

МЕТОДОЛОГІЧНИЙ ПІДХІД ДО ОЦІНКИ ГНУЧКОСТІ ФІНАНСОВОГО РИНКУ В УМОВАХ ЦИКЛІЧНОГО РОЗВИТКУ ЕКОНОМІКИ

© 2014 ЛАКТИОНОВА О. А.

УДК 658.15

Лактіонова О. А.

Методичний підхід до оцінки гнучкості фінансового ринку в умовах циклічного розвитку економіки

У статті визначено методичний підхід до оцінки гнучкості фінансового ринку у посткризовий період відновлення ділової активності та розширення потреби економічних суб'єктів у фінансовому забезпеченні. Визначено, що оцінка гнучкості фінансової системи у забезпеченні руху та трансформації фінансових ресурсів через фінансовий ринок базується на оцінці гнучкості як результуючої характеристики ефективно адаптивної реакції фінансового ринку до викликів економічного середовища, а також як буферного запасу або потенціалу адаптивної реакції. Як показники гнучкості ex-post використано тривалість, амплітуду, асиметрію, швидкість відновлення та розширення функціональної спроможності фінансового ринку. Оцінено інтегроване значення гнучкості фінансового ринку України до розширення фінансового забезпечення економіки за період 2008 – 2013 рр.

Ключові слова: гнучкість фінансового ринку, циклічність економічного розвитку, фінансове забезпечення, потенціал фінансового забезпечення, ліквідність фінансового ринку

Рис.: 8. **Табл.:** 6. **Формул.:** 5. **Бібл.:** 16.

Лактіонова Олександра Анатоліївна – кандидат економічних наук, докторант, кафедра фінансів і банківської справи, Донецький національний університет (вул. Університетська, 24, Донецьк, 83001, Україна)

Email: sashalakt@rambler.ru

УДК 658.15

UDC 658.15

Лактіонова А. А. Методический подход к оценке гибкости рынка в условиях циклического развития экономики

В статье определен методический подход к оценке гибкости рынка в посткризисный период восстановления деловой активности и роста потребности экономических субъектов в финансовом обеспечении. Определено, что оценка гибкости финансовой системы в обеспечении движения и трансформации финансовых ресурсов через финансовый рынок базируется на оценке гибкости как результирующей характеристики эффективной адаптации рынка к вызовам экономической среды, а также как буферного запаса или потенциала адаптивной реакции. В качестве показателей гибкости ex-post использованы: продолжительность, амплитуда, асимметрия, скорость восстановления и расширения функциональной способности рынка. Оценено интегрированное значение гибкости рынка Украины к расширению финансового обеспечения экономики за период 2008 – 2013 гг.

Ключевые слова: гибкость рынка, цикличность экономического развития, финансовое обеспечение, потенциал финансового обеспечения, ликвидность финансового рынка

Рис.: 8. **Табл.:** 6. **Формул.:** 5. **Библ.:** 16.

Лактіонова Олександра Анатольевна – кандидат экономических наук, докторант, кафедра финансов и банковского дела, Донецкий национальный университет (ул. Университетская, 24, Донецк, 83001, Украина)

Email: sashalakt@rambler.ru

Laktionova O. A. Methodological Approach to Evaluation of Market Flexibility in Terms of Cyclical Economy Development

The article defines a methodological approach to evaluation of both market flexibility in the post-crisis period of recovery of the business activity and growth of needs for economic operators in the financial securing. It has been determined that evaluation of flexibility of a financial system providing for the movement and transformation of financial resources through the financial market is based on assessment of flexibility as the resulting characteristics of efficient adaptation of market to the challenges of the economic environment, but also as a buffer stock or a potential of adaptive answering. As an ex-post flexibility indicators were used: duration, amplitude, asymmetry, speed of recovery and expansions of the functional capacity of the market. The integrated value of the Ukrainian market flexibility towards the increase of financial support for the economy in the period 2008 – 2013 has been estimated.

Keywords: market flexibility, potential of cyclical economic development, financial securing, potential of financial securing, liquidity of the financial market

Pic.: 8. **Tabl.:** 6. **Formulae:** 5. **Bibl.:** 16.

Laktionova Olexandra A. – Candidate of Sciences (Economics), Candidate on Doctor Degree, Department of Finance and Banking, Donetsk National University (vul. Universytetska, 24, Donetsk, 83001, Ukraine)

Email: sashalakt@rambler.ru

Фінансове забезпечення економіки будь-якої країни неможливе без ефективно функціонуючого, розвинутого фінансового ринку, який у всій сукупності своїх учасників здатний адаптивно реагувати на потреби реципієнтів фінансових ресурсів, не провокувати, а згладжувати циклічність їх ділової активності. В цьому аспекті оцінка потенціалу адаптивної реакції цієї складової фінансової системи країни під час проходження економікою кризів різні стадії

регулярних та нерегулярних циклів (ініційованих зовнішніми або внутрішніми шоковими впливами) – кризи, спад, поживлення, економічний підйом, є актуальним предметом наукових досліджень.

Останнім часом питання оцінки фактичного стану фінансового забезпечення суб'єктів господарювання, відповідності його якісних і кількісних характеристик потребам економіки отримало достатню увагу з боку як наукової

спільноти, так і практиків. Монетарна складова, оцінка доступу економічних агентів різних масштабів діяльності до фінансування, спроможності фінансових інститутів забезпечити такий доступ до всього розмаїття фінансових послуг стали обов'язковими компонентами моніторингових звітів МВФ, Світового банку, ЄЦБ та центральних банків різних країн. Разом із тим, такі методики більшою мірою не нашітовані на особливості функціонування фінансового ринку в умовах окремих стадій циклічного розвитку і є досить агрегованими. Більшого розвитку набули ці питання в наукових дослідженнях. Так, в роботах Е. Мендози, М. Терронса, О. Джорда, А. Шуларіка, Дж. Тейлора, С. Клаеззенса та ін. розглядаються проблеми формування кредитних бумів на фінансовому ринку, потенціал їх формування та відповідний вплив на вірогідність виникнення фінансової кризи, посткризове відновлення фінансування економіки. Оцінці можливостей відновлення функціональної спроможності фінансового ринку після кризи на стадії похваллення присвячено праці К. Рейхарда, К. Рогоффа, А. Фатаса, І. Міхаса та ін. Разом із тим, є певні особливості формування такої методології для країн з ринками, що розвиваються, та значною відкритістю, як економічної, так і фінансової системи, до впливу кон'юнктури зовнішніх ринків.

Метою статті є визначення методичного підходу до оцінки гнучкості фінансового ринку в умовах циклічного розвитку економіки із розкриттям його особливостей застосування на стадії післякризового відновлення економіки України в частині оцінки гнучкості фінансового ринку до розширення фінансового забезпечення економіки у період з 2008 по 2013 рр.

Оцінка гнучкості фінансової системи у забезпеченні руху та трансформації фінансових ресурсів через фінансовий ринок базується на основі таких положень:

- 1) визнання гнучкості, з одного боку, як результуючої характеристики ефективної адаптації фінансового ринку до викликів економічного середовища, а з іншого – буферного запасу адаптивної реакції, потребує відповідної двовимірної оцінки гнучкості – із позиції *ex-post* і *ex-ante*. При цьому оцінка *ex-post* (що здійснюється *post-factum*) є саме тією, яка оцінює результат адаптації або прояву гнучкості, не відрізняючи, за рахунок чого вона була отримана – низького рівня дестабілізуючого впливу, або сформованого запасу міцності напередодні такого впливу, або потреби у пристосуванні. Маючи на увазі прояв гнучкості ринку до умов циклічного розвитку, доречно застосовувати у якості показників гнучкості *ex-post* такі, що характеризують динаміку ринку протягом циклу – тривалість, амплітуду, асиметрію, швидкість відновлення функціональної спроможності фінансового ринку (глибини (розміру), ефективності, стабільності та доступності капіталу). У свою чергу, оцінка гнучкості *ex-ante* – це вимір адаптаційних можливостей або резервного потенціалу без урахування можливого впливу дестабілізуючої події або розміру потреби у необхідній адаптації.
- 2) оскільки протягом циклу існує різний ступінь актуальності у виконанні фінансовим ринком тієї чи іншої функції, під час оцінки гнучкості *ex-post* будемо керуватися наступними пріоритетами у виборі показників: на стадії фінансово-економічної кризи – показники стабільності фінансового ринку, на стадії похваллення – показники масштабів ринку, доступності фінансових ресурсів, його ефективності, на стадії буму – показники ефективності взаємодії фінансового ринку і реального сектора економіки, масштабів або глибини ринку (рис. 1);
- 3) в якості інтегрованої оцінки гнучкості доцільно застосовувати композитні індикатори, що знайшли достатню популярність останнім часом серед національних та наднаціональних фінансових регулюючих інституцій. Для нормування вихідних показників застосуємо розраховані максимальні та мінімальні значення та їх варіативність, виходячи із показників по вибірці країн. Такі вибірки країн сформуємо за критеріями результуючої гнучкості відповідно до визначених характеристик функціональної спроможності фінансового ринку на тій чи іншій стадії циклу. Для стадії відновлення – показники позитивного зростання кредитування в середньому за 2009 – 2013 рр., позитивного зростання ВВП та капітальних вкладень в країні. Для стадії економічного буму, що супроводжується кредитною експансією, – показник асиметрії динаміки кредитування до ВВП із значенням більше двох (якщо темпи зростання кредитів до ВВП на стадії буму більше ніж у два рази перевищували темпи зростання цього індикатора на стадії кредитної рецесії);
- 4) кумулятивність процесів циклічності, а саме, вплив стану економіки та фінансового ринку зокрема на глибину та амплітуду наступних стадій економічного і фінансового циклів передбачає необхідність врахування гнучкості фінансового ринку *ex-post* попередніх стадій на рівень гнучкості *ex-ante* наступних.

Визначення рівня гнучкості фінансового ринку здійснюється таким чином:

$$G_{ex-ante} = \frac{\sum_{i=1}^n g_{li} + G_{(l-1)ex-post}}{n},$$

де $G_{ex-ante}$ – рівень гнучкості фінансового ринку на відповідній стадії циклу l як запасу адаптивної реакції (*ex-ante*);

g_{li} – нормований i -й показник гнучкості;

$G_{(l-1)ex-post}$ – рівень гнучкості фінансового ринку на відповідній попередній стадії циклу $(l-1)$ як результуючої характеристики ефективної адаптації фінансового ринку до викликів економічного середовища;

n – загальна кількість показників гнучкості на відповідній стадії циклу.

Нормування показників гнучкості для тих із них, збільшення яких приводить до зростання гнучкості:

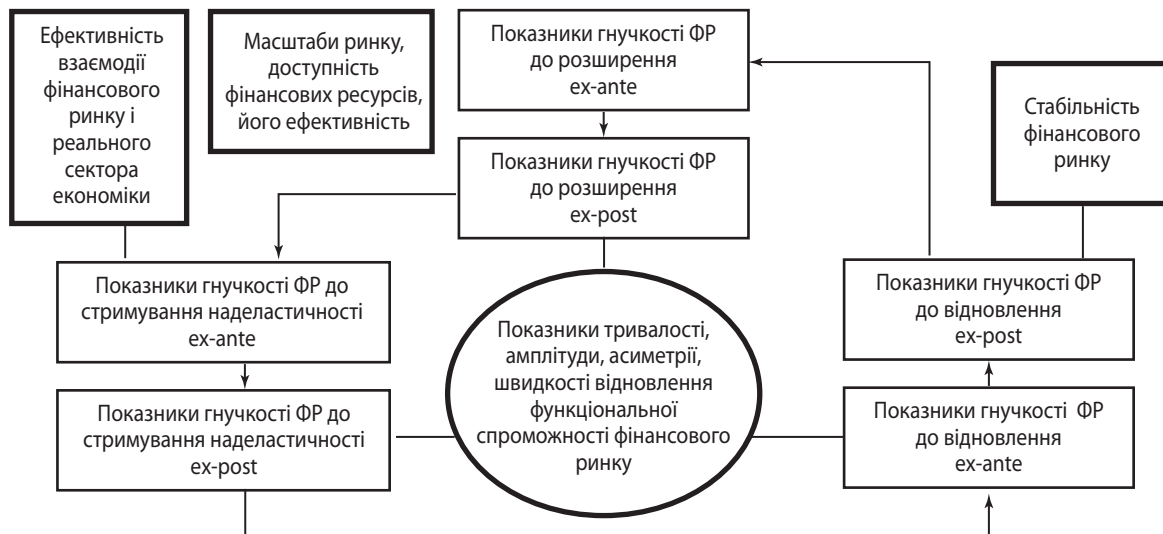


Рис. 1. Взаємозв'язок показників оцінки гнучкості функціонування фінансового ринку (ФР) в умовах циклічного розвитку економіки

$$g'_{ii} = \frac{g_{ii} - \min \bar{g}_{ii}}{\max \bar{g}_{ii} - \min \bar{g}_{ii}},$$

де $\min \bar{g}_{ii}$ – середньозважене мінімальне значення показника i по вибірці досліджуваних країн;

$\max \bar{g}_{ii}$ – середньозважене максимальне значення показника i по вибірці досліджуваних країн.

Нормування показників гнучкості для тих із них, збільшення яких приводить до зниження гнучкості:

$$g'_{ii} = \frac{g_{ii} - \max \bar{g}_{ii}}{\min \bar{g}_{ii} - \max \bar{g}_{ii}}.$$

Першим елементом загальної оцінки гнучкості адекватної реакції фінансового ринку на умови циклічності економічного розвитку в частині фінансової підтримки відновлення ділової активності суб'єктів господарювання з боку фінансового ринку є оцінка рівня гнучкості до розширення функціональної спроможності фінансового ринку *ex-ante*. Як основу для формування відповідної методології застосуємо логіку методичного підходу Світового банку розрахунків (BIS) до визначення рівня глобальної ліквідності, яка визначається як «легкість» фінансування економіки в глобальному вимірі [1]. При цьому автор методичного підходу, провідний спеціаліст Світового банку розрахунків Дж. Каруан застерігає, що ліквідність на ринку є відображенням не тільки дій центральних банків, а й об'єктом впливу на неї приватного сектора з позиції сприйняття його учасниками ризику. Саме цей аспект відіграє вирішальну роль з позиції автора у негативній циклічній динаміці та кризових проявах на глобальному фінансовому ринку [2]. У підході BIS глобальна ліквідність поділяється на два підвиди: офіційну або публічну, яка формується на основі монетарних операцій Центрального банку, та приватну ліквідність, яка є результатом операцій різних фінансово-кредитних інститутів та самого фінансового ринку у його вузькому значенні. Інтегрованими індикаторами глобальної ліквідності є: монетарна ліквідність, фондова або ресурсна ліквідність, ринкова ліквідність та

сприйняття ризику учасниками ринку, що визначаються в об'ємних та вартісних показниках.

Застосувавши логіку підходу BIS, звернемо увагу на те, що оцінка запасу гнучкості до розширення функціональної спроможності фінансового ринку буде будуватися не тільки на оцінці показників його ліквідності, а й у показників потенціалу її розширення для задоволення потреби економіки у довгострокових ресурсах на стадії виходу з рецесії та відновлення ділової активності.

Оцінка рівня гнучкості до розширення функціональної спроможності фінансового ринку *ex-ante* визначається на основі послідовного розрахунку рівнів гнучкості інститутів фінансового ринку (G_{RB} і G_{RN} – банків та небанківських фінансових установ відповідно) та саме фінансового ринку (G_{RF}) у його вузькому значенні:

$$G_{\text{ex-ante}} = \gamma_{RB} G_{RB} + \gamma_{RN} G_{RN} + \gamma_{RF} G_{RF},$$

де $\gamma_{RB}, \gamma_{RN}, \gamma_{RF}$ – частки відповідно активів банків, інституційних інвесторів і об'єму торгівлі на фондовому ринку до загальної суми цих показників.

Рівень гнучкості фінансового ринку, виходячи із спроможності банків до розширення ними пропозиції довгострокових кредитних ресурсів (G_{RB}), представлено її монетарною, ресурсною, вартісною та макроекономічною компонентами (табл. 1).

Монетарні умови формування пропозиції грошових ресурсів на фінансовому ринку є вихідними. Реакція ринку на необхідність економіки у фінансових ресурсах буде більш гнучкою, чим більшими є вихідний показник фактичного рівня монетизації економіки (g_{RBM1}), частка середньо- та довгострокових коштів у грошовій масі (g_{RBM2}), грошовий мультиплікатор (g_{RBM3}), відповідність термінової структури попиту та пропозиції ресурсів на грошовому ринку країни (g_{RBM4}), зростання грошової маси за агрегатом $M2$ (g_{RBM5}).

Для нормування вказаних показників та агрегування їх в індикатор гнучкості здійснено оцінку відповідних показників по вибірці країн, виділені за умовою відновлення

Таблиця 1

Складові оцінки рівня гнучкості до розширення функціональної спроможності фінансового ринку ex-ante

Монетарна компонента (G_{RBM})	Ресурсна компонента (G_{RRR})	Вартісна компонента (G_{RBC})	Макроекономічна компонента (G_{RRP})
<p>Рівень гнучкості фінансового ринку виходячи із спроможності банків до розширення функціональної спроможності фінансового ринку ex-ante</p> <p>Показник фактичного рівня монетизації економіки (G_{RBM1});</p> <p>Частка середньо- та довгострокових коштів у грошовій масі (G_{RBM2});</p> <p>Грошовий мультиплікатор (G_{RBM3});</p> <p>Показник відповідності термінової структури попиту та пропозиції ресурсів на грошовому ринку країни (G_{RBM4});</p> <p>Показник зростання грошової маси за агрегатом M2 (G_{RBM5})</p>	<p>Ступінь залучення банками валових заощаджень населення (G_{RRR1});</p> <p>Рівень накопиченого боргового навантаження на банки країни (фінансовий леверидж) (G_{RRR2});</p> <p>Ступінь жорсткості регулювання ліквідності банків (G_{RRR3});</p> <p>Рівень спроможності банків до концентрації коштів для задоволення попиту у крупному капіталі (G_{RRR4});</p> <p>Ступінь незалежності від оптових та зовнішніх джерел кредитних ресурсів банків (G_{RRR5});</p> <p>Частка довгострокових депозитів у їх загальній сумі (G_{RRR6});</p>	<p>Спроможність банків до поглинання збитків (співвідношення регулятивного капіталу до низькоякісних активів) (G_{RBC1});</p> <p>Спроможність зниження банками вартості кредитування (частка низькоякісних активів банків у їх загальній величині) (G_{RBC2});</p> <p>Дохідність діяльності банків (G_{RBC3});</p> <p>Рівень відсоткової маржі (G_{RBC4});</p> <p>Реальна вартість кредитування економіки (G_{RBC5});</p> <p>Розрив вартості кредитних ресурсів на міжнародному і вітчизняному ринку капіталу (G_{RBC6});</p> <p>Ступінь еластичності попиту на кредит відносно зміни відсотків за кредит (G_{RBC7});</p> <p>Кредитний рейтинг державних облигацій (G_{RBC8})</p>	<p>Відношення сальдо поточного рахунку до ВВП (G_{RRE1});</p> <p>Боргове навантаження на реальний сектор економіки (G_{RRE2});</p> <p>Зростання реальних наявних доходів населення (G_{RRE3})</p>
<p>Рівень гнучкості фінансового ринку виходячи із спроможності небанківських фінансово-кредитних установ до розширення ними пропозиції довгострокових фінансових ресурсів (G_{RF})</p>	<p>Рівень гнучкості фінансового ринку виходячи із спроможності небанківських фінансово-кредитних установ до розширення ними пропозиції довгострокових фінансових ресурсів (G_{RF})</p>	<p>Рівень гнучкості фінансового ринку до розширення перерозподілу довгострокових фінансових ресурсів (G_{RF})</p>	<p>Рівень гнучкості фінансового ринку до розширення перерозподілу довгострокових фінансових ресурсів (G_{RF})</p>
<p>Рівень гнучкості фінансового ринку виходячи із спроможності банків до розширення функціональної спроможності фінансового ринку ex-ante</p> <p>Ступінь ділової активності небанківських фінансово-кредитних установ у фінансуванні потреб економіки (показник фактичного розміру активів інституціональних інвесторів відповідно до ВВП) (G_{RF1});</p> <p>Фінансова стійкість небанківських фінансово-кредитних установ (G_{RF2});</p> <p>Рівень ділової активності венчурних фондів відносно розміру капітальних вкладень (G_{RF3});</p> <p>Ступінь диверсифікованості активів інститутів спільного інвестування та недержавних страхових компаній (G_{RF4});</p> <p>Доходність діяльності небанківських фінансово-кредитних установ (G_{RF5})</p>	<p>Рівень глибини фондового ринку (G_{RF1});</p> <p>Рівень капіталізації ринку акцій (G_{RF2});</p> <p>Розмір національної економіки (G_{RF3});</p> <p>Масштаби ринку державних облигацій (G_{RF4});</p> <p>Ступінь концентрації випуску облигацій емітентами (частка випуску облигацій Top-5 емітентами) (G_{RF5});</p> <p>Ліквідність вторинного ринку облигацій внутрішнього державного боргу (G_{RF6});</p> <p>Ліквідність ринку облигацій (частка біржової торгівлі облигаціями Top-10 емітентами) (G_{RF7});</p> <p>Спроможність залучення на фондовий ринок фінансових ресурсів крупного бізнесу на основі їх власного капіталу (частка власного капіталу крупного бізнесу у загальній величині власного капіталу підприємств) (G_{RF8});</p> <p>Ліквідність ринку акцій (частка біржової торгівлі акціями Top-10 емітентів) (G_{RF9});</p> <p>Ступінь концентрації випуску акцій емітентами (частка випуску акцій Top-5 емітентами) (G_{RF10});</p> <p>Рівень інституціонального забезпечення фондового ринку (G_{RF11});</p> <p>Структура фінансової системи (співвідношення банківського кредитування суб'єктів господарювання до об'єму торгів на фондовому ринку) (G_{RF12})</p>	<p>Рівень гнучкості фінансового ринку до розширення перерозподілу довгострокових фінансових ресурсів (G_{RF})</p>	<p>Рівень гнучкості фінансового ринку до розширення перерозподілу довгострокових фінансових ресурсів (G_{RF})</p>

потенціалу їх фінансового ринку у фінансування економіки у посткризовий період. В якості критеріїв для визначення результуючої вибірки застосовано: зростання кредитування у періоді з 2009 по 2013 рр., позитивне середнє зростання ВВП та капітальних вкладень. До результуючих вибірок увійшли такі країни: серед високорозвинутих, що входять до ОЕСР, – Австралія, Канада, Корея, Швеція, Швейцарія; що не входять до ОЕСР – Російська Федерація, Китай, Сінгапур, Саудівська Аравія, Уругвай; серед країн із доходами вище середнього – Білорусь, Бразилія, Китай, Коста-Ріка, Колумбія, Еквадор, Габон, Малайзія, Мавританія, Мексика, Намібія, Панама, Перу, Південна Африка, Таїланд, Туреччина, Венесуела. За визначеними країнами найвищі показники показали країни, із доходами вище середнього – за

4 роки об'єми кредитування зросли у 2,6 рази, капітальні вкладення – майже у 6 разів, ВВП зростало щорічно на 4,4 % (табл. 2).

Відповідні значення показників, що входять у різні компоненти індикатора оцінки гнучкості до розширення фінансового забезпечення економіки банками, наведено у табл. 3. Визначення середньозважених величин виконувалось, виходячи із ступеня наближеності економічних умов до умов економіки України: коефіцієнт зважування для показників високорозвинутих країн-членів ОЕСР – 0,2, для показників високорозвинутих країн, які не є членами ОЕСР – 0,3, країн, із доходами вище середнього – 0,5.

Таблиця 2

Середні показники по вибірках країн (одночасно відповідають умовам зростання кредитування більше 1, позитивного середнього зростання ВВП та капітальних вкладень) (розраховано на основі [3])

Показники	Високорозвинені – ОЕСД	Високорозвинені, що не є ОЕСД	Країни із доходами вище середнього
Зростання ВВП, щорічне, %	2,27	3,16	4,04
Зростання капітальних вкладень, щорічне, %	2,41	4,27	5,95
Зростання кредитування 2013 відносно 2009 рр.	1,43	2,16	2,59

Таблиця 3

Середні значення показників оцінки гнучкості до розширення фінансового забезпечення економіки банками в різних країнах за період 2008 – 2013 рр. (розраховано на основі [3])

Показники	Високорозвинені країни-члени ОЕСР	Високорозвинені, що не є членами ОЕСД	Країни із доходами вище середнього	Середньозважені
Сальдо поточного рахунку (% від ВВП)	1,53	7,30	-1,62	1,69
Норма заощаджень (% від національного доходу)	5,70	17,69	11,82	12,35
Реальна відсоткова ставка (%)	3,14	4,53	5,70	4,84
Премія за ризик (кредитна ставка мінус ставка казначейських зобов'язань, %)	2,66	6,91	3,28	4,24
Відсотковий спред (%)	2,81	7,05	3,88	4,62
Частка капіталу банків в активах (%)	6,18	3,36	2,84	3,66
Частка активів низької якості в загальних активах (%)	1,23	11,36	10,52	8,92
Кредити приватному сектору до ВВП (%)	127,56	86,21	70,05	86,40
Ліквідні зобов'язання (М3) до ВВП, %	108,25	41,58	41,92	55,09
Співвідношення М2 до ВВП, %	114,31	123,61	52,44	86,16
Зростання М2 (річний %)	16,04	12,16	14,34	14,03
Грошовий мультиплікатор (М2 до резервів)	8,10	2,77	8,87	6,89
Резерви до неясних активів банків, %	52,74	65,36	119,72	3,07
Дохідність активів банків, %	0,87	1,26	1,98	1,54

Треба відзначити, що монетарне забезпечення економіки України більше ніж у 2 рази нижче, ніж у високо-розвинутих країнах. Значення цього показника на початку фінансово-економічної кризи складало 48 %, на кінець 2009 р. – 54 %, зменшення цього показника також відбувалося у 2010 та 2012 рр. до рівня 53 %. Важливість вихідного рівня цього індикатора у загальній оцінці визначається тим, що його швидке збільшення загрожує розширенням інфляційних процесів. Саме тому в 2008р. Світовий банк в якості умов надання траншів за програмою Стенд Бай встановив кількісне обмеження розміру грошової маси. Протягом двох років відбувалося і сповільнене зростання грошової маси, а у 3 та 4-у кварталах 2009 р. – її зменшення на 4 %. Середнє зростання грошової маси за індикатором М2 було трохи вищим середньозваженого за країнами (14,03 %). Зменшення зростання грошової маси також спостерігалось протягом 2011 – 2012 рр. У післякризовому періоді відбувалося і зниження показника грошового мультиплікатора – з 3,05 у 1 кв. 2008 р. він знизився до мінімального значення 2,43 у 1-у кварталі 2010 р. Тільки в 4-у кварталі 2012р. його значення відновилося до 3,02. По досліджуваних країнах нормуючої вибірки це значення в середньому складало 6,89. Низький рівень мультиплікації визначається

в тому числі слабкою строковою структурою грошової маси в Україні – за 2,5 роки з початку 2008 р. частка середньо- та довгострокових активів у М3 знизилася майже на 13 в.п. – з 64 % до 51,4 %.

Відповідно до розрахованого показника гнучкості фінансового ринку на основі монетарної компоненти найгірші її значення були негативними протягом 2009 р. (рис. 2). Взагалі, просліджуються дві хвилі падіння рівня гнучкості за монетарною компонентою – у 2009 та 2011 рр.

Наступною компонентою в оцінці є ресурсна. В якості показників для її вимірювання обрано такі, що визначають якість формування ресурсів банківських інститутів. Потенціал розширення можливостей фінансування економіки з боку банків буде тим більшим, чим вищими є ступінь залучення банками валових заощаджень населення; ступінь накопиченого боргового навантаження на банки країни; нижчою жорсткістю регулювання ліквідності банків; вищою спроможністю банків до концентрації коштів для задоволення попиту у крупному капіталі; ступінь незалежності від оптових та зовнішніх джерел фінансових ресурсів банків та частка їх довгострокових фінансових ресурсів (рис. 3).

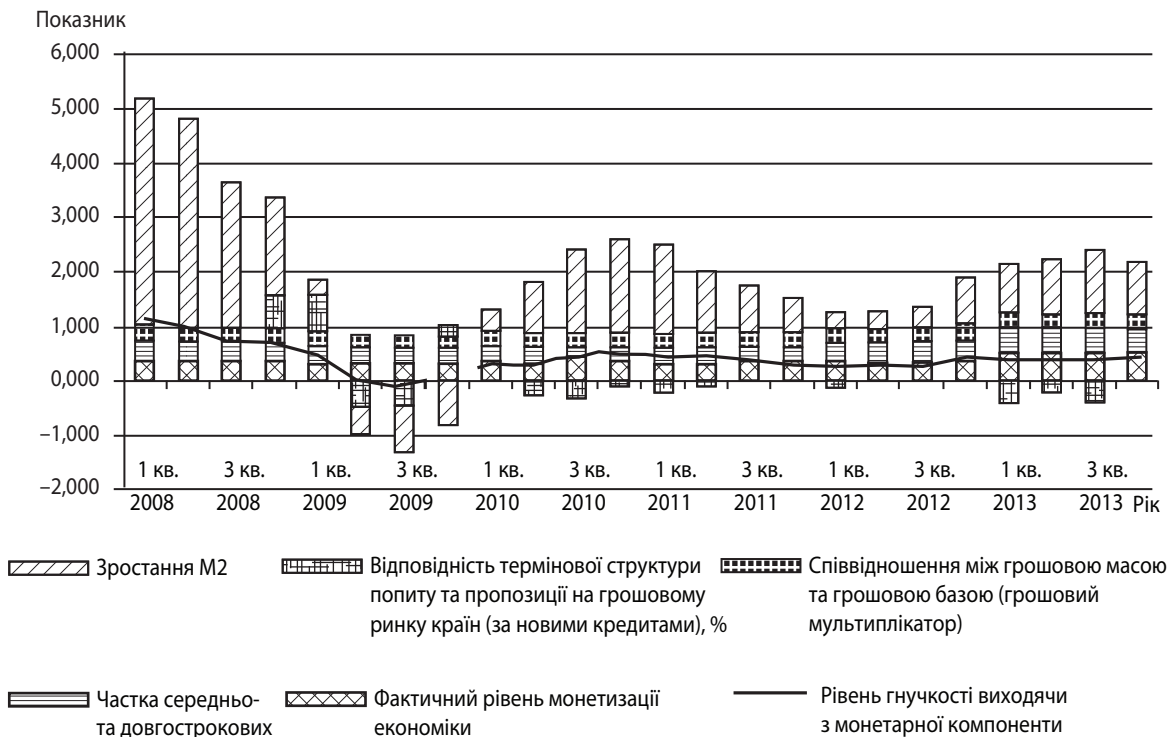


Рис. 2. Нормовані показники оцінки гнучкості до розширення пропозиції грошових ресурсів на фінансовому ринку за монетарною компонентою (розраховано на основі [4])

Джерелом формування ресурсної бази для довгострокового кредитування економіки країни банками є довгострокові депозити населення. Отже, в якості одного з індикаторів ресурсної компоненти застосуємо частку довгострокових депозитів у валових заощадженнях населення, який вказує на ступінь довіри населення до банківської системи. Максимальний рівень цього індикатора у досліджуваному періоді спостерігалось у 1 кварталі 2008 р. –

64 %, від'ємний – у 4 кварталі 2009 р. Надалі довгострокові вкладення залишалися низькими у загальних заощадженнях, досягши наприкінці 2013 р. 44 %.

Важливим показником ресурсної компоненти є ступінь незалежності від оптових джерел фінансування банків. Зниження потенціалу гнучкості відносно цього показника спостерігалось до кінця 2010 р. – починаючи із 30 % частки оптових джерел на початку 2008 р., це значення

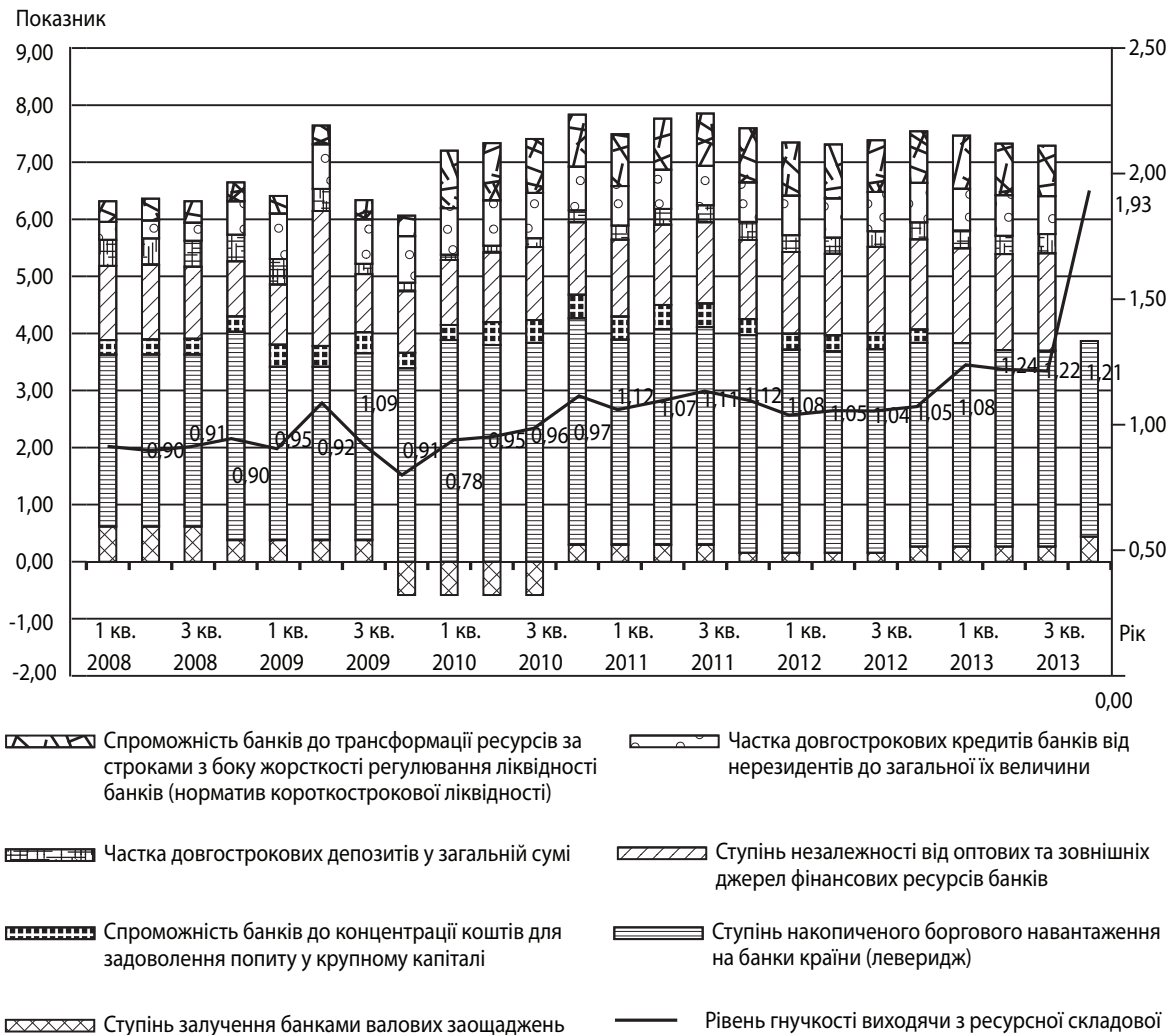


Рис. 3. Нормовані показники оцінки гнучкості до розширення пропозиції грошових ресурсів на фінансовому ринку за ресурсною компонентою (розраховано на основі [4])

ня зросло до 40 % наприкінці 2008 р. У 2013 р. відповідне зменшення оптових джерел до 19 % збільшило стійкість ресурсної бази та відповідно можливості до розширення. Про якість ресурсної бази банків також свідчить частка довгострокових депозитів населення та частка довгострокових зовнішніх кредитних ресурсів у загальній їх величині. На початку 2009 р. трапилося майже 50 % падіння частки довгострокових депозитів населення, та півтора роки поспіль їх складова не перевищувала 34 %. Відновлення цього показника до його докризового рівня трапилося тільки наприкінці 2013 р. Трохи іншу динаміку мали довгострокові кредити, залучені банками на зовнішньому ринку. Низька його ліквідність та «очищення» від ризику операцій зовнішніх інвесторів і кредиторів спричинили вплив гарячих грошей з вітчизняного ринку у 2009 р., склавши у структурі кредитів тільки 13 – 14 % протягом наступних 1,5 років. Протягом 2011 – 2013 рр. їх частка зросла і складала 23 – 24 %.

В оцінці даної компоненти також має значення спроможність банків до концентрації коштів для задоволення попиту у крупному капіталі, що визначається величиною регулятивного капіталу, рівнем відповідного нормати-

ву (крупних кредитів) та величиною власного капіталу суб'єктів господарювання. Для України цей показник характеризується вкрай низьким значенням – від 2,5 до 4%. Між тим, частка власного капіталу крупного бізнесу у складі загального капіталу суб'єктів господарювання складає не менше 40%.

Необхідним об'єктом для оцінки цієї компоненти є також рівень фінансового левериджу банків. На відміну від традиційного нормативу адекватності капіталу, перший є менш суб'єктивним. Третім Базелем встановлено орієнтир за даним показником на рівні 5 %. В Україні він склався протягом 2008 – 2013 рр. від 13 до 14 %. Найгіршими були його показники наприкінці 2013 рр.

В цілому, інтегроване значення показника гнучкості відносно ресурсної компоненти мало значення нижче одиниці протягом 2008 – 2010 рр., за виключенням другого кварталу 2009 р., на що переважно вплинуло епізодичне підвищення ступеня незалежності банків від оптових джерел фінансування. З четвертого кварталу 2010 р. до першого кварталу 2013 р. значення індикатора не перевищувало 1,12 та в середньому складало 1,08.

Суттєво гірші значення отримано в результаті оцінки вартісної компоненти гнучкості фінансового ринку до розширення пропозиції фінансових ресурсів (рис. 4). Починаючи з 3-го кварталу 2009 р., значення цього індикатора були від'ємними. Така динаміка показника визначалася такими несприятливими тенденціями, що знижували спроможність банків гнучко реагувати на потребу у розширенні пропозиції фінансових ресурсів:

- погіршення спроможності банків знижувати вартість кредитування, що визначалося збільшення частки «поганих» кредитів, – нормоване значення показника набуло від'ємної величини з 4 кварталу 2009 р. і потім тільки погіршувалося. З 2011 р. недіючі кредити склали від 13,7 % до 16,5 %. Треба зазначити, що у порівнянні із значенням цього показника по вибірці вказаних вище країн, що спромоглися збільшити участь банків у фінансуванні економіки у посткризовому періоді, цей показник безумовно має високі значення – середня його величина по високорозвинутих країнам ОЕСР складала 1,23 %, високорозвинутих, що не відносяться до ОЕСР, – 11,4 %, у країнах із доходами вище середнього – 10,5 %. Між тим, гірші показники мали такі

- країни, як Болгарія і Угорщина – 17 %, Казахстан – 21 %, Литва – 24 %, Ірландія – 25 %, Греція – 33,5 %;
- негативною нормованою дохідністю банків з 2-го кварталу 2008 р. (виходячи з мінімуму та максимуму для нормування на рівні 0,01 та 0,03 відповідно по вибірці країн). Вихідні ж значення по Україні стали наблизитися до нуля та мали трохи більші значення тільки з 2012 р.;
- безпосереднє підвищення реальної вартості кредитування з 4,9 % до 15 % у 2-му кварталі 2012 р.;
- низькою еластичністю попиту на кредит в залежності від вартості кредитування;
- вкрай негативним рейтингом державних облігацій, починаючи з 4-го кварталу 2010 р., що свідчить про суттєвий вплив на зниження гнучкості банків зростання боргового навантаження держави, неефективність застосування державного боргу, негативний тиск на ціну кредиту;
- суттєвий розрив до 15 в. п. між вартістю кредитних ресурсів на міжнародному ринку капіталу (ставкою Лібор) та вартістю ресурсів на вітчизняному ринку – в цілому протягом періоду спостереження визначено негативний вплив цього фак-

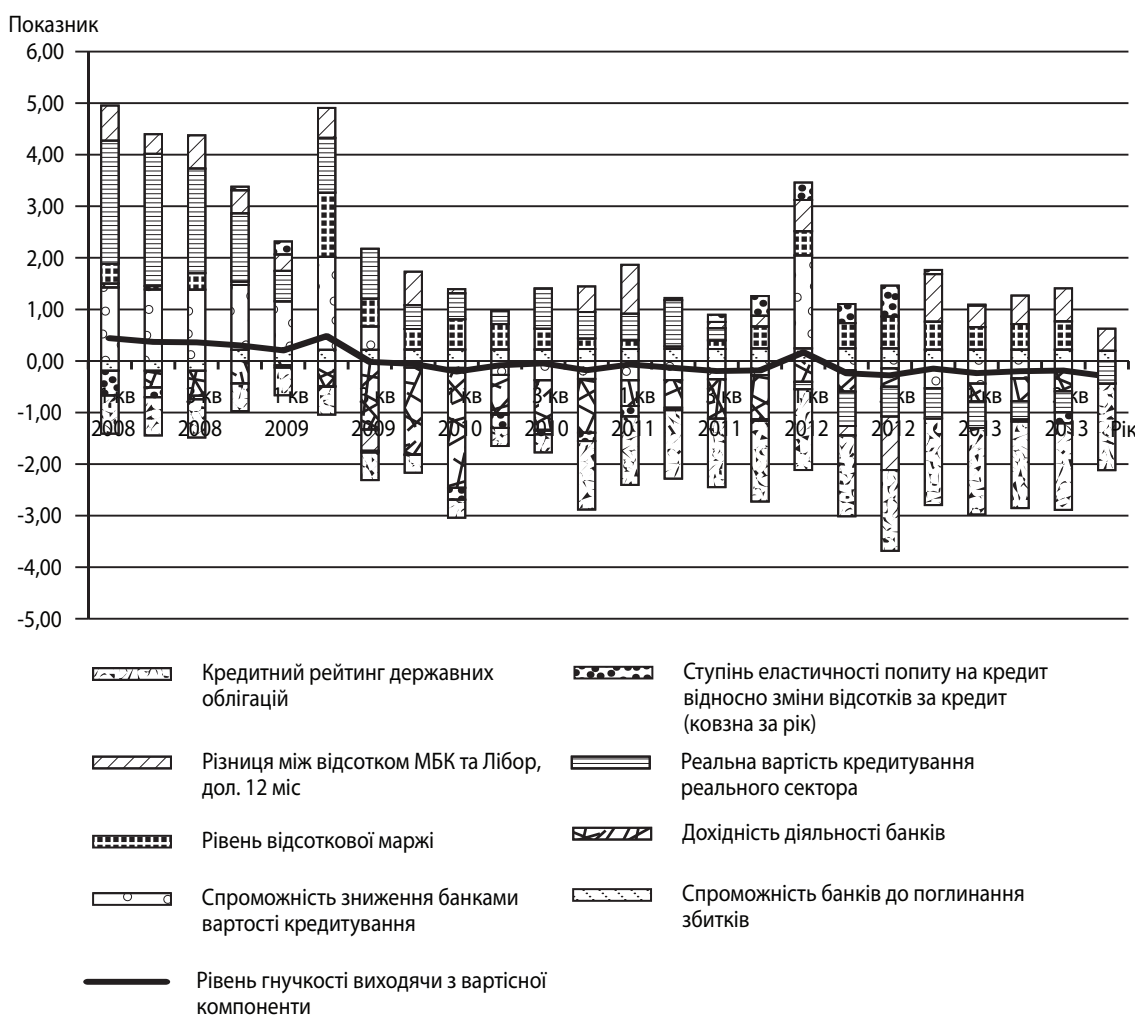


Рис. 4. Вартісна компонента гнучкості фінансового ринку до розширення пропозиції фінансових ресурсів, оцінена на основі нормованих значень показників (розраховано на основі[4])

тора на гнучкість банків у збільшенні пропозиції кредитування.

Іншими факторами, що не відносяться до вказаних груп, але впливають на спроможність розширити фінансу-

вання економіки банками є боргове навантаження реального сектора економіки, зростання реальних доходів населення та сальдо поточного рахунку платіжного балансу країни (рис. 5).



Рис. 5. Нормовані показники оцінки гнучкості до розширення пропозиції грошових ресурсів на фінансовому ринку за макроекономічною компонентою (розраховано на основі [5])

Так, суттєву роль у формуванні пропозиції кредитних ресурсів та їх вартості у країнах, що розвиваються, грає фактор сальдо поточного рахунку – його від’ємне значення в умовах зниження ліквідності міжнародного ринку капіталу спричиняє додатковий тиск на валютному ринку, зазначаючи відповідні дії Центрального банку з негативними наслідками пропозиції ресурсів на ринку капіталу в країні. Для нормування цього показника було розраховано його максимальні і мінімальні значення по відповідних вибірках країн (табл.) – незначне позитивне сальдо мають розвинуті країни, що водять до ОЕСР, – 1,53 % від ВВП, високе позитивне мають високорозвинуті, що не входять до ОЕСР та часто є країнами-експортерами енергоресурсів, – 7,30 %, негативний баланс (-1,62%) – країни з доходами вище середнього. В Україні негативні нормовані значення цього показника спостерігалися з 2008 р., коли негативний баланс досяг величини -11,5 %. Стієке негативне значення закріпилося з 4 кв. 2011 р. до кінця досліджуваного періоду. Боргове навантаження реального сектора економіки збільшилося із 1 кв. 2009 р., вперше перевищивши 60 % активів і далі не знижувався нижче 65 %. Порівнюючи значення показника заборгованості відносно ВВП до аналогічного по інших країнах, треба зазначити застережливу тенденцію до стрімкого збільшення боргового навантаження в умовах скорочення або сповільнення зростання ВВП – наприкінці 2013 р. воно збільшилося до 90 %. Це перевищує показник по країнах із доходами вище середнього, які поновили адекватне фінансування економіки – 70 %, та наблизилася до показника високорозвинутих країн, граничний рівень боргу яких має вищі значення.

Оцінка наступного елемента гнучкості фінансового ринку до розширення пропозиції ресурсів для фінансу-

вання економіки здійснюється на основі вимірювання відповідного потенціалу інституційних інвесторів або небанківських фінансових установ. Враховується, що гнучкість фінансового ринку буде вищою за умовою належного вихідного рівня ділової активності цих інститутів на ринку, достатньої їх фінансової стійкості, невисокої боргової залежності, адекватності наявного капіталу відносно об’ємів капітальних вкладень, належного ступеню диверсифікованості активів при позитивній доходності активів. Треба зазначити, що світова фінансова криза, суттєвим чином вплинула не тільки на банківський сектор, а й на фондовий ринок як розвинутих країн, так і тих, що розвиваються. Відповідним чином відбулося звуження сектора інституційних інвесторів. Аналіз динаміки активів цих інститутів у розвинутих країнах дозволяє стверджувати, що скорочення їх ділової активності відбулося, як у тих фінансових системах, де преважує банківський сектор, – Франції (на 36 %), Італії (на 4 %), Польщі (2 %), так і в тих, де перерозподіл капіталу через фондовий ринок є також суттєвим – відзначено скорочення приросту ділової активності відносно ВВП до 0 % у Німеччині, 10 % у Швейцарії, 13 % в Японії, 16 % у США (табл. 4).

В Україні у посткризовому періоді відбулося зростання як активів інституційних інвесторів – у 2,27 рази, так і їх співвідношення із ВВП – на 17 в. п. до 62 %. У цілому, незважаючи на нестабільність отриманого значення гнучкості інституційних інвесторів, відбулося його збільшення завдяки зменшенню ступеня збитковості їх діяльності наприкінці 2013 р., збільшення їх фінансової стійкості внаслідок впровадження нових пруденційних норм їх діяльності, зменшення боргової залежності (рис. 6). Разом із тим, відбулося зниження ступеня диверсифікації активів,

Таблиця 4

Активи інституційних інвесторів розвинутих країн та їх динаміка у посткризовому періоді (розраховано на основі [6])

	Співвідношення активів інституційних інвесторів та ВВП (середнє за 2008 – 2012 рр.)	Зростання активів інституційних інвесторів за 2008 – 2012 рр.	Коефіцієнт зростання співвідношення активів інституційних інвесторів до ВВП за 2008 – 2012 рр.
Австралія	1,68	2,01	1,66
Канада	1,78	1,81	1,65
Франція	1,64	0,64	0,58
Німеччина	0,82	1,12	1,00
Італія	0,49	0,97	0,93
Японія	2,20	1,19	1,13
Корея	0,61	1,35	1,22
Нідерланди	2,64	1,46	1,43
Польща	0,19	1,19	0,97
Швейцарія	3,47	1,21	1,10
Англія	2,22	1,37	1,40
США	1,83	1,22	1,16
Середні	1,63	1,30	1,19

розрахованої на основі методики розрахунку Херфендаля-Гіршмана.

Суттєву роль у забезпеченні фінансування економіки, в тому числі у його відновленні у післякризовому періоді відіграє фондовий ринок. Більш розвинуті, глибокі ринки підвищують рівень стабільності економіки, швидше відновлюються після кризи, забезпечують альтернативними джерелами фінансування в умовах зниження міжнародної ліквідності, обмежуючи різкі коливання цін на активи і валютного курсу. Треба зазначити, що незважаючи на відновлення об'ємів фінансових активів у світі до їх докризової величини (225 трлн дол. США) і, навіть збільшення на 19 трлн дол. США, показник фінансової глибини зменшився на 43 в. п. Значного зниження зазнала і капіталізація акцій – зменшення в цілому з 2007 р. склало 14 трлн дол. США або 28 %. На противагу, всі інші види фінансових активів збільшилися, включаючи корпоративні облигації [8].

Оцінка гнучкості фондового ринку до розширення перерозподілу довгострокових ресурсів заснована на положенні, згідно з яким перша буде тим вище, чим вище фінансова глибина фондового ринку, більше вихідний рівень капіталізації акцій, більшими є розмір національної економіки, масштаби ринку державних облигацій, ліквідність ринку, ділова активність і масштаби власного капіталу крупного бізнесу, рівень інституційного забезпечення, меншим є відхилення структури фінансового ринку від оптимальної.

Для нормування показників вказаних характеристик застосуємо вибірку країн, обрану за трьома критеріями: 1) підвищення ВВП у посткризовому періоді (із 2008 до 2013 рр.) – критерій відновлення ділової активності у країні; 2) підвищення рівня капіталізації до ВВП – відновлення функції збільшення фінансування за допомогою фондових інструментів; 3) відновлення рівня національних фондових

індексів – поновлення стабільності ринку. В результаті вибірку за першими двома критеріями увійшли 24 країни із рівнем розвитку не нижче розвитку економіки України, із додаванням третього критерію вибірку було зменшено ще на дві країни (Францію і Польщу), які мали від'ємні значення зростання індексу у посткризовому періоді. Середні значення зростання фондових індексів за цей період по вибірці склали – 38,3 %, підвищення рівня капіталізації до ВВП – 20 %, зростання ВВП – 4,3 % (табл. 5).

Зазначимо, що для визначення показника глибини фінансового ринку у його вузькому значенні, що обмежується тільки фондовим ринком, використовуються різні показники масштабів і ділової активності на ринку – показники об'ємів торгів цінними паперами і капіталізації [9]. Розрахований для України у посткризовому періоді показник об'ємів торгів акціями до ВВП в середньому складав 11 % із мінімумом у 2013 р. – 3 %, що суттєво менше середнього по вибірці країн, для яких його значення в середньому складало 71 % (з мінімумом у Литві – 0,43 %, Чорногорії – 2,45 %, Перу – 3 %, Мексиці – 10 %). Це визначило від'ємні нормалізовані значення відповідного показника по країні.

Значно вищими від рівня показників по Україні є значення показника капіталізації ринку акцій відносно ВВП по вибірці країн – 73,3 %. І хоча з 2008 р. капіталізація в Україні зросла майже у три рази (з 9 % до 24 % у 2013 р.), рівень показника 2006 р. 40 % так і не досягнуто.

Надто низькою також є ліквідність фондового ринку України. У вибірці країн показники частки торгівлі акціями та облигаціями, що приходяться на найбільш крупних емітентів не перевищує 1 %. В Україні частка торгівлі облигаціями Топ-10 емітентів складає майже третину торгівлі, на випуск облигацій Топ-5 компаній приходиться майже половина емісій – цей показник з 2007 року погіршився

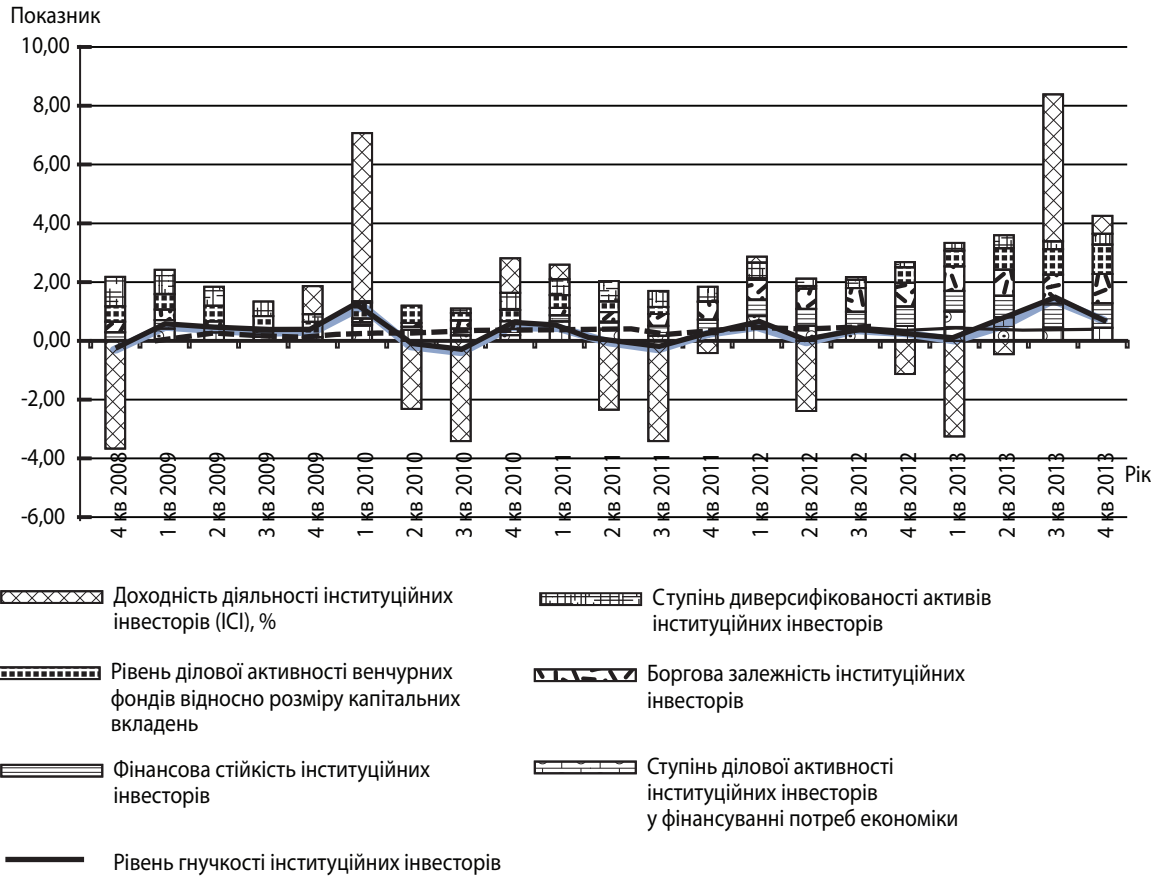


Рис. 6. Гнучкість інституційних інвесторів у забезпеченні економіки довгостроковими кредитними ресурсами (розраховано на основі [7])

Таблиця 5

Показники характеристик фондового ринку по вибірці країн (розраховано на основі [3])

Країна	Об'єм торгівлі акціями до ВВП	Капіталізація акцій до ВВП	Зростання фондово-го індексу	Зростання капіталізації до ВВП	Кількість компаній із лістингом на 100 тис. населення	Рівень інституційного забезпечення	Капіталізація до кредитів економіці
1	2	3	4	5	6	7	8
Австралія	88,82	99,5	9,19	1,18	8,30	5,50	0,80
Бразилія	40,41	56,8	30,61	1,20	0,19	3,70	0,97
Канада	88,32	107,9	24,79	1,20	10,93	5,90	0,86
Чилі	21,46	115,5	55,20	1,18	1,30	4,60	1,62
Німеччина	48,67	36,6	28,28	1,12	0,78	5,70	0,36
Корея	152,62	84,2	48,02	1,24	3,55	4,40	0,60
Литва	0,73	10,8	17,81	1,12	1,26		0,19
Малайзія	38,94	133,2	52,67	1,21	3,20	4,20	1,19
Мексика	9,66	36,3	49,62	1,25	0,10	3,30	0,32
Чорногорія	2,75	84,4		1,15	4,63	3,50	1,28
Нова Зеландія	15,90	43,0	28,16	1,20	2,81	4,90	0,29
Норвегія	53,43	48,5	45,42	1,26	3,82	6,00	0,33
Перу	2,99	53,5	57,46	1,05	0,66	3,80	1,98
Російська федерація	47,72	49,1	37,50	1,39	0,21	3,10	1,07

1	2	3	4	5	6	7	8
Саудівська Аравія	66,38	58,1	61,60	1,06	0,50	4,40	1,49
Сінгапур	107,70	133,7	47,00	1,17	8,55	6,20	1,24
Швеція	92,94	91,1	70,55	1,29	3,50	5,70	0,70
Швейцарія	159,90	172,5	39,40	1,04	3,04	5,70	1,07
Туреччина	45,54	32,0	56,00	1,39	0,46	4,10	0,68
Великобританія	142,88	108,8	5,19	1,20	3,43	5,90	0,60
США	258,60	103,0	40,76	1,11	1,43	5,70	1,97
Середні	70,78	73,3	40,26	1,20	2,98	4,82	0,94
Стандартне відхилення	50,05	35,65	14,14	0,07	2,20	0,905	0,43

у 4 рази. Ще гіршими були значення показників по ринку акцій – частка біржової торгівлі акціями Топ-10 компаній складала більше 40 % торгів, на емісію акцій 5-ти компаній приходилося більше 55 %.

Слабким є також інституційне забезпечення фінансового ринку України – значення показника цієї якісної характеристики, за оцінкою Міжнародного економічного форуму для нашої країни, має нижчі значення, ніж у будь-якої країни із вибірки досліджуваних країн. Середня його величина для України до 2013 р. дорівнювала 2,9, тоді як середнє по вибірці – 4,82 із найбільшими для Сінгапуру – 6,2, Норвегії – 6, Великобританії – 5,9, США – 5,7. Отже, нормовані значення цього показника у посткризовому періоді мали негативні значення із погіршенням тенденції.

Разом із тим, для України характерна висока частка крупного бізнесу, який є безпосереднім учасником фондового ринку, – 41 % в середньому у післякризовому періоді складала його частка у виробленні продукції та послуг, частка власного капіталу у загальній його величині – 42 %. Цей факт свідчить про високі можливості розвитку ринку та його розширення з позиції збільшення попиту на фінансування через фондовий ринок (рис. 7).

За показниками мінімального масштабу ринку державних облігацій та масштабу економіки країни Україна відповідає вимогам потенціалу розвитку фондового ринку та його розширення.

Останнім часом на підвищену увагу серед вчених отримало питання впливу відповідної структури фінансового ринку на циклічність економіки, можливості фондового ринку або банківського сектора знижувати або збільшувати наслідки фінансово-економічної кризи, забезпечувати фінансування економіки у період рецесії. При цьому, серед переваг банків визнаються їх довгострокові відносини із клієнтами, наявність меншої інформаційної асиметрії, що є важливим в умовах зниження ліквідності фінансового ринку. З іншого боку, банкрутство банків як інститутів фінансового ринку, погіршення їх фінансового стану, необхідність делеверджу суттєвим чином знижують потенціал банків до кредитування економіки. Крім того, як зазначає Бек М. та ін., небажання банків зазнавати збитки часто проковує їх до пролонгації кредитних відносин

із позичальниками із низькою кредитоспроможністю, що знижує швидкість оздоровлення банків та їх очищення від поганих активів [11].

Емпіричні дослідження впливу структури фінансового ринку на циклічність економіки, проведені Р. Кардареллі, Р. Левіном, Дж. Капетаніосом, С. Лаллом, Т. Пумівасаной, Г. Феррейром та ін., засвідчують неоднозначність такого впливу. Так, фінансовий ринок, заснований переважно на банках, збільшує економічну циклічність у більш розвинутих країнах і, навпаки, зменшує у країнах, що розвиваються [11; 12]. Важливим є також факт збігу фінансової кризи та економічної рецесії – наявність такого засвідчує уразливість банків та, відповідно, їх слабкість у підтриманні економіки, в той же час в умовах рецесії без фінансових кризових явищ орієнтований на банки фінансовий ринок краще забезпечує цю функцію [13]. Важливою є також галузева структура економіки, що впливає на залежність тих чи інших видів діяльності до відповідного виду фінансування – на банківське кредитування більше орієнтовані фондоємні компанії із традиційними технологіями. Має значення і вид економічної кризи – якщо вона спровокована необхідністю реструктуризації, перерозподілу ресурсів у ті галузі, що випробовують найбільших інновацій, амплітуда економічного циклу та тривалість рецесії може бути зменшено більш ефективно за рахунок розвинутого фондового ринку [14].

Для оцінки показника структури фінансового ринку застосуємо співвідношення капіталізації ринку акцій до об'єму кредитів приватному сектору у країні. Із 22 країн вибірки 10 за цим показником є країнами із фінансовим ринком, орієнтованим на фондовий ринок (Чилі, Малайзія, Перу, Чорногорія, Російська Федерація, Сінгапур, Саудівська Аравія, Швеція, Швейцарія, США). Таким чином, зберегти функціональну спроможність змогли як країни із орієнтацією на банки, так і на сам фондовий ринок. Середнє значення цього показника – 0,94. Для України значення цього показника після звуження у посткризовий період масштабів фондового ринку з 2008 р. має значення нижче одиниці, що відповідає критерію моделі із орієнтацією на банки. Це підтверджує той факт, що потенціал фінансового ринку більшою мірою формується не структурою

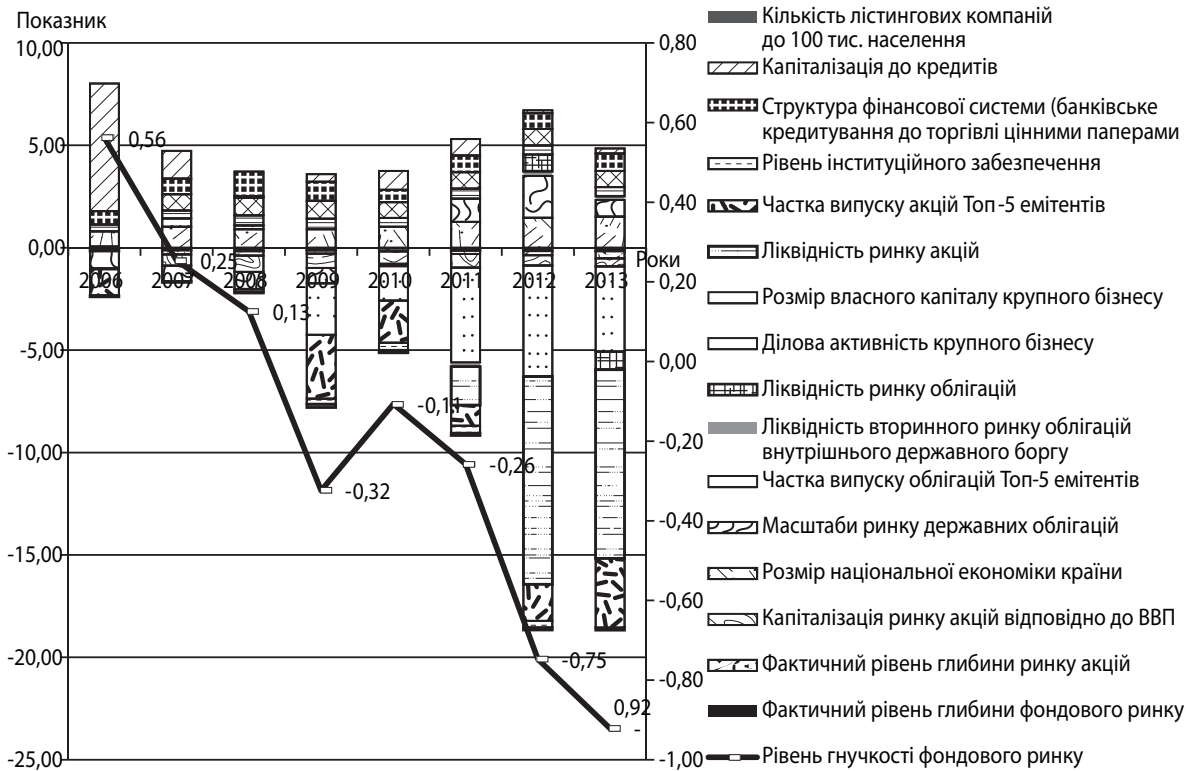


Рис. 7. Нормовані показники гнучкості фондового ринку до розширення перерозподілу фінансових ресурсів (розраховано на основі [10])

останнього, а фінансовим розвитком його складових, що визначають гнучкість його реагування на потреби економіки у короткостроковій і довгостроковій перспективах. Із позиції емпіричних досліджень Н. Лойази, Дж. та ін. у довгостроковій перспективі розвиток фінансового ринку має згладжуючий вплив як на саму волатильність ринку, так і циклічність економіки в цілому [15; 16].

Інтегроване значення гнучкості фінансового ринку до розширення фінансового забезпечення економіки країни має в цілому низпадаючий тренд (рис. 8). Відновившись у посткризовому періоді завдяки стабілізації ситуації у банківській сфері та відносного покращення на фондовому ринку, із початком 2012 р. бачимо суттєве погіршення ситуації – інтегровані значення гнучкості в результаті негативу з боку фондового ринку набули значень навіть нижчі за ті, що спостерігалися протягом фінансово-економічної кризи напередодні.

Доцільною є також оцінка гнучкості фінансового ринку ex-post як результуючої характеристики ефективної адаптації фінансового ринку до викликів економічного середовища, яка здійснюється на основі оцінки динаміки показників, що характеризують відновлення та відповідне розширення фінансового забезпечення економіки – масштаби фінансового ринку у його широкому розумінні та ефективність його взаємодії з реальним сектором. В якості характеристик, що покладено в основу оцінки гнучкості ex-post, застосуємо асиметрію тривалості піднесення у порівнянні з падінням того чи іншого показника у період економічної кризи; асиметрію амплітуди піднесення відносно падіння та стабільність досягнутої позиції:

$$G_{Rex-post} = \left(\sum_{i=1}^n 0,4AS_{TRi} + 0,4AS_{ARi} + 0,2ST_i \right) / n;$$

$$AS_{TRi} = T_{Di} / T_{Ri}, \quad AS_{ARi} = A_{Ri} / A_{Di};$$

$$ST_i = \overline{F_{Ri}} / F_{mini},$$

де AS_{TRi} – асиметрія тривалості піднесення (зростання) показника i ;

AS_{ARi} – асиметрія амплітуди піднесення відносно падіння показника i ;

ST – стабільність позиції за показником i ;

T_{Di} – тривалість погіршення показника i від моменту його пікового (найкращого значення) до моменту його найгіршого значення у роках (кварталах);

T_{Ri} – тривалість досягнення показником i його найкращого значення від моменту максимального падіння до моменту його досягнення кращого рівня у роках (кварталах);

A_{Di} – амплітуда погіршення показника i ;

A_{Ri} – амплітуда повного відновлення рівня показника i з урахуванням його максимального рівня, досягнутого після падіння;

$\overline{F_{Ri}}$ – середнє значення показника i у періоді після його максимального погіршення;

F_{mini} – найгірше значення показника за період дослідження.

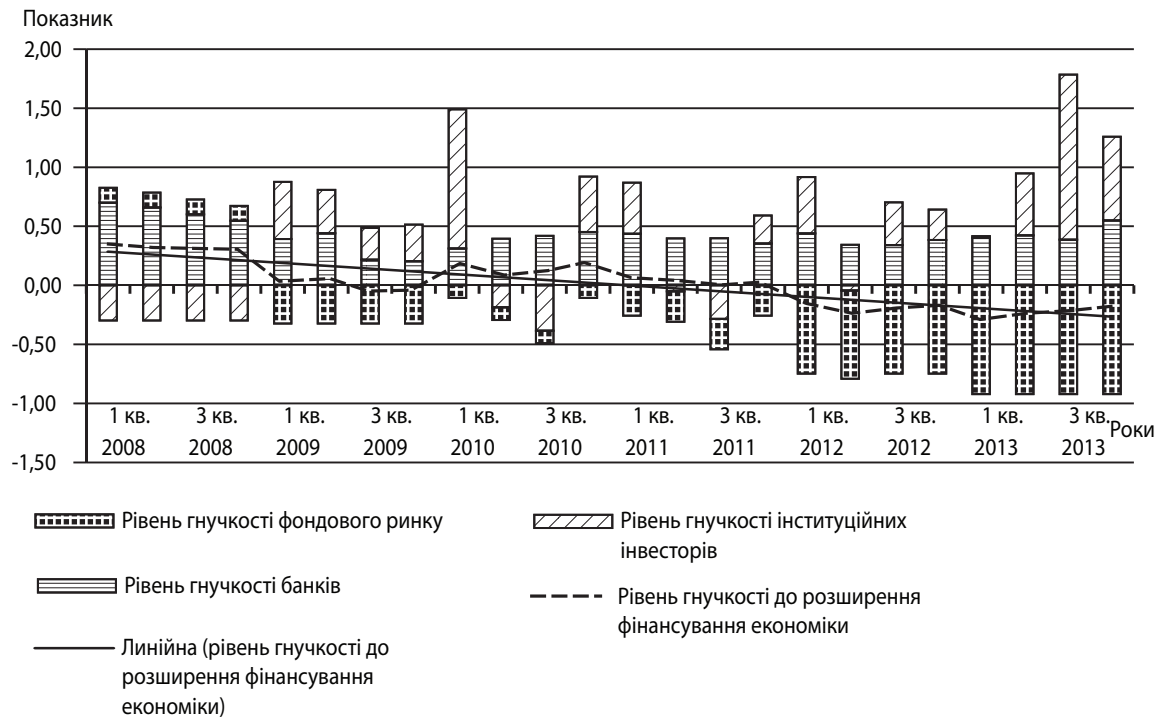


Рис. 8. Інтегрований рівень гнучкості фінансового ринку до розширення фінансування економіки

Результати оцінки відображено в табл. 6. Наведене підтверджує факт неспроможності адекватної адаптації фінансового ринку, яку отримано в результаті аналізу гнучкості ex-ante – середнє значення гнучкості як фактичного результату адаптації за період 2008 – 2013 рр. склало 0,96. Внаслідок недосягнення досліджуваними показниками своїх значень або динаміки, що спостерігалася напередодні економічної кризи, середнє значення асиметрії тривалості падіння відносно відновлення склало величину нижчу одиниці – 0,7, відновлення по більшості характеристик фінансового ринку було на 30 % довшим за їх падіння. Меншою за одиницю була і асиметрія амплітуди піднесення відносно падіння показників – 0,91. Серед показників, що свідчать про часткове відновлення або розширення функціональної спроможності фінансового ринку, є показник монетизації економіки, частки кредитування промисловості до об'ємів кредитування, частки довгострокового кредитування підприємств у загальній сумі їх кредитування, динаміки випуску акцій нефінансовими корпораціями. На фоні цього звертають на себе увагу неспроможність відновити ефективність фінансування економіки банками – співвідношення валової доданої вартості до кредитів реальному сектору склало тільки 34 % від докризової величини, аналогічний рівень відновлення за показником забезпечення кредитними ресурсами капіталовкладень, вкрай повільними були і темпи відновлення об'ємів торгів на фондовому ринку, рівня капіталізації до ВВП.

Отже, зробимо наступні висновки:

- оцінку гнучкості фінансового ринку доцільно здійснювати у двох вимірах: як результуючої характеристики ефективної адаптації фінансового ринку до викликів економічного середовища і як буферного запасу адаптивної реакції;

- отримане інтегроване значення гнучкості фінансового ринку України до розширення фінансового забезпечення економіки ex-ante мало низпадаючий тренд, в першу чергу, завдяки слабкості та незрозумитості фондового ринку в країні;
- підтверджує факт неспроможності адекватної адаптації фінансового ринку, отриману в результаті аналізу гнучкості ex-ante результату оцінки гнучкості як фактичного результату адаптації за період 2008 – 2013 рр.;
- слабкість потенціалу фінансового ринку дає підстави висунути гіпотезу про закономірності тенденції подальшого суттєвого погіршення його функціональної спроможності у 2014 р.

ЛІТЕРАТУРА

- Assessing global liquidity from a financial stability perspective [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bis.org/speeches/sp121122.pdf>
- Global liquidity – concept, measurement and policy implications [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bis.org/publ/cgfs45.htm>
- Офіційний сайт Світового банку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://data.worldbank.org/topic/financial-sector>
- Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/control/uk/index>
- Офіційний сайт Державного комітету статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua/>
- Офіційний сайт ОЕСР [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://data.oecd.org/>

Таблиця 6

Показники гнучкості фінансового ринку до розширення фінансового забезпечення економіки України як результатуючої характеристики його ефективної адаптації (ex-post)

Показники	Середня за період величина підвищення	Тривалість падіння, років	Тривалість відновлення років	Амплітуда падіння	Амплітуда розширення	Асиметрія тривалості розширення	Асиметрія розширення відносно падіння	Стійкість позиції	Гнучкість до розширення фін-го забезпечення
Монетизація ВВП	0,56	4	2	0,023	0,098	2	4,24	1,05	2,71
Валова додана вартість до кредитів реальному сектору	1,13	3	4	0,70	0,24	0,75	0,34	1,16	0,67
Динаміка кредитування реального сектора	1,11	1	4	0,66	0,11	0,25	0,16	1,06	0,38
Кредити реальному сектору до капіталовкладень	0,24	1	4	0,66	0,23	0,25	0,34	1,93	0,62
Довгострокові кредити реальному сектору до капіталовкладень	0,08	1	4	0,43	0,03	0,25	0,08	1,29	0,39
Частка кредитування промисловості у загальній сумі кредитування реального сектора	0,27	1	1	0,01	0,03	1	3,28	1,02	1,92
Частка довгострокового кредитування реального сектора у загальній сумі наданих йому кредитів	0,55	1	4	0,01	0,02	0,25	1,07	0,96	0,72
Частка кредитування малого бізнесу у кредитах реальному сектору	0,05	1	4	0,02	0	0,25	0,00	0,71	0,24
Приріст депозитів	1,20	2	4	0,55	0,30	0,5	0,55	1,22	0,66
Емісія облігацій до величини капіталовкладень у реальному секторі економіки	0,12	3	2	0,13	0,13	1,5	0,99	0,46	1,09
Динаміка об'ємів торгівлі облігаціями	1,18	3	4	1,76	1,10	0,75	0,62	3,00	1,15
Динаміка об'ємів торгівлі акціями		5	5	0,33	0	1	0,00	0,00	0,40
Динаміка випуску акцій нефінансовими корпораціями	0,88	3	3	0,53	0,73	1	1,37	2,06	1,36
Співвідношення капіталізації до ВВП	0,15	1	5	0,69	0,10	0,2	0,15	1,68	0,48
Емісія акцій до величини капіталовкладень	0,17	1	2	0,64	0,25	0,5	0,39	6,16	1,59
Середні значення	0,55	2,07	3,47	0,48	0,22	0,70	0,91	1,58	0,96

7. Офіційний сайт Української асоціації інвестиційного бізнесу [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ_ici_quart/151968.html
8. Financial globalization: Retreat or reset? Global capital markets 2013 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.mckinsey.com/>
9. Financial Structure and Economic Growth: A Cross-country Comparison of Banks, markets and development / A. Demirgüç-Kunt, R. Levine [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>
10. Bech M. L. Monetary policy in a downturn: Are financial crises special? / M. L. Bech, L. Gambacorta, E. Kharroubi. – 2012 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bis.org/publ/work388.htm>
11. Phumiwasana T. Financial Structure, Economic Growth and Stability / T. Phumiwasana [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.gbv.de/dms/zbw/557915600.pdf>
12. Ferreira T. Financial Development and Economic Fluctuations / Tiryaki Gisele Ferreira // Middle East Technical University Studies in Development. – 2003. – No 30 (1). – С. 89 – 106.
13. Financial structure and growth. – 2014 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1403e.htm
14. How Do Financial Systems Affect Economic Cycles? [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2006/02/pdf/weo0906.pdf>
15. Lopez J. Financial Structure and Macroeconomic Performance over the Short and Long Run / J. A. Lopez, M. M. Spiegel // Pacific Basin Working Paper Series. – 2002. – No PB02-05.
16. Loayza N. Financial Development, Financial Fragility, and Growth / N. Loayza, R. Ranciere [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp05170.pdf>
- Bech, M. L., Gambacorta, L., and Kharroubi, E. “Monetary policy in a downturn: Are financial crises special?” <http://www.bis.org/publ/work388.htm>
- Demirguc-Kunt, A., and Levine, R. “Financial Structure and Economic Growth: A Cross-country Comparison of Banks, markets and development” <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>
- “Financial globalization: Retreat or reset? Global capital markets 2013” <http://www.mckinsey.com/>
- Ferreira, T. “Financial Development and Economic Fluctuations” Middle East Technical University Studies in Development, no. 30(1) (2003): 89-106.
- “Financial structure and growth” http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1403e.htm
- “Global liquidity - concept, measurement and policy implications” <http://www.bis.org/publ/cgfs45.htm>
- “How Do Financial Systems Affect Economic Cycles?” <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2006/02/pdf/weo0906.pdf>
- Lopez, J. A., and Spiegel, M. M. “Financial Structure and Macroeconomic Performance over the Short and Long Run” Pacific Basin Working Paper Series, no. PB02-05 (2002).
- Loayza, N., and Ranciere, R. “Financial Development, Financial Fragility, and Growth” <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp05170.pdf>
- Ofitsiyniyi sait Derzhavnoho komitetu statystyky Ukrainy. <http://www.ukrstat.gov.ua/>
- Ofitsiyniyi sait OESR. <http://data.oecd.org/>
- Ofitsiyniyi sait Natsionalnoho banku Ukrainy. <http://www.bank.gov.ua/control/uk/index>
- Ofitsiyniyi sait Svitovoho banku. <http://data.worldbank.org/topic/financial-sector>
- Ofitsiyniyi sait Ukrainskoi asotsiatsii investytsiinoho biznesu. http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ_ici_quart/151968.html
- Phumiwasana, T. “Financial Structure, Economic Growth and Stability” <http://www.gbv.de/dms/zbw/557915600.pdf>

REFERENCES

“Assessing global liquidity from a financial stability perspective” <http://www.bis.org/speeches/sp121122.pdf>