гарантій, а також

заборонити органам державної влади надавати кредити і позики з державного бюджету;

- 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 їх 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 та погашення державного боргу.

Таким чином, першочерговим завданням уряду України на сучасному етапі посткризового відновлення є реформування фінансової системи з метою стимулювання темпів економічного зростання та забезпечення фінансової стабільності. Водночас, принциповим моментом модернізації фінансової системи України має стати дотримання чіткого балансу між стимулюючими та регулюючими заходами. Так, для пожвавлення економічних процесів необхідним є пом'якшення монетарної політики, що призведе до поглиблення розриву між реальним і фінансовим секторами, а збільшення ліквідності в обігу

веде до спекулятивних перегрівів окремих сегментів фінансового ринку та «цінових бульбашок». Забезпечити фінансову стабільність 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, спрямованого на запобігання надмірному нарощуванню капіталів і боргів у період економічного піднесення шляхом підвищення гнучкості дисконтної політики, коригування 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 років, однак вважаємо, що подальше відкладення рекомендацій Базеля III, негативно позначиться на розвитку вітчизняної 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 в цілому, 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. рівня фінансової надійності суб'єктів економіки в цілому, 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. 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 сектора, розміру його боргу, обсягу боргу СЗДУ, 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.

Висновки до розділу 3

1. Обґрунтовано, що між показниками фінансових дисбалансів існує послідовний взаємозв'язок, а часовий лаг у синхронності коливань індикаторів дисбалансів становить від 1 року. Зазначено, що своєчасне виявлення початкової фази фінансової розбалансованості дозволить мінімізувати негативні наслідки для функціонування системи приватних та державних фінансів.

Проведено розрахунок ймовірності настання дефолту залежно від обсягу виплат за державними борговими зобов'язаннями. За допомогою економіко-математичного апарату побудовано два види регресії: перша – із включенням показника темпів економічного зростання; друга – додатково включає чинник зовнішньої стійкості, який розраховано як співвідношення обсягу золотовалютних резервів і суми зовнішнього боргу та імпорту з лагом в один рік. Встановлено, що при загальному обсязі необхідних виплат за борговими зобов'язаннями у 2018 році у 11,8% ВВП ймовірність настання дефолту за двофакторною моделлю складає 44,76%, а за трьохфакторною - 0%.

2. Зазначено, що вплив державного та приватного боргів на показники

валових заощаджень, інвестицій та безробіття у країнах з ринками, що формуються, є цілком протилежним. Так, збільшення державного боргу негативно впливає на заощадження, особливо при перетині межі у 90% ВВП. Це підтверджує припущення щодо створення надмірного навантаження на фіскальну сферу держави через відповідне зростання відсоткових боргових виплат та основної суми погашення боргу. Відповідно, держава, як позичальник, не здатна ефективно перерозподілити залучені кошти, адже нарощування боргів не забезпечує відповідного економічного зростання. Водночас, накопичення приватного боргу у країнах із ринками, що формуються, призводить до збільшення обсягу валових заощаджень та інвестицій.

3. Проведено розрахунок інтегрального індикатора фінансових дисбалансів на основі методу головних компонент із включенням шести змінних (показників фінансових дисбалансів), що дозволяє виміряти рівень наявних дисбалансів для України у визначеному році. Так, максимальні нормалізовані значення інтегрального індикатора фінансових дисбалансів в Україні зафіксовано у 2007 році, що свідчить про значне накопичення потенційних загроз, які сприяли поглибленню кризових явищ у вітчизняній економіці.

4. Підкреслено, що необхідність забезпечення фінансової стабільності є першочерговим завданням економічної політики кожної держави, адже стабільна фінансова система має здатність обмежувати і усувати диспропорції за допомогою механізмів самокоригування, перш ніж вони призведуть до виникнення кризи. Крім того, вона включає в себе поняття фінансової стійкості або здатності протидіяти ендегенним та екзогенним збуренням за рахунок чіткого законодавчого закріплення превентивних заходів подолання незбалансованості. Зазначено, що забезпечення фінансової стабільності досягається шляхом ефективного поєднання інструментів макроекономічної, макропруденційної та мікропруденційної політики.

5. Аргументовано, що результати оцінки фінансових дисбалансів вітчизняної економіки свідчать про пріоритетність врегулювання боргової проблеми. Запропоновано визначити поняття «управління державним боргом»

як комплекс заходів органів державної влади, пов'язаних із залученням фінансових ресурсів на умовах державного кредиту, їх розміщенням, погашенням та обслуговуванням і спрямованих на забезпечення макроекономічної стабільності держави. Доведено, що система управління державним боргом України має орієнтуватися на довгострокові стратегічні інтереси національної економіки. Детермінантами, що визначають ефективність державного боргового менеджменту запропоновано вважати: інституційне, інформаційне та нормативно-правове забезпечення, фінансово-економічні інструменти, методи управління державним боргом, систему оцінки боргової безпеки.

6. Основні наукові результати розділу опубліковано у працях автора [61; 62; 63; 64; 67; 69; 70; 74; 77; 78; 80; 82; 83; 84; 85].

ВИСНОВКИ

У дисертаційній роботі 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 сформульовано такі висновки:

1. Запропоновано трактувати економічну систему держави як сукупність інтегрованих підсистем, елементів і економічних зв'язків між ними, які об'єктивно існують для задоволення соціально-економічних потреб усіх суб'єктів господарювання країни та суспільства загалом в процесі виробництва, розподілу, обміну та споживання матеріальних і нематеріальних благ. З точки зору інституціонального підходу економічна система складається із сукупності секторів (сектор нефінансових корпорацій, сектор фінансових корпорацій, сектор загального державного управління, сектор домашніх господарств та сектор некомерційних організацій, що обслуговують домогосподарства), пов'язаних економічними відносинами у формі руху потоків фінансових ресурсів. Доведено, що у складі економічної системи існує окрема ланка, що є відображенням форм та методів використання фінансів в економіці, – фінансова система. Вона є основою функціонування будь-якої економічної системи.

2. Визначено, що переважаючою 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 фінансових систем до кон'юнктурних змін, знижують їхню стійкість та конкурентоспроможність. Натомість стабільне функціонування фінансової системи держави дозволяє повною мірою реалізувати конкурентні переваги національної економіки та стимулювати економічне зростання. У цьому контексті обґрунтовано, що фінансові дисбаланси є каталізаторами фінансової нестабільності та за відсутності дієвих заходів продукують фінансову кризу.

Наведено авторську класифікацію фінансових дисбалансів.

3. Наголошено, що у вітчизняній практиці, подібно до зарубіжної, здійснюється оцінювання стану фінансової системи та виявляються відхилення, що можуть становити загрозу її функціонуванню. Проте акцентовано увагу, що методики, які застосовуються в Україні, дозволяють виявити лише наявні загрози, що сформувалися у фінансовій системі держави. Натомість аналіз зарубіжних досліджень з цього питання виявив, що у розвинених країнах поширена практика ідентифікації потенційних сигналів фінансової розбалансованості. На основі дослідження світового досвіду запропоновано перелік індикаторів, що дозволяє виявити та оцінити потенційні загрози фінансовій стабільності у вітчизняній економічній системі за формами їх прояву.

4. Аргументовано, що оперативним показником руху у бік дисбалансів (чи у протилежному напрямі) є рух потоків фінансових ресурсів, які варто розуміти як переміщення фінансових ресурсів, що пов'язане із перерозподілом капіталу між суб'єктами економічної діяльності. Кількісно фінансовий потік характеризується як величина всіх операцій із придбання та відчуження активів і пасивів. Суттєве випередження фінансовим потоком розвитку реального сектору економіки є початковим етапом накопичення фінансових дисбалансів. Проте індикатори руху фінансових потоків дають уявлення лише про діючі тенденції переміщення фінансових ресурсів та не відображають величини і масштабності дисбалансів, накопичених протягом минулих періодів. Як індикатор дисбалансів руху фінансових потоків запропоновано використовувати показник кредитування приватного сектору.

5. Зазначено, що 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 (ІСЦ), дефлятора ВВП тощо. Проведений моніторинг індикаторів цінових дисбалансів в Україні засвідчив, що у докризовий період (2003–2007 рр.) зростання цін на світових ринках на основну продукцію 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 було припинення припливу капіталу, а потім його рух у протилежному напрямку. Як наслідок, відбулося стрімке зниження курсу національної валюти, різке підвищення ставок за кредитами та відповідне згорання кредитування банками бізнесу і промисловості. Аналогічне «стиснення» відбувалося також у 2014–2015 рр., однак його причинами стали не глобальні фінансово-економічні процеси, а внутрішні військово-політичні чинники.

6. Обґрунтовано недоліки індикаторів цінкових дисбалансів та дисбалансів потоків, які відображають зміну стану лише протягом певного часу. Натомість доведено, що показники боргового навантаження є інтегральними показниками та відображають вплив дисбалансів фінансових потоків протягом усіх попередніх років. Зазначено, що надмірно накопичена заборгованість приватного і фінансового секторів економіки збільшує вразливість приватних агентів до можливих цінкових 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. Аргументовано, що як підсумковий показник для боргових дисбалансів доцільно використовувати індикатор сукупного боргу економіки, який відображає загальну заборгованість усіх суб'єктів економічної діяльності.

7. На основі кореляційного аналізу доведено, 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 полягає саме у дисбалансі руху потоків, а цінкові та боргові дисбаланси є підсумком існування і накопичення дисбалансів фінансових потоків. Встановлено, що між показниками

державного боргу та динамікою макроекономічних індикаторів існує певний зв'язок. Зазначено, що 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 із підвищенням рівня боргу понад 90% ВВП спостерігається повільний позитивний приріст ВВП та доволі помітне збільшення медіанного значення. Нагромадження боргу приватним сектором економіки у країнах із ринками, що формуються, не має чітко вираженого негативного впливу на економічне зростання, а навпаки, дозволяє певною мірою поживавити економічні процеси.

8. Запропоновано алгоритм проведення оцінювання рівня фінансової незбалансованості 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 їх динаміки та системного аналізу потенційно небезпечних дестабілізуючих чинників; порівняння підсумків дослідження фінансових дисбалансів із результатами інших емпіричних досліджень; визначення екзогенних та ендогенних чинників соціально-економічної сфери, що впливають на генерування фінансових дисбалансів; прогнозування ризиків виникнення фінансових дисбалансів і розробка заходів щодо їх нейтралізації; розробка стандартизованих алгоритмів врегулювання та оцінювання вжитих заходів для досягнення фінансової збалансованості.

9. Доведено, що в сучасних умовах доцільним є 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, забезпечення 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 дисертаційній 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.

Основні результати дослідження впроваджено у практичну діяльність Міністерства фінансів України, Херсонської обласної ради, Херсонської обласної державної адміністрації, Головного управління статистики у Херсонській області, а також у навчальний процес Херсонського національного технічного університету (Додаток М).

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Атанов Н. И., Лапинская А. А. Экономическая система: особенности функционирования. 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. Київ: Знання-Прес, 2007. 716 с.
3. Баліцька В. В., Короткевич О. В. Методичні підходи до оцінки впливу чинників фінансової нестабільності на державні фінанси. *Інвестиції: практика та досвід*. 2016. № 17. С. 5–16.
4. Барановський О. І. Сутність і різновиди фінансових криз. *Фінанси України*. 2009. № 5. С. 3–20.
5. Барановський О. І. Сутність і різновиди фінансових криз. *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 / НАН України. Ін-т екон. прогнозування. Київ, 2000. 36 с.
7. Башко В. Й. Дефіцит бюджету і квазіфіскальні операції: підвищення прозорості в сфері. *Вісник Національного банку України*. 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. *Научный вестник*. 2007. № 17.2. С. 135–142.
10. Белл Д. Грядущее постиндустриальное общество: опыт социального прогнозирования / пер. с англ. под ред. В.Л. Иноземцева. Москва: Academia, 1999. 949 с.
11. Большой экономический словарь / под ред. А. Н. Азрилияна. 6-е изд., доп. Москва: Институт новой экономики, 2004. 1376 с.
12. Боргова статистика (за даними Міністерства фінансів України). URL: <https://minfin.kmu.gov.ua/news/borg/borhova-statystyka>. (дата звернення 09.10.2017).

13. Бузгалин А., Колганов А. Введение в компаративистику: учеб. пособ. Москва: «Таурис-Альфа», 1994. 368 с.
14. Булахова Е. И. К вопросу о понятии «экономическая система» и ее классификации. *Теоретичні і практичні аспекти економіки та інтелектуальної власності*. 2013. Вип. 2(1). С. 238–244.
15. Василик О. Д. Теорія фінансів: підручник. Київ: НІОС, 2000. 416 с.
16. Ватаманюк З., Панчишин С., Ватаманюк О. Вступ до економічної теорії: курс лекцій. Львів: Новий Світ-2000, 2005. 352 с.
17. Ватаманюк З. І., Панчишин С. М., Ревенчук С. К. Економічна теорія: макро- і мікроекономіка: навч. посіб. Київ: Альтернативи, 2005. 608 с.
18. Вахненко Т.П. Державний борг України та його економічні наслідки: монографія. Київ: Альтерпрес, 2000. 152 с.
19. Грошово-кредитна та фінансова статистика (за даними Національного банку України). URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article;jsessionid=A7067064A2CF4A98F9EF7019554D2756?art_id=27843415&cat_id=44578#3. (дата звернення 11.10.2017).
20. Гэлбрейт Дж. К. Экономические теории и цели обществ. Москва: Прогресс, 1976. 406 с.
21. Длугопольський О. В. Фіскальна консолідація як реакція на світову фінансово- економічну кризу: особливості застосування правил і норм у країнах ЄС та Латинської Америки. *Наукові записки. Серія «Економіка»*. 2013. Вип. 23. С. 26–37.
22. Дрозд Н.В. Застосування заходів фіскальної консолідації в умовах кризи *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка*. 2015. Вип. 2. С. 55–60.
23. Дулік Т., Александрюк Т. Податкове регулювання в системі заходів політики фіскальної консолідації. *Міжнародний науковий журнал «Інтернаука»*. 2017. Вип. 1. URL: <http://www.inter-nauka.com/ua/issues/2017/1/1926>.
24. Єфименко Т. І. Боргова стійкість державних фінансів: монографія / за ред. Т. І. Єфименко, С. А. Єрохіна, Т. П. Богдан. Київ: ДННУ «Акад. фін.

управління», 2014. 712 с.

25. Жмурко Н. В. Критерії визначення необхідного обсягу золотовалютних резервів держави. *Актуальні проблеми розвитку економіки України: науковий збірник*. 2012. Вип. 8., Т. 2. С. 108–116.

26. Журавель Ю. Г. Консолідація фінансових ресурсів для модернізації національної економіки: дис. ... канд. екон. наук: 08.00.08 / ТНЕУ. Тернопіль, 2015. 195 с.

27. Загарій В. П. Монетарна складова фінансової безпеки держави: автореф. дис. ... канд. економ. наук: 08.00.08 / ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана». Київ, 2014. 20 с.

28. Зайдель Х., Теммен В. Основы учения об экономике. - Москва: Дело, 1994. 400 с.

29. Звітність про виконання бюджетів (за даними Державної казначейської служби України). URL: <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>. (дата звернення 11.10.2017).

30. Зубрицький А. І. Шляхи позитивного впливу фіскальної консолідації на національний експорт. *Трансформація фіскальної політики України в умовах євроінтеграції: матеріали VIII науково-практичної інтернет-конференції* (м. Ірпінь, 1–15 грудня 2016 р.). Ірпінь, 2016. С. 94-96.

31. Климко Г. Н., Нестеренко В. П., Каніщенко Л. О., Чухно А. А. Основи економічної теорії: політекономічний аспект: підручник для студ. екон. спец. вищ. закл. осв. Київ: Вища школа, 1999. 743 с.

32. Ковалев В.В. Система предупреждения валютного и финансового кризисов в условиях глобализирующейся экономики: автореф. дис. ... канд. екон. наук: спец. 08.00.14 / Финансовая акад. при Правительстве РФ. Москва, 2007. 23 с.

33. Козюк В. В. Монетарні аспекти розвитку поглядів на проблему забезпечення глобальної фінансової стабільності. *Вісник Національного банку України*. 2007. № 4. С. 34–39.

34. Колісник О., Прутський О. Фіскальна консолідація в системі

антикризових заходів макроекономічного регулювання. *Схід*. 2010. № 7 (107). С. 53-59.

35. Корнєєв М. В. Методологічні засади оцінювання та регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України: автореф. дис. ... д-ра екон. наук: 08.00.08 /ДВНЗ «Укр. акад. банк. справи Нац. банку України». – Суми, 2015. 43 с.

36. Кравчук Н. Я. Фінансові дисбаланси світової економіки в умовах асиметрій глобального розвитку: дис. ... д-ра екон. наук: 08.00.02 / ТНЕУ. Тернопіль, 2014. 539 с.

37. Крупей О. М. Фіскальна консолідація: інструменти і перспективи запровадження в Україні: дис. ... канд. екон. наук: 08.00.08 / ТНЕУ. Тернопіль, 2016. 206 с.

38. Кудряшов В. П. Курс фінансів: навч. посіб. Київ: Знання, 2008. 431 с.

39. Кудряшов В. П. Стійкість державних фінансів. *Економіка України*. 2012. № 10. С. 54–67.

40. Кульчицький М. І. Міжбюджетні відносини в економічній системі України: дис. ... д-ра екон. наук: 08.00.08 / ЛНУ ім. І. Франка. Львів, 2016. 475 с.

41. Лисяк Л. В. Політика фіскальної консолідації в Україні як інструмент стабілізації державних фінансів. *Ефективна економіка: електрон. наук. фахове вид.* 2015. № 8. URL: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=4239>. (дата звернення 09.03.2017).

42. Лондар С.Л., Башко В.Й. Рівень боргового навантаження державних фінансів в Україні. *Фінанси України*. 2013. № 1. С. 22–31.

43. Луняков О. В. Релевантні фактори стабільності функціонування фінансового сектора. *Соціально-економічні проблеми і держава*. 2013. Вип. 1[8]. – С. 133–140. URL: <http://sepd.tntu.edu.ua/images/stories/pdf/2013/13lovffs.pdf> (дата звернення 06.05.2016).

44. Луняков О. В. Интегральный подход к оценке дисбалансов и устойчивости финансового сектора экономики. *Фінансовий простір*. 2013. № 1 (9). С. 26–32.

45. Луняков О. В. Классификация дисбалансов финансового сектора экономики Украины в контексте мирового финансово-экономического кризиса. *Сучасна економічна наука: теорія та практика*: матеріали Всеукраїнської науково-практичної Інтернет-конференції (м. Полтава, 15-16 листопада 2012 р.). Полтава: Полтавський національний технічний університет імені Юрія Кондратюка, 2012. С. 274–276.

46. Луняков О. В. Формування, аналіз та регулювання дисбалансів у фінансовому секторі економіки України: автореф. дис. ... д-ра екон. наук: 08.00.08 / ДВНЗ «Укр. акад. банк. справи Нац. банку України». Суми, 2013. 41 с.

47. Луняков О. В. Формування, аналіз та регулювання дисбалансів у фінансовому секторі економіки України: дис. ... д-ра екон. наук: 08.00.08 / ДВНЗ «Укр. акад. банк. справи Нац. банку України». Суми, 2013. 480 с.

48. Луняков О. В. Экономическая категория «финансовые дисбалансы» в системе взаимосвязанных понятий. *Економічний форум*. 2013. №2. С. 247–256.

49. Лютий І. О., Юрчук О. К. Фінансово-економічна криза 2008–2010 рр.: деякі чинники та уроки. *Вісник Національного банку України*. 2011. № 1. С. 10–16.

50. Лютий І. О., Юрчук О. М. Фінансова стабільність банків як основа розвитку ринку фінансових послуг. *Вісник Національного банку України*. 2005. – № 4. – С. 39–43.

51. Миколайчук А. Б. Методичний підхід до прогнозування рівня фінансової безпеки держави в системі моніторингу. *Вісник економіки транспорту і промисловості*. 2012. № 38. С.81-86.

52. Миркин Я. М., Миркин В. Я. Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестициям и финансовым рынкам. Москва: Альпина Бизнес Букс, 2006. 424 с.

53. Мірошніченко Г. О. Сутність і теоретичні підходи до аналізу фінансової нестабільності банківської системи. *Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України*. 2014. Вип. 39. С. 135-142.

54. Моделі ідентифікації макроекономічних дисбалансів в Україні: кол.

моногр. / За ред. д-ра екон. наук М.І. Скрипниченко; НАН України, ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України». Київ, 2015. 544 с.

55. Мочерный С. В. Политическая экономия: учеб. пособ. Киев: Знання-Прес, 2002. 687 с.

56. Мюллер В. К. Англо-русский словарь. 24-е изд. Москва: Русский язык, 1995. 2106 с.

57. Наказ Державної служби статистики України «Класифікація інституційних секторів економіки України» від 03.12.2014 р. № 378. URL: https://ukrstat.org/uk/norm_doc/2014/378/378_2014.htm. (дата звернення 05.08.2017).

58. Наказ Міністерства економічного розвитку та торгівлі України «Про затвердження Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України» від 29.10.2013 р. № 1277. URL: http://www.me.gov.ua/control/uk/publish/category/main?cat_id=38738&stind=1. (дата звернення 05.07.2015).

59. Наказ Міністерства фінансів України «Програма управління державним боргом на 2017 рік» від 31.01.2017 р. № 19. URL: <http://www.minfin.gov.ua/news/view/nakaz-ministerstva-vid---pro-zatverdzhennia-prohram-upravlinnia-derzhavnym-borhom-na--rik?category=borg>. (дата звернення 07.08.2017).

60. 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. URL: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0228-04>. (дата звернення 15.07.2015).

61. Новоселова Е. С. Оптимизация долговой политики как фактор снижения макрофинансовых рисков. *Актуальные вопросы развития финансовой сферы стран и регионов*: материалы Международной научно-практической конференции (г. Махачкала, 13 апреля 2013 г.). Махачкала: Издательский дом «Наука плюс», 2013. С. 111–113.

62. Новосьолова О. С. Боргова безпека у системі макрофінансових ризиків. *Фінансова система держави: проблеми та перспективи розвитку*: матеріали

IX Міжнародної науково-практичної конференції (м. Київ, 9 грудня 2013 р.). Київ: ЕКОМЕН, 2013. С.109–112.

63. Новосьолова О. С. Боргова безпека як визначальний фактор макроекономічної стабільності держави. *Збірник наукових праць Черкаського державного технологічного університету. Серія: Економічні науки*. 2013. Вип. 35., Ч. 1. С. 123–128.

64. Новосьолова О. С. Боргова політика України: тенденції та ризики. *Світові тенденції та перспективи розвитку фінансової системи України: матеріали XI Міжнародної науково-практичної конференції (м. Київ, 30–31 жовтня 2014 р.)*. Київ, 2014. С. 236–239.

65. Новосьолова О. С. Внутрішні фінансові дисбаланси: сутність та форми прояву. *Розвиток фінансової системи України в умовах економічних перетворень: матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції (м. Київ, 15–16 квітня 2015 р.)*. Київ: КНТЕУ, 2015. С. 40–41.

66. Новосьолова О. С. Внутрішня незбалансованість як характерна ознака сучасного стану фінансової системи України. *Фінансово-кредитна система: вектор розвитку для України: матеріали I Міжнародної науково-практичної конференції (м. Ужгород, 23-25 квітня 2015 р.)*. Ужгород: ПРАТ Видавництво «Закарпаття», 2015. С. 109–112.

67. Новосьолова О. С. Генеза державного боргу України та вітчизняні тенденції боргової політики. *Науковий вісник Ужгородського університету. Серія «Економіка»*. 2014. Вип. 2. С. 143–147.

68. Новосьолова О. С. Державний борг: вітчизняні тенденції та перспективи. *Фінансова система країни: тенденції та перспективи розвитку: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції (м. Острого, 13–14 червня 2014 р.)*. Острого: Видавництво Національний університет «Острозька академія», 2014. С. 65–68.

69. Новосьолова О. С. Державний борг: діалектика теоретичних уявлень та оцінка сутності. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія»*. 2013. Вип. 23. С. 169–173.

70. Новосьолова О. С. Зарубіжна практика управління державним боргом у контексті врегулювання боргових проблем України. *Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна візія та виклики глобалізації*: матеріали XI Міжнародної науково-практичної конференції молодих вчених (м. Тернопіль, 13–14 березня 2014 р.). Тернопіль: ТНЕУ, 2014. С. 186–187.

71. Новосьолова О. С. Зовнішні фінансові дисбаланси та їх зв'язок з показниками боргового сектору. *Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки*. 2016. Вип. 1. С. 170–177.

72. Новосьолова О. С. Ідентифікація фінансових дисбалансів у контексті забезпечення боргової безпеки держави. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія: Економічні науки*. 2014. № 8, Ч. 3. С. 160–164.

73. Новосьолова О. С. Концептуальна характеристика фінансових дисбалансів та особливості їх прояву. *Фактори впливу на формування та розвиток фінансової системи України*: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції (м. Львів, 28–29 листопада 2014 р.). Львів: ЛЕФ, 2014. С. 67–70.

74. Новосьолова О. С. Концептуальні засади оцінки ролі державного боргу в фінансовій системі держави. *Фінансова системи України: становлення та розвиток*: матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції (м. Острог, 17–18 травня 2013 р.). Острог: Видавництво Національний університет «Острозька академія», 2013. С. 23–25.

75. Новосьолова О. С. Механізми оцінки асиметрій боргового сектору України. *Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна візія та виклики глобалізації*: матеріали XI Міжнародної науково-практичної конференції молодих вчених (м. Тернопіль, 25–26 березня 2016 р.). Тернопіль: «Вектор», 2016. С. 143–144.

76. Новосьолова О. С. Моніторинг показників внутрішньої розбалансованості у системі коригування фінансової нестабільності. *Вісник Одеського національного університету. Серія: Економіка*. 2015., Вип. 2/1, Том 20. С. 163–167.

77. Новосьолова О. С. Обґрунтування впливу державного боргу на економічне зростання. *Трансформація фіскальної політики України в умовах євроінтеграції*: матеріали VIII науково-практичної інтернет-конференції (м. Ірпінь, 1–15 грудня 2016 р.). Ірпінь, 2016. С. 219–221.

78. Новосьолова О. С. Організаційна складова управління державним боргом: зарубіжний досвід та вітчизняна практика / О.С. Новосьолова // Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції «Сучасні проблеми та механізми фінансового управління», 12–13 грудня 2013 р. – Харків: Видавничий Дім «ІНЖЕК», 2013. – С. 580-583.

79. Новосьолова О. С. Особливості та тенденції державних запозичень в Україні. *Економіка і держава*. 2012. № 9. С. 69–71.

80. Новосьолова О. С. Оцінка впливу боргів приватного сектора на макроекономічну динаміку. *Модернізація економіки: виклики і можливості економічного зростання*: матеріали Міжнародної науково-практичної Інтернет-конференції (м. Київ, 15 лютого 2017 р.). Київ, 2017. С. 106–109.

81. Новосьолова О. С. Резерви формування доходів державного бюджету в умовах посилення боргових ризиків. *Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації*: матеріали X Ювілейної Міжнародної науково-практичної конференції молодих вчених (м. Тернопіль, 23–24 лютого 2013 р.). Тернопіль: ТНЕУ, 2013. С. 128–129.

82. Новосьолова О. С. Світова практика інституційного забезпечення управління державним боргом. *Часопис економічних реформ*. 2013. Вип. 4. С. 60–66.

83. Новосьолова О. С. Теоретико-організаційні засади подолання диспропорцій функціонування фінансової системи. *East European Scientific Journal*. 2016. № 8 (12). Р. 86–91.

84. Новосьолова О. С. Теоретичні аспекти побудови система управління державним боргом. *Економічний аналіз*. 2013. Вип. 4. С. 301–307.

85. Новосьолова О. С. Управління державним боргом як засіб нівелювання фінансових дисбалансів. *Фіскально-регулюючі аспекти соціально-економічного*

розвитку держави та регіонів: матеріали IV Науково-практичної конференції (м. Херсон, 9 червня 2015 р.). Херсон: ХНТУ, 2015. С. 170–176.

86. Новосьолова О. С. Фінансові дисбаланси та їх співвідношення з іншими категоріями фінансової нестабільності: *Актуальні проблеми модернізації економіки та фінансової системи України: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції* (м. Черкаси, 28–29 листопада 2014 р.). Черкаси: ЧДТУ, 2014. С. 83–85.

87. Новосьолова О. С. Фінансові дисбаланси: економічна природа та специфіка моніторингу. *Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна візія та виклики глобалізації: матеріали XII Міжнародної науково-практичної конференції молодих вчених* (м. Тернопіль, 26–27 березня 2015 р.). Тернопіль: Астон, 2015. С. 180–181.

88. Новосьолова О. С. Фінансові дисбаланси: ідентифікація та оцінка. *Проблеми та розвиток економічних систем в умовах глобальної нестабільності: матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції з міжнародною участю* (м. Миколаїв, 28–29 листопада 2014 р.). Миколаїв: Видавничий дім «Гельветика», 2014. С. 172–175.

89. Новосьолова О. С. Форми прояву зовнішніх фінансових дисбалансів та їх вплив на стійкість фінансової систем. *Проблеми та перспективи розвитку фінансів у сучасному світі: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції* (м. Полтава, 22–23 жовтня 2015 р.). Полтава: ПУЕТ, 2015. С. 30–32.

90. Нуреев Р. М. Курс мікроекономіки: учебник. Москва: Издательство Норма, 2002. 572 с.

91. Основи стійкого розвитку: навч. посіб. / за заг. ред. Л. Г. Мельника. Суми: Університетська книга, 2005. 654 с.

92. Основні положення методики розрахунку індексів реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) та номінального ефективного обмінного курсу (НЕОК) гривні. URL: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=15141238>. (дата звернення 06.03.2016).

93. Особливості та пріоритети боргової політики України: аналітична

доповідь. А. С. Гальчинський, З. С. Варналій, В. Я. Майстришин та ін.; НІСД. Київ, 2004. – 104 с. – URL: <http://www.niss.gov.ua>. (дата звернення 09.04.2016).

94. Офіційний сайт Standard&Poors. URL: https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/home. (дата звернення 06.02.2017).

95. Постанова Кабінету Міністрів України «Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2013-2015 роки» від 29.04.2013 р. № 320. – URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/320-2013-п/print> 13301755411573. (дата звернення 09.09.2015).

96. Про результати аналізу ефективності заходів, передбачених Законом України «Про Державний бюджет України на 2003 рік», щодо управління державним боргом. Випуск 11. URL: http://www.ac-rada.gov.ua/control/main/uk/publish/article/48564#_To5. (дата звернення 08.04.2016).

97. Райзберг Б. А., Лозовский Л. Ш., Стародубцева Е. Б Современный экономический словарь. 2-е изд., испр. Москва: ИНФРА-М, 1999. 479 с.

98. Сідельникова Л. П. Податково-боргові стратегії формування бюджетних ресурсів держави: дис. ... д-ра екон. наук: 08.00.08 / ТНЕУ. Тернопіль, 2015. 620 с.

99. Сідельникова Л. П., Новосьолова О. С. Система управління державним боргом у механізмі забезпечення боргової безпеки. *Сучасна парадигма фіскальної політики України в умовах формування суспільства сталого розвитку*: монографія / за наук. ред. д-ра екон. наук, проф. А.І. Крисоватого. Тернопіль: ТНЕУ, 2015. Розд. 6, п.п 6.2. С. 255–278.

100. Скоробогач О. І. Сутність і теоретичні підходи до аналізу фінансової нестабільності. *Економічний часопис – XXI*. 2012. № 7/8. С. 61–63.

101. Сніжко О. Ієрархія фінансової нестабільності. *Формування ринкових відносин в Україні*. 2008. № 2. С. 29–33.

102. Соколовська А. М., Райнова Л. Б. Інструменти політики фіскальної консолідації та їх вплив на макроекономічні процеси. *Фінанси України*. 2014. № 4. С. 61–82.

103. Статистика зовнішнього сектору (за даними Національного банку

України). URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=44502&cat_id=44446. (дата звернення 08.10.2017).

104. Статистика індикаторів фінансової стійкості (за даними Національного банку України). URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=58001&cat_id=44444. (дата звернення 08.10.2017).

105. Статистика цін на нерухомість (за даними агентства нерухомості «Благовіст»). URL: <https://blagovist.ua/realtostat>. (дата звернення 08.10.2017)

106. Статистична інформація (за даними Державної служби статистики України). URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

107. Сухоруко О. В., Новосьолова О. С. Оцінка боргової політики України та її вплив на стан державних фінансів. *Таврійський науковий вісник*. 2010. Вип. 73. С. 187–194.

108. Сучасна парадигма фіскальної політики України в умовах формування суспільства сталого розвитку: монографія / за наук. ред. д.е.н., проф. А. І. Крисоватого. Тернопіль: ТНЕУ, 2015. 460 с.

109. Тивончук І. О., Стецюк П. І., Тивончук О. І. Фінансові кризи: аналіз причин та механізмів їх прояву. *Проблеми економіки та управління: зб. наук. праць*. Львів: Вид-во Національного університету «Львівська політехніка», 2011. № 698. С. 112–118.

110. Трёх секторов теория. *Экономическая энциклопедия. Политическая экономия*. Москва: Советская энциклопедия, 1980. Т. 4. С. 176–178.

111. Туган-Барановский М. И. Периодические промышленные кризисы. История английских кризисов. *Общая теория кризисов*. Москва: Наука-РОССПЭН, 1997. С. 277–330.

112. Федоренко В. Г. Політична економія: підручник. 2-ге вид. Київ: Алерта, 2015. 487 с.

113. Фінанси: підручник / за ред. С. І. Юрія, В. М. Федосова. Київ: Знання, 2008. 611 с.

114. Фіскальна консолідація: макроекономічні проблеми та інституціональні засади: монографія / за заг. ред. Л. Л. Тарангул; НДІ фін. права.

Київ: Алерта, 2013. 496 с.

115. Царук О. В. Статистичний аналіз та оцінка державного боргу: автореф. дис. ... канд. екон. наук: 08.00.10 / Київський нац. ун-т ім. Т. Шевченка. Київ, 2009. 21 с.

116. Чеботарьова Н. М. Сучасні економічні системи: курс лекцій. Луганськ: ДЗ ЛНУ імені Тараса Шевченка, 2014. 121 с.

117. Чирак І.М. Монетарна політика за умов фінансової нестабільності (на прикладі України): автореф. дис. ... канд. екон. наук: 08.00.08 / ТНЕУ. Тернопіль, 2014. 20 с

118. Шевчук І. Л., Черепанова В. О., Ставерська Т. О. Бюджетна система: навч. посіб. Харків: В-ць Іванченко І.С., 2015. 284 с.

119. Шумська С. С., Білоцерківець О. Г. Реальний ефективний курс гривні: оцінка конкурентних переваг українських товарів і прогноз на 2013-2014 роки. *Економіка і прогнозування*. 2013. № 2. С. 20–31.

120. Щава Р. П. Імперативи впливу фіскальної консолідації на економічне зростання країни. *Науковий вісник Херсонського державного університету*. 2015. Вип. 11, Ч.2. С. 20-25.

121. Щетилова Т. В. Оценка глобальных дисбалансов в оценке макроэкономических систем. *Основы экономики, управления и права*. 2012. № 6 (6). С. 106–111.

122. Экономико-математический энциклопедический словарь / гл. ред. В. И. Данилов-Данильян]. Москва: Большая Российская энциклопедия: Издательский Дом «ИНФРА-М», 2003. 688 с.

123. Allen F., Gale D. Financial fragility, liquidity, and asset prices. *Journal of the European Economic Association*. 2004. No 6, Vol. 2. P. 1015–1048.

124. Arthur S.V. Experience with constructing composite asset price indices. *BIS Working Paper*. April 2005. No 21. 15 p. URL: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bisrap21x.pdf>. (Last accessed 19.04.2017).

125. Aspachs O., Goodhart C., Tsomocos D., Zicchino L. Towards a measure of financial fragility. *Annals of Finance*. 2007. Vol. 3. No 1. P. 37–74.

126. Balakrishnan R., Danninger S., Elekdag S., Tytell I. The Transmission of Financial Stress from Advanced to Emerging Economies. *IMF Working Paper*. 2009. No 09/133. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09133.pdf>. (Last accessed 17.03.2017).
127. Barro R. On the Determinants of the Public Debt. *Journal of Political Economy*. 1979. Vol. 87 (5). P. 940–971.
128. Bayoumi T., Gagnon J., Saborowski C. Official Financial Flows, Capital Mobility, and Global Imbalances. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14199.pdf>. (Last accessed 17.03.2017).
129. Beau D., Clerc L., Mojon B. Macro-prudential policy and the conduct of monetary policy. *Occasional papers*. 2011. No 8. URL: http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/events/ccbs_cew2011/paper_mojon.pdf. (Last accessed 17.08.2017).
130. Bernanke B., Gertler M., Gilchrist S. The financial accelerator in a quantitative business cycle framework. *Handbook of Macroeconomics*. 1999. Vol 1. P. 1341-1393. URL: <http://faculty.wcas.northwestern.edu/~lchrist/course/Czech/BGG%201999%20Hand%20book%20chapter.pdf>. (Last accessed 17.09.2016).
131. Bobeva D. The new EU Macroeconomic Imbalances procedure and its Relevance for the Candidate Countries. *Journal of Central Banking Theory and Practice*. 2013. No 1. P. 69–88.
132. Borio C., Lowe P. Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus. *BIS Working Paper*. 2002. No 114. 43 p.
133. Borio C., Lowe P. Securing sustainable price stability: should credit come back from the wilderness? *BIS Working Paper*. 2004. No 157. 51 p.
134. Borio C., Drehmann M. Towards an operational framework for financial stability: «fuzzy» measurement and its consequences. *BIS Working Papers*. 2009. No 284. 50 p.
135. Borio C., Kennedy N., Prowse S. Prowse Exploring aggregate asset price fluctuations across countries: measurement, determinants and monetary policy implications. *BIS Economic Papers*. April 1994. No 40. 79 p. URL: <http://www.bis.org>

/publ/econ40.pdf. (Last accessed 17.08.2017).

136. Calvo G., Izquierdo A. On the Empirics of Sudden Stops: the Relevance of Balance-Sheet Effects. *NBER Working Paper*. 2004. No 10520. URL: <http://www.nber.org/papers/w10520.pdf>. (Last accessed 17.08.2017).

137. Canova F. Were Financial Crises Predictable? *Journal of Money, Credit and Banking*. 1994. Vol. 26 (1). P. 102–124.

138. Cardarelli R., Elekdag S., Lall S. Financial Stress and Economic Contractions *Journal of Financial Stability*. 2011. Vol. 7(2). P. 78–97.

139. Cecchetti S., Mohanty M., Zampolli F. The real effects of debt. *BIS Working papers*. September 2011. No 352. 34 p. URL: <http://www.bis.org/publ/othp16.pdf>. (Last accessed 17.08.2017).

140. Chant J., Lai A., Illing M., Daniel F. Financial stability as a policy goal. 2003. URL: <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/01/tr95.pdf>. (Last accessed 17.08.2017).

141. Chinn M. A Primer on Real Effective Exchange Rates: Determinants, Overvaluation, Trade Flows and Competitive Devaluation. *Open Economies Review*. 2006. Vol. 17 (1, Jan). P. 115-143. – URL: http://www.ssc.wisc.edu/~mchinn/primer_OER.pdf. (Last accessed 12.08.2016).

142. Clark C. *The Conditions of Economic Progress*. London: Macmillan, 1940. 504 p.

143. Cochrane J.H. Understanding policy in the great recession: Some unpleasant fiscal arithmetic. *European Economic Review*. 2011. No 55(1). P. 2–30.

144. Credit to the non-financial sector. Bank for International Settlements official website. URL: <http://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>. (Last accessed 17.10.2017).

145. Crockett A. *The theory and practice of financial stability*. Princeton: Essays in international finance. 1997. No. 203. 52 p.

146. Dornbusch R., Goldfajn I., Valdés R. Currency Crises and Collapses. *Brooking Papers on Economic Activity*. 1995. No 2. P. 219–270.

147. Drehmann M., Juselius M. Do debt service costs affect macroeconomic and financial stability? *BIS Quarterly Review*. 2012. September. P. 21–35.

148. Edwards S. Real Exchange Rates in the Developing Countries: Concepts and Measurement. *NBER Working Paper*. 1989. No 2950. 60 p. URL: <http://www.nber.org/papers/w2950.pdf>. (Last accessed 17.08.2017).

149. Ellis L. Measuring the Real Exchange Rate. *Research Discussion Paper, Reserve Bank of Australia*. 2001. No 04. URL: <http://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2001/nov/pdf/bu-1101-2.pdf>. (Last accessed 17.08.2017).

150. Ferguson R. Should financial stability be an explicit central bank objective? *BIS Working Paper*. 2003. No 18. P. 7–15.

151. Fiscal consolidation: targets, plans and measures. *OECD Journal on Budgeting*. 2011. Vol. 11/2. 55 p. URL: <http://www.oecd.org/gov/budgeting/Fiscal%20Consolidation%20Targets,%20Plans%20and%20Measures.pdf>. (Last accessed 07.07.2016).

152. German Stability Programme 2012 / European Commission official website. URL: http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/nd/sp2012_germany_en.pdf. (Last accessed 14.08.2017).

153. Global cities report / Knight Frank official website. URL: <http://www.knightfrank.com/research/global-cities-report-2018-4987.aspx>

154. Gregory P. P., Stuart R. S. Comparative Economic Systems. Boston: Houghton Mufflin Company, 1995. 623 p.

155. Herndon T., Ash M., Pollin R. Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff. URL: http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_301-350/WP322.pdf. (Last accessed 06.07.2017).

156. Imbalances and Growth Update of Staff Sustainability Assessments for G-20 Mutual Assessment Process. International Monetary Fund. 2013. September. URL: <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/map2013/map2013.pdf>. (Last accessed 05.12.2015).

157. Izák V. Private and Public Debt. *European Financial and Accounting Journal*. 2014. Vol. 9, Iss. 1. P. 4–21. - URL: https://www.econstor.eu/bitstream/10419/109917/1/efaj_vol9_iss1_112.pdf.

158. Kahn G. Taylor Rule Deviations and Financial Imbalances. *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*. 2010. No 2. P. 63–99.
159. Kaminsky G., Lizondo S., Reinhart C. Leading Indicators of Currency Crises. *IMF Staff Papers*. 1998. Vol. 45 (March). P. 1–48.
160. Kindleberger C. The Debt Situation of Developing Countries in Historical Perspective. London: Praeger, 1978. P. 3–11.
161. Koch E. The measurement of effective exchange rates. *BIS Working Paper*. 1984. No. 10. URL: <http://www.bis.org/publ/work10.pdf>. (Last accessed 08.12.2015).
162. Krugman P. Block Those Metaphors. *The New York Times*. 2010. 12 Dec. URL: <http://www.nytimes.com/2010/12/13/opinion/13krugman.html>. (Last accessed 11.12.2016).
163. Krugman P. A Model of Balance-of-Payments Crises. *Journal of Money, Credit and Banking*. 1979. No 8. P.311–325.
164. Lahnsteiner M. Private Sector Debt in CESEE EU Member States. *Focus on European Economic Integration*. 2013. Issue 3. P. 30–47. - Access mode: http://econpapers.repec.org/article/onboenbf/y_3a2013_3ai_3a3_3ab_3a2.htm. (Last accessed 15.11.2016).
165. Lennox C. Identifying Failing Companies: A Reevaluation of the Logit, Probit and DA Approaches. *Journal of Economics and Business*. 1999. Vol. 51, issue 4. P. 347–364. (Last accessed 05.11.2017).
166. Liutyi I., Osetska D. Macrotheoretical foundations of fiscal consolidation. *Bulletin of Taras Shevchenko National University of Kyiv. Economics*. 2016. Vol. 6 (183). P. 6–9.
167. Loayza N., Ranciere R. Financial development, financial fragility, and growth. *Journal of Money, Credit, and Banking*. 2006. Vol. 38. No 4. P.1051–1076.
168. Macroeconomic imbalances procedure. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&pcode=tipspc20&language=en>. (Last accessed 05.11.2017).
169. Macroeconomic Overview. URL <http://data.un.org/Explorer.aspx?d=KI>. (Last accessed 05.11.2017).

170. McCann B. Is the Stock Market Expensive? The Cyclically Adjusted Price–to-Earnings Ratio. *Nasdaq*. 2015. June 22. URL: <http://www.nasdaq.com/article/is-the-stock-market-expensive-the-cyclically-adjusted-pricetoearnings-ratio-cm489352#ixzz3xV7EAiFA>. (Last accessed 05.11.2017).

171. Mian A., Sufi A. More Evidence Supporting the House of Debt. *House of Debt*. 2014. August 8. URL: <http://houseofdebt.org/2014/08/08/more-evidence-supporting-the-house-of-debt.html>. (Last accessed 22.11.2016).

172. Miguel P-A., S-N. Marcos Granger causality between debt and growth: Evidence from OECD countries. *International Review of Economics and Finance*. 2015. No 35. P. 66–77.

173. Minsky H. The Financial Instability Hypothesis. *The Jerome Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*. 992. No. 74. 10 p.

174. Mishkin F. Global Financial Instability: Framework, Events, Issues. *Journal of Economic Perspectives*. 1999. Vol. 13. P. 3–20.

175. Moghadam R., Ostry J., Sheehy R. The Staff Report on Assessing Reserve Adequacy. *IMF Working Papers*. April 2015. 53 p. – URL: http://www.nefiactioncenter.com/PDF/imf_reserves.pdf. (Last accessed 22.11.2016)

176. Novosyolova O. Influence of the state debt on the financial stability: the current environment and risks. *Modern determinants of fiscal policy: local and international dimension*: monograph / edited by Doctor of Economics, Prof. Andriy Krysovaty, Doctor of Economics, Prof. Andrzej Gospodarowicz. Wroclaw: 2016. P. 146–155.

177. Novosolova O. S. Conceptual aspects of formation and monitoring of financial imbalances. *Economic and social development of Ukraine in XXI century: national vision and globalization challenges*: Collection of scientific articles. Dradt2Digital Publishing House, 2017. P. 104–106.

178. Polterovich V., Popov V. Accumulation of Foreign Exchange Reserves and Long Term Growth. *MPRA Paper*. 2004. No 20069. Munich: Munich Personal RePEc Archive. 56 p.

179. Price R. The Political Economy of Fiscal Consolidation. *OECD Economics*

Department Working Papers. 2010. No 776. 43 p.

180. Public finances in EMU – 2006. *European Economy*. 2006. No 3. 63 p. URL: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication423_en.pdf. (Last accessed 20.10.2017).

181. Rationale, Process, Application: A Compendium. URL: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip039_en.pdfhttp://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip039_en.pdf. (Last accessed 20.10.2017).

182. 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. URL: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:306:0025:0032:EN:PDF>. (Last accessed 20.10.2017).

183. Reinhart C., Rogoff K. Growth in a Time of Debt. *National Bureau of Economic Research Working Paper*. 2010. No 15639. 26 p. URL: [http://www.nowandfutures.com/d3/Growth_in_Time_Debt\(reinhart_rogoff\).pdf](http://www.nowandfutures.com/d3/Growth_in_Time_Debt(reinhart_rogoff).pdf). (Last accessed 20.06.2016).

184. Rosenberg L. Dealing with Private Debt Distress in the Wake of the European Financial Crisis: A Review of the Economics and Legal Tool box. *IMF Working Paper*. 2013. No 13/44. 21 p. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1344.pdf>. (Last accessed 20.10.2017).

185. S&P/Case-Shiller Home Price Indices Methodology, February 2015, 43 p. (Last accessed 19.07.2017).

186. Sachs J. An Overview of Stabilization Issues Facing Economics in Transition. *CISP*. 1997. URL: http://www.cisp/org.ua/cisp_uk.nsf/CISP-Jeffrey-Sachs-02-Ukr?OpenForm. (Last accessed 08.05.2017).

187. Schinasi G. Safeguarding financial stability: theory and practice. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2005. 36 p.

188. Schoenmaker D., Wiertz P. Macroprudential Policy: The Need for a Coherent Policy Framework. *DSF policy paper*. 2011. No 13. URL: <http://www.dsf.nl/wp-content/uploads/2014/10/DSF-policy-paper-No-13-Macroprudential.pdf>. (Last accessed 08.09.2017).

189. Schwartz A., Bordo D., Friedman M. *Money in Historical Perspective*. Chicago: University of Chicago Press, 1987. 449 p.
190. Shirley A. A question of priorities: going private. *Knight Frank Blog*. 2017. March 01. URL: <http://www.knightfrank.com>. (Last accessed 08.10.2017).
191. Sovereign Default and Recovery Rates, 1983-2010. URL: <https://www.moodys.com/Pages/GuideToDefaultResearch.aspx>. (Last accessed 15.10.2017).
192. Stability and Growth Pact. URL: http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/. (Last accessed 08.10.2017).
193. Teles V. K., Mussolini C. Public debt and the limit of fiscal policy to increase economic growth. *European Economic Review*. 2014. No 66. P. 1–15.
194. The Good, the Bad, and the Ugly: 100 Years of Dealing with Public Debt Overhangs. *IMF World Economic Outlook*. Chapter 3. Wash. (D.C.): IMF. Oct 2012. P. 101–127.
195. World Economic Outlook Database URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/02/weodata/index.aspx>. (Last accessed 08.10.2017).

ДОДАТКИ

Підходи до визначення поняття «система»

Джерело	Визначення
Базилевич В.Д. [3, с. 65]	Система є сукупністю взаємозв'язаних і розміщених у належному порядку елементів певного цілісного утворення
Великий економічний словник [12, с. 1017]	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
Економико-математический энциклопедический словарь [122, с. 479]	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
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

Продовження додатку Б

1	2
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
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

Продовження додатку Б

1	2
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

*Складено на основі джерела [57]

**ООП – орієнтовані на отримання прибутку

***НКО – некомерційні організації

Додаток В

Показники фінансової безпеки

Показник	Порядок розрахунку
1	2
1. Банківська безпека	
Частка простроченої заборгованості за кредитами в загальному обсязі кредитів, наданих банками резидентам України, відсотків	прострочена заборгованість за кредитами, млн. гривень / кредити надані, млн. гривень x 100
Співвідношення банківських кредитів та депозитів в іноземній валюті, відсотків	кредити, надані резидентам, млн. гривень / депозити, залучені депозитними корпораціями від резидентів, млн. гривень 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. гривень + кредити, надані резидентам строком понад 5 років, млн. гривень) / (депозити, залучені від резидентів строком від 1 до 5 років, млн. гривень + депозити, залучені від резидентів строком понад 5 років, млн. гривень)
Рентабельність активів, відсотків	-
Співвідношення ліквідних активів до короткострокових зобов'язань, відсотків	-
Частка активів п'яти найбільших банків у сукупних активах банківської системи, відсотків	обсяг активів п'яти найбільших банків за розмірами активів, млн. гривень / активи банків, усього, млн. гривень
2. Безпека небанківського фінансового сектору	
Рівень проникнення страхування (страхові премії до ВВП), відсотків	валові страхові премії, млн. гривень / ВВП, млн. гривень x 100
Рівень капіталізації лістингових компаній, відсотків ВВП	-
Рівень волатильності індексу Першої фондової торговельної системи (далі - ПФТС), кількість критичних відхилень (-10 відсотків)	$\sum_{t=1}^T K_i$ <p>де</p> $K_i = \begin{cases} 0, & \text{Tr ПФТС} \geq 90 \text{ відсотків} \\ 1, & \text{Tr ПФТС} < 90 \text{ відсотків} \end{cases}$ <p>при $\text{Tr ПФТС} = \text{індекс ПФТС}_t / \text{індекс ПФТС}_{t-1} \times 100$, t - кожна п'ятниця періоду</p>
Частка надходжень страхових премій трьох найбільших страхових компаній у загальному обсязі надходжень страхових премій (крім страхування життя), відсотків	обсяг надходжень страхових премій трьох найбільших страхових компаній (крім страхування життя), млн. гривень / загальний обсяг надходжень страхових премій, млн. гривень
3. Боргова безпека	

Продовження додатку В

1	2
Відношення обсягу державного та гарантованого державою боргу до ВВП, відсотків	обсяг державного та гарантованого боргу, млн. гривень / ВВП, млн. гривень x 100
Відношення обсягу валового зовнішнього боргу до ВВП, відсотків	обсяг валового зовнішнього боргу, млн. доларів США x середній курс гривні до долара США / ВВП, млн. гривень x 100
Середньозважена дохідність облігацій внутрішньої державної позики (далі - ОВДП) на первинному ринку, відсотків	-
Індекс EMBI (Emerging Markets Bond Index) + Україна	-
Відношення обсягу офіційних міжнародних резервів до обсягу валового зовнішнього боргу, відсотків	обсяг офіційних резервних активів, млн. доларів США / обсяг валового зовнішнього боргу, млн. доларів США x 100
4. Бюджетна безпека	
Відношення дефіциту/профіциту державного бюджету до ВВП, відсотків	дефіцит державного бюджету, млн. гривень / ВВП, млн. гривень x 100
Дефіцит/профіцит бюджетних та позабюджетних фондів сектору загальнодержавного управління, відсотків до ВВП	(дефіцит сектору загальнодержавного управління, млн. гривень - дефіцит зведеного бюджету, млн. гривень) / ВВП x 100
Рівень перерозподілу ВВП через зведений бюджет, відсотків	доходи зведеного бюджету, млн. гривень / ВВП, млн. гривень x 100
Відношення обсягу сукупних платежів з обслуговування та погашення державного боргу до доходів державного бюджету, відсотків	(обслуговування державного боргу, млн. гривень + погашення державного боргу, млн. гривень) / доходи державного бюджету, млн. гривень 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, гривень	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, відсотків	кредити, надані резидентам у іноземній валюті, млн. гривень / кредити, надані резидентам, млн. гривень x 100
Сальдо купівлі-продажу населенням іноземної валюти, млрд. доларів США	обсяг валюти, проданої населенню, млрд. доларів США - обсяг валюти, купленої банками в населення, млрд. доларів США

Продовження додатку В

1	2
Рівень доларизації грошової маси, відсотків	(переказні депозити в іноземній валюті, млн. гривень + інші депозити в іноземній валюті, млн. гривень + цінні папери, крім акцій в іноземній валюті, млн. гривень) / грошова маса (М3) x 100
6. Грошово-кредитна безпека	
Питома вага готівки поза банками в загальному обсязі грошової маси (M0/M3), відсотків	готівкові кошти в обігу поза депозитними корпораціями (M0), млн. гривень / грошовий агрегат M3 (грошова маса), млн. гривень 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, відсотків
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), відсотків	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. доларів 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
603W	із них: Частка в сукупних валових кредитах: Нижня Сахара

Продовження додатку Д

1	2
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: Близьній 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 кредитування до ВВП, %
2005	654,9	3 575	5,05	18053,8	441452	4,2
2006	459,1	5 468	5,05	27613,4	544153	5,2
2007	2707,1	10 378	5,05	52408,9	720731	7,6
2008	-1182,4	12 703	7,7	97813,1	948056	10,2
2009	-30273,0	3 023	7,99	24153,8	913345	-0,7
2010	14072,2	8 655	7,96	68893,8	1082569	7,7
2011	73691,0	11 117	7,99	88824,8	1316600	12,3
2012	36454,1	11 517	7,99	92020,8	1408889	9,1
2013	101203,0	6 789	7,99	54244,1	1454931	10,7
2014	179064,0	-8 512	11,89	-101207,7	1566728	5,0
2015	-274653,0	-3 152	21,85	-68871,2	1979458	-17,4
2016	-81132,0	567	25,55	14486,9	1649740	-4,0

*Розраховано автором за даними [20; 103; 106]

Додаток Ж

Розрахунок індикатора співвідношення індексу ПФТС та фінансового результату діяльності підприємств до оподаткування

Рік	ПФТС	Фінансовий результат до оподаткування, млрд. грн.	Дефлятор кінцевих споживчих витрат, %	Фін. рез./Дефлятор	ПФТС/Фін. Результат
1996	-	11,86	70,6	6,95	-
1997	-	10,67	19,2	8,95	-
1998	-	2,50	9,8	2,27	-
1999	-	5,98	24,9	4,78	-
2000	-	13,93	24,9	11,16	-
2001	-	18,74	12	16,73	-
2002	-	14,64	3,8	14,11	-
2003	-	19,64	7,7	18,24	-
2004	-	44,58	15,1	38,73	-
2005	352,97	64,37	18,6	54,28	20,03
2006	498,86	76,25	10,9	68,76	20,96
2007	1174,02	135,90	14,8	118,38	33,79
2008	301,42	57,91	23,4	46,93	7,69
2009	572,91	-45,01	15,9	-38,84	16,44
2010	975,08	58,33	11,2	52,46	25,02
2011	534,43	122,21	9,6	111,51	11,03
2012	328,69	101,88	3,9	98,06	5,78
2013	300,53	29,28	2,5	28,57	5,19
2014	386,92	-523,59	14,6	-456,88	46,50
2015	240,7	-340,13	42,1	-239,36	-11,44
2016	265,15	82,00	16,5	70,39	-12,70

Додаток З

Міжнародна інвестиційна позиція України, млрд. дол. США*

Стаття балансу	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
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
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
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
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
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
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
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
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
- 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
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
- 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
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

*Складено автором за даними [103]

Результати тесту причинності Гренжера*

Країна	Лаг									
	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	-	-

*Розраховано автором

Розрахункові значення інтегрального індикатора фінансових дисбалансів в Україні

Рік	comp_1	comp_2	comp_3	comp_4	comp_5	comp_6	ID	Нормалізоване значення
2006	6,240163	8,211373	0,728026	1,031098	19,47538	0,40343	36,1	0,68
2007	5,767835	13,23771	0,910032	1,506989	31,26178	0,413151	53,1	1,00
2008	4,981551	3,012665	1,865566	2,022538	27,7208	0,330521	39,9	0,75
2009	4,901795	6,4406	5,217517	-0,1388	-1,06229	0,32566	15,7	0,29
2010	3,835578	9,801935	-0,94037	1,526818	4,805613	0,330521	19,4	0,36
2011	3,173254	4,321157	-2,68459	2,438942	4,451515	0,257612	12,0	0,22
2012	3,273322	2,264396	-5,56636	1,804421	2,175172	0,179842	4,1	0,07
2013	2,863535	2,033255	-1,39538	2,121682	6,019663	0,16526	11,8	0,22
2014	4,247717	16,21703	5,82524	0,99144	6,840737	0,063188	34,2	0,64
2015	4,36661	-4,48178	3,882803	-3,45021	8,953616	0,126376	9,4	0,17
2016	3,366829	-4,9754	0,667357	-0,79315	1,922245	0,155539	0,3	0,00

Підходи до визначення поняття «фіскальна консолідація»

Автор	Визначення
1	2
ОЕСР [151]	Фіскальна консолідація – це державна політика, спрямована на скорочення дефіциту бюджету та акумульованого державного боргу.
Дж. Сакс [185]	Основною метою фіскальної консолідації є ліквідація фіскального та квазі-фіскального дефіцитів, що, на переконання вченого, є причинами інфляції.
Р. Прайс [178, с. 5]	Фіскальна консолідація – це підтримання бюджетного балансу, який стабілізує бюджетні дефіцити та державний борг на певному специфічному рівні. У широкому розумінні та виходячи із нормативного погляду, фіскальна консолідація може бути визначена як політичний процес, що вживається для досягнення стійкості бюджетного балансу, де стійкість розуміється як випуск боргових зобов'язань для фінансування урядових видатків в обсягах, які не впливають на досягнення макроекономічних цілей щодо запобігання інфляційним наслідкам надмірних урядових запозичень, викривлення алокації ресурсів та несправедливого міжгенераційного перерозподілу.
А. Крисоватий [108, с. 156]	Фіскальна консолідація передбачає оптимізацію доходів і видатків бюджету для зменшення бюджетного дефіциту та державного боргу.
А. Соколовська та Л. Райнова [102, с. 64]	Політику фіскальної консолідації у вузькому значенні можна визначити як політику використання податкових і бюджетних інструментів для безпосереднього зміцнення бюджету й державних фінансів загалом, а в широкому значенні - як політику використання цих інструментів для безпосереднього стимулювання економічного зростання та, на цій основі, оздоровлення державних фінансів.
Н. Дрозд [23, с. 59]	Фіскальна консолідація - це оптимізація доходів або витрат для зменшення державного боргу та бюджетного дефіциту з метою забезпечення фіскальної стійкості. Більшість країн проводить фіскальну консолідацію за допомогою скорочення витрат, а не зростання податків, що, в свою чергу, є більш виправданим.
Т. Дулік і Т. Александрюк [24]	Фіскальна консолідація є складною багатоаспектною системою обґрунтованих заходів, пов'язаних із формуванням та використанням фінансових ресурсів держави, практична реалізація яких вимагає комплексного підходу.
А. Зубрицький [31, с. 95]	Фіскальна консолідація має на меті обмеження сукупного попиту в економіці, а також є превентивним заходом із запобігання виникненню надмірних дефіцитів публічного сектору. Також науковець констатує позитивний вплив фіскальної заощадливості на експорт.
В. Козюк [114, с. 8]	Фіскальна консолідація є одним з принципових і складних варіантів відновлення відносної збалансованості та коінтегрованості у сфері доходів, видатків, дефіцитів і боргів держави.

Продовження додатку Л

1	2
О. Крупей [38, с. 14]	Фіскальна консолідація є діями уряду, зорієтованими на зменшення величини державного боргу та обсягу бюджетного дефіциту в країні за умови використання коінтеграційних інструментів, представлених у формі податкових надходжень і бюджетних видатків, які мають характер спеціальної політики терміном використання до 5 років. Наслідок їхньої реалізації виявляється у зменшенні глибини боргової кризи та тривалості рецесії у країні, а також в економічному зростанні.
Л. Лисяк [42]	Фіскальна консолідація є антикризовою політикою модернізації фінансових відносин у координатах «держава – бізнес - суспільство» на глобальному та регіональному рівнях з метою стабілізації суспільних фінансів певної країни задля досягнення кращого рівня життя населення у середньостроковому та довгостроковому періодах.
Р. Шава [120, с. 21]	Фіскальну консолідацію доцільно розглядати як систему реформування фіскальної сфери, спрямовану на підвищення стійкості державних фінансів.



МІНІСТЕРСТВО ФІНАНСІВ УКРАЇНИ

(Мінфін)

вул. Грушевського, 12/2, м. Київ, 01008, тел. (044) 206-59-47, 206-59-48, факс 425-90-26
E-mail: infomf@minfin.gov.ua Код ЄДРПОУ 00013480

На № 08.11.2017 від № 10010-38-17/30663

Спеціалізованій вченій раді Д 58.082.01
Тернопільського національного
економічного університету

ДОВІДКА


**про впровадження результатів дисертаційної роботи
асистента кафедри фінансів, банківської справи та страхування
Херсонського національного технічного університету
Новосьолової Олени Сергіївни
«Фінансові дисбаланси в економічній системі держави»**

У дисертації Новосьолової Олени Сергіївни на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит, виконаної на тему: «Фінансові дисбаланси в економічній системі держави», досліджено економічну природу фінансових дисбалансів, визначено особливості їх прояву та оцінено можливі ризики для стабільного функціонування фінансової системи держави.

Зокрема, автором обґрунтовано, що підсумком накопичення фінансових дисбалансів є генерування надмірних боргових зобов'язань інституційними секторами економіки, зокрема і державним. Рекомендації дисертанта щодо імплементації у вітчизняну практику європейського досвіду розрахунку боргу сектору загального державного управління та включення цього показника до методики визначення рівня фінансової безпеки дозволять більш ефективно враховувати наявні та потенційні боргові ризики. Наукові обґрунтування граничного рівня державного боргу (боргу СЗДУ) можуть бути використані в процесі встановлення оптимального рівня боргового навантаження на державні фінанси. Запропоновані автором напрями розбудови та ключові елементи системи управління державним боргом знайшли практичне застосування у роботі Міністерства фінансів України.

270855 *

Заступник Міністра фінансів України


А.І. Граділь

Продовження додатку М



УКРАЇНА

ХЕРСОНЬСЬКА ОБЛАСНА РАДА

пл. Свободи, 1, м. Херсон, Херсонська область, 73003, тел. (0552) 42-54-08,
тел./факс 32-13-27, 45-51-89, e-mail: oblrada_ks@hotmail.com
Код ЄДРПОУ 24121079

25.10.2017 № 25-214-400/11

На № _____ від _____

Спеціалізованій вченій раді Д 58.082.01
Тернопільського національного
економічного університету

ДОВІДКА

**про практичне застосування результатів дисертаційної роботи
асистента кафедри фінансів, банківської справи та страхування
Херсонського національного технічного університету
Новосьолової Олени Сергіївни
«Фінансові дисбаланси в економічній системі держави»**

Пропозиції дисертаційної роботи Новосьолової О.С. використані Херсонською обласною радою при формуванні муніципальної боргової політики в регіоні. При цьому підтверджується актуальність дисертації, її теоретичне, методичне і практичне значення.

Науково-практичні розробки Новосьолової О.С. щодо мінімізації боргових дисбалансів враховані при формуванні пропозицій по внесенню змін до чинного законодавства та знайшли відображення у Стратегії розвитку Херсонської області на період до 2020 року.

Особливу цінність представляє проаналізований дисертантом з критичних позицій стан муніципальної боргової політики та боргового менеджменту в Україні. Апробація у практичній діяльності висновків та пропозицій автора щодо вдосконалення управління борговими джерелами формування ресурсів міських бюджетів дозволила оптимізувати аналітичну роботу на стадії планування бюджетних показників. Надані рекомендації щодо ефективного управління місцевим боргом забезпечать при їх практичному впровадженні корекцію фіскальних асиметрій та дисбалансів, сприяючи, у підсумку, досягненню рівноваги муніципальних фінансів.

Заступник голови обласної ради

В.В.Булюк

Продовження додатку М



ХЕРСОНСЬКА ОБЛАСНА ДЕРЖАВНА АДМІНІСТРАЦІЯ
 ДЕПАРТАМЕНТ ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ ТА ТОРГІВЛІ
 пл. Свободи, 1, м. Херсон, 73000, тел. (0552) 22-44-25, факс: 49-81-25
 e-mail: dp-ekon@khoda.gov.ua, web: http:// www.oda.kherson.ua
 Код ЄДРПОУ 38697741

№ _____
 На № _____ від _____

Спеціалізованій вченій раді Д 58.082.01
 Тернопільського національного
 економічного університету

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційної роботи

Новосолової Олени Сергіївни

Результати дисертації Новосолової О.С., асистента кафедри фінансів, банківської справи та страхування Херсонського національного технічного університету, на тему: «Фінансові дисбаланси в економічній системі держави» підготовлені для захисту на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

В роботі Департаменту економічного розвитку та торгівлі Херсонської обласної державної адміністрації враховано пропозиції автора щодо методичних засад розрахунку інтегрального індикатора фінансових дисбалансів та формалізації впливу фінансових дисбалансів на динаміку економічного зростання, що дозволило оцінити можливі сценарії соціально-економічного розвитку Херсонської області.

Практичні рекомендації дисертаційної роботи здобувача використані Департаментом економічного розвитку та торгівлі Херсонської обласної державної адміністрації при підготовці прогнозів економічного і соціального розвитку Херсонської області на середньостроковий період.



Заступник директора Департаменту

І.О.Пшенична

І.О.Пшенична

Департамент економічного розвитку та торгівлі облдержадміністрації
 05-17-1419/0/17/612-1006 від 20.11.2017



Продовження додатку М



ДЕРЖСТАТ
ГОЛОВНЕ УПРАВЛІННЯ СТАТИСТИКИ У ХЕРСОНСЬКІЙ ОБЛАСТІ

вул. Філагова, 24, м. Херсон, 73027 тел. (0552) 22-42-54, факс (0552) 49-53-79
E-mail: oblstat@ks.ukrstat.gov.ua Web: www.ks.ukrstat.gov.ua Код ЄДРПОУ 02362664

14.11.2017

№

17-19/07

На №

від

Г
Спеціалізованій
вченій раді Д 58.082.01
Тернопільського національного
економічного університету

ДОВІДКА

**про впровадження результатів дисертаційної роботи
асистента кафедри фінансів, банківської справи та страхування
Херсонського національного технічного університету
Новосьолової Олени Сергіївни
«Фінансові дисбаланси в економічній системі держави»**

Головним управлінням статистики у Херсонській області розглянуто результати дисертації Новосьолової Олени Сергіївни на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит, виконаної на тему: «Фінансові дисбаланси в економічній системі держави». Як позитивний висновок, можна відзначити, що у роботі наведено авторське бачення підходів до ідентифікації та оцінки фінансових дисбалансів у вітчизняній економічній системі через визначення переліку та порогових значень індикаторів фінансових дисбалансів для проведення оцінки рівня фінансової збалансованості.

Пропозиції здобувача щодо удосконалення методики визначення індексу цін на житлову нерухомість, обсягу фінансування приватного сектора економіки і його сукупного боргу, що враховує заборгованість сектору нефінансових корпорацій та домашніх господарств, а також некомерційних організацій, які обслуговують домашні господарства, дозволяють вирішити проблему відсутності та неспівставності статистичних даних, які можна використати при оцінці фінансових дисбалансів в Україні, із аналогічними показниками європейської статистики.

Обґрунтовані автором напрями розбудови системи індикаторів, що характеризують фінансові дисбаланси, враховані Головним управлінням статистики у Херсонській області при внесенні пропозицій щодо удосконалення нормативно-правової бази з питань державного статистичного обліку.

Начальник



В.А.Вознюк

Продовження додатку М



МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ХЕРСОНСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ТЕХНІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

Бериславське шосе, 24, м. Херсон, 73008, Тел.: +38 (0552) 326910 E-mail: kntu@kntu.net.ua

№ 12-05/240 « 01 » 11 2017р.
на № _____ від _____

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження
асистента кафедри фінансів, банківської справи та страхування
Херсонського національного технічного університету
Новосолової Олени Сергіївни
у навчальний процес

Результати науково-дослідної роботи асистента кафедри фінансів, банківської справи та страхування Херсонського національного технічного університету Новосолової О.С. за темою дисертації «Фінансові дисбаланси в економічній системі держави» на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук впроваджені кафедрою фінансів, банківської справи та страхування у навчальний процес при викладенні курсів «Державні фінанси», «Управління державним боргом», «Фіскальна безпека», «Бюджетна система» та «Бюджетний менеджмент».

Довідка видана для представлення у спеціалізовану вчену раду Д 58.082.01 Тернопільського національного економічного університету.

Ректор



Ю.М. Бардачов

Опубліковані праці апробаційного характеру

№	Назва конференції	Місце проведення	Дата проведення (із зазначенням числа, місяця, року)	Форма участі
1	2	3	4	5
1	XIII Міжнародна науково-практична конференція «Теорія і практика сучасної економіки»	м. Черкаси	12.11.2012. р.	заочна
2	X Ювілейна Міжнародна науково-практична конференція молодих вчених «Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації»	м. Тернопіль	21–23.02.2013 р.	очна
3	Международная научно-практическая конференция «Актуальные вопросы развития финансовой сферы стран и регионов»	г. Махачкала, Российская Федерация	13.04.2013 г.	заочна
4	Всеукраїнська науково-практична конференція «Фінансова системи України: становлення та розвиток»	м. Острог	17-18.05.2013 р.	заочна
5	IX Міжнародна науково-практична конференція «Фінансова система держави: проблеми та перспективи розвитку»	м. Київ	9.12.2013 р.	заочна
6	Міжнародна науково-практична конференція «Сучасні проблеми та механізми фінансового управління»	м. Харків	12–13.12.2013 р.	заочна
7	Міжнародна науково-практична конференція «Фінансова система країни: тенденції та перспективи розвитку»	м. Острог	13–14.06.2014 р.	очна
8	XI Міжнародної науково-практичної конференції «Світові тенденції та перспективи розвитку фінансової системи України»	м. Київ	30–31.10.2014 р.	заочна
9	Міжнародна науково-практична конференція «Фактори впливу на формування та розвиток фінансової системи України»	м. Львів	28–29.11.2014 р.	заочна
10	Всеукраїнська науково-практична конференція з міжнародною участю «Проблеми та розвиток економічних систем в умовах глобальної нестабільності»	м. Миколаїв	28–29.11.2014 р.	заочна

Продовження додатку Н

1	2	3	4	5
11	Міжнародна науково-практична конференція «Актуальні проблеми модернізації економіки та фінансової системи України»	м. Черкаси	28–29.11.2014 р.	заочна
12	XII Міжнародна науково-практична конференція молодих вчених «Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна візія та виклики глобалізації»	м. Тернопіль	26-27.03.2015 р.	очна
13	Всеукраїнська науково-практична конференція «Розвиток фінансової системи України в умовах економічних перетворень»	м. Київ	15–16.04.2015 р.	заочна
14	I Міжнародна науково-практична конференція «Фінансово-кредитна система: вектор розвитку для України»	м. Ужгород	23-25.04.2015 р.	заочна
15	IV Науково-практична конференція студентів та молодих вчених «Фіскально-регулюючі аспекти соціально-економічного розвитку держави та регіонів»	м. Херсон	9.06.2015 р.	очна
16	Міжнародна науково-практична конференція «Проблеми та перспективи розвитку фінансів у сучасному світі»	м. Полтава	22–23.10.2015 р.	заочна
17	Міжнародна науково-практична конференція молодих вчених «Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна візія та виклики глобалізації»	м. Тернопіль	24–25.03.2016 р.	очна
18	Трансформація фіскальної політики України в умовах євроінтеграції: матеріали VIII науково-практичної інтернет-конференції	м. Ірпінь	1–15.12.2016 р.	заочна
19	Міжнародна науково-практична Інтернет-конференція «Модернізація економіки: виклики і можливості економічного зростання»	м. Київ	15.02.2017 р.	заочна

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

Наукові праці, в яких опубліковані основні наукові результати дисертації:

1. Новосьолова О.С., Сідельникова Л.П. Система управління державним боргом у механізмі забезпечення боргової безпеки. Сучасна парадигма фіскальної політики України в умовах формування суспільства сталого розвитку: монографія / за наук. ред. д-ра екон. наук, проф. А.І. Крисоватого. Тернопіль: ТНЕУ, 2015. С. 255–278 (особистий внесок автора: виділено структурних елементів системи управління державним боргом) (0,5 д. а.).

2. Novosyolova O. Influence of the state debt on the financial stability: the current environment and risks. Modern determinants of fiscal policy: local and international dimension: monograph / edited by Doctor of Economics, Prof. Andriy Krysovaty, Doctor of Economics, Prof. Andrzej Gospodarowicz. Wroclaw: 2016. P. 146–155 (0,21 д. а.).

3. Новосьолова О. С., Сухоруко О. В. Оцінка боргової політики України та її вплив на стан державних фінансів. Таврійський науковий вісник. 2010. Вип. 73. С. 187–194 (особистий внесок автора: визначено пріоритетних напрямів боргової політики України) (0, 17 д. а.).

4. Новосьолова О. С. Особливості та тенденції державних запозичень в Україні. Економіка і держава. 2012. № 9. С. 69–71 (0, 12 д. а.).

5. Новосьолова О.С. Державний борг: діалектика теоретичних уявлень та оцінка сутності. Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка». 2013. Вип. 23. С. 169–173 (0, 21 д. а.).

6. Новосьолова О. С. Теоретичні аспекти побудови системи управління державним боргом. Економічний аналіз. 2013. Вип. 4. С. 301–307 (0, 29 д. а.).

7. Новосьолова О. С. Світова практика інституційного забезпечення управління державним боргом. Часопис економічних реформ. 2013. Вип. 4. С. 60–66 (0, 29 д. а.).

8. Новосьолова О. С. Боргова безпека як визначальний фактор макроекономічної стабільності держави. Збірник наукових праць Черкаського державного технологічного університету. Серія: Економічні науки. 2013. Вип. 35, Ч. 1. С. 123–128 (0, 25 д. а.).

9. Новосьолова О. С. Генеза державного боргу України та вітчизняні тенденції боргової політики. Науковий вісник Ужгородського університету. Серія «Економіка». 2014. Вип. 2. С. 143–147 (0, 21 д. а.).

10. Новосьолова О. С. Ідентифікація фінансових дисбалансів у контексті забезпечення боргової безпеки держави. Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія: Економічні науки. 2014. Вип. 8, Ч. 3. С. 160–164 (0, 21 д. а.).

11. Новосьолова О. С. Моніторинг показників внутрішньої розбалансованості у системі коригування фінансової нестабільності. Вісник Одеського національного університету. Серія: Економіка. 2015. Вип. 2/1, Том 20. С. 163–167 (0, 21 д. а.).

12. Новосьолова О. С. Зовнішні фінансові дисбаланси та їх зв'язок з показниками боргового сектору. Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки. 2016. Вип. 1. С. 170–177 (0, 33 д. а.).

13. Новосьолова О. С. Теоретико-організаційні засади подолання диспропорцій функціонування фінансової системи. *East European Scientific Journal*. 2016. № 8 (12), Vol. 3. P. 86–91 (0, 25 д. а.).

14. Новосьолова О. С. Економічна природа фінансових дисбалансів та їх вплив на макроекономічну динаміку. Молодий вчений. 2016. № 3. С. 138–142 (0, 21 д. а.).

15. Novosolova O. S. Conceptual aspects of formation and monitoring of financial imbalances. *Economic and social development of Ukraine in XXI century: national vision and globalization challenges: Collection of scientific articles*. Dradt2Digital Publishing House, 2017. P. 104–106 (0, 13 д. а.).

Опубліковані праці апробаційного характеру:

16. Новосьолова О. С. Ефективне управління державним боргом як вирішальний фактор боргової безпеки держави. Теорія і практика сучасної економіки: матер. XIII Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Черкаси, 10 листопада 2012 р.). Черкаси: ЧДТУ, 2012. С. 307-308 (0,04 д. а.).

17. Новосьолова О. С. Резерви формування доходів державного бюджету в умовах посилення боргових ризиків. Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації: матер. X Ювіл. Міжн. наук.-практ. конф. молодих вчених (м. Тернопіль, 21–23 лютого 2013 р.). Тернопіль: ТНЕУ, 2013. С. 128–129 (0,04 д. а.).

18. Новоселова Е. С. Оптимизация долговой политики как фактор снижения макрофинансовых рисков. Актуальные вопросы развития финансовой сферы стран и регионов: матер. Междунар. науч.-практ. конф. (г. Махачкала, 13 апреля 2013 г.). Махачкала: Издательский дом «Наука плюс», 2013. С. 111–114 (0,04 д. а.).

19. Новосьолова О. С. Концептуальні засади оцінки ролі державного боргу в фінансовій системі держави. Фінансова системи України: становлення та розвиток: матер. Всеукр. наук.-практ. конф. (м. Острого, 17–18 травня 2013 р.). Острого: Видавництво Національний університет «Острозька академія», 2013. С. 23–25 (0,06 д. а.).

20. Новосьолова О. С. Боргова безпека у системі макрофінансових ризиків. Фінансова система держави: проблеми та перспективи розвитку: матер. IX Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Київ, 9 грудня 2013 р.). Київ: ЕКОМЕН, 2013. С. 109–112. (0,08 д. а.).

21. Новосьолова О. С. Організаційна складова управління державним боргом: зарубіжний досвід та вітчизняна практика. Сучасні проблеми та механізми фінансового управління: матер. Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Харків, 12–13 грудня 2013 р.). Харків: Видавничий Дім «ІНЖЕК», 2013. С. 580–582 (0,06 д. а.).

22. Новосьолова О. С. Державний борг: вітчизняні тенденції та перспективи.

Фінансова система країни: тенденції та перспективи розвитку: матер. Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Острого, 13–14 червня 2014 р.). Острого: Видавництво Національний університет «Острозька академія», 2014. С. 65–68 (0,06 д. а.).

23. Новосьолова О. С. Боргова політика України: тенденції та ризики. Світові тенденції та перспективи розвитку фінансової системи України: матер. XI Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Київ, 30–31 жовтня 2014 р.). Київ, 2014. С. 236–239 (0,06 д. а.).

24. Новосьолова О. С. Концептуальна характеристика фінансових дисбалансів та особливості їх прояву. Фактори впливу на формування та розвиток фінансової системи України: матер. Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Львів, 28–29 листопада 2014 р.). Львів: ЛЕФ, 2014. С. 67–70 (0,08 д. а.).

25. Новосьолова О. С. Фінансові дисбаланси: ідентифікація та оцінка. Проблеми та розвиток економічних систем в умовах глобальної нестабільності: матер. Всеукр. наук.-практ. конф. з міжнар. участю (м. Миколаїв, 28–29 листопада 2014 р.). Миколаїв: Видавничий дім «Гельветика», 2014. С. 172–175 (0,07 д. а.).

26. Новосьолова О. С. Фінансові дисбаланси та їх співвідношення з іншими категоріями фінансової нестабільності: Актуальні проблеми модернізації економіки та фінансової системи України: матер. Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Черкаси, 28–29 листопада 2014 р.). Черкаси: ЧДТУ, 2014. С. 83–85 (0,06 д. а.).

27. Новосьолова О. С. Фінансові дисбаланси: економічна природа та специфіка ідентифікації. Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна візія та виклики глобалізації: матер. XII Міжнар. наук.-практ. конф. молодих вчених (м. Тернопіль, 26–27 березня 2015 р.). Тернопіль: Астон, 2015. С. 180–181 (0,04 д. а.).

28. Новосьолова О. С. Внутрішні фінансові дисбаланси: сутність та форми прояву. Розвиток фінансової системи України в умовах економічних перетворень: матер. Всеукр. наук.-практ. конф. (м. Київ, 15–16 квітня 2015 р.). Київ: КНТЕУ, 2015. С. 40–41 (0,04 д. а.).

29. Новосьолова О. С. Внутрішня незбалансованість як характерна ознака сучасного стану фінансової системи України. Фінансово-кредитна система: вектор

розвитку для України: матер. I Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Ужгород, 23–25 квітня 2015 р.). Ужгород: ПРАТ Видавництво «Закарпаття», 2015. С. 109–112 (0,08 д. а.).

30. Новосьолова О. С. Управління державним боргом як засіб нівелювання фінансових дисбалансів. Фіскально-регулюючі аспекти соціально-економічного розвитку держави та регіонів: матер. IV Наук.-практ. конф. студ. та мол. вчених (м. Херсон, 9 червня 2015 р.). Херсон: ХНТУ, 2015. С. 170–176 (0,15 д. а.).

31. Новосьолова О. С. Форми прояву зовнішніх фінансових дисбалансів та їх вплив на стійкість фінансової системи. Проблеми та перспективи розвитку фінансів у сучасному світі: матер. Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Полтава, 22–23 жовтня 2015 р.). Полтава: ПУЕТ, 2015. С. 30–32 (0,06 д. а.).

32. Новосьолова О. С. Механізми оцінки асиметрій боргового сектору України. Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна візія та виклики глобалізації: матер. XI Міжнар. наук.-практ. конф. мол. вчених (м. Тернопіль, 25–26 березня 2016 р.). Тернопіль: «Вектор», 2016. С. 143–144 (0,04 д. а.).

33. Новосьолова О. С. Обґрунтування впливу державного боргу на економічне зростання. Трансформація фіскальної політики України в умовах євроінтеграції: матер. VIII Наук.-практ. інтернет-конф. (м. Ірпінь, 1–15 грудня 2016 р.). Ірпінь, 2016. С. 219–221 (0,06 д. а.).

34. Новосьолова О. С. Оцінка впливу боргів приватного сектора на макроекономічну динаміку. Модернізація економіки: виклики і можливості економічного зростання: матер. Міжн. наук.-практ. Інтернет-конф. (м. Київ, 15 лютого, 2017 р.). Київ, 2017. С. 106–109 (0,06 д. а.).