

УДК 336.22

ПОРОГИ І МОЖЛИВОСТІ ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛІЗАЦІЇ

В. Корнєєв

Інститут економіки та прогнозування НАН України

Розглянуто пошук причин, зокрема й методологічного характеру, що сприяли розвитку негативних тенденцій, для спрямування фінансів на потреби сьогодення з одночасним урахуванням можливостей їх перспективи як основи добробуту нації.

Ключові слова: фінанси, криза, фінансова політика, фінансова стабілізація.

Фінансові ринки – міжнародні та вітчизняний, незважаючи на окремі індикативні сигнали припинення падіння, продовжують перебувати в кризовому стані. Підтвердженням цього є все ще переважно невтішна відповідна фінансова та корпоративна інформація. Для прикладу: щорічний Давоський економічний форум наприкінці січня 2009 р. проходив у мінорних тонах (окрім виступу прем'єра КНР); саміт G-20 на початку квітня 2009 р. мав також стримано-обнадійливий характер.

Варіативність оцінок втрат світової економіки від фінансової кризи наприкінці 2008 р. коливалися в межах від 1,5 до 5,0 трлн дол. Банк Англії оприлюднив збиткові дані обсягом 2,8 трлн дол. Станом на початок квітня 2009 р. сукупний обсяг національних планів 27 держав ЄС щодо підтримки фінансового сектора досягнув 3 трлн. євро.

Криза засвідчила слабку результативність функціонування національних фінансових регуляторів. Спекулянти, які торгують ризиками знехтували рестрикціями регуляторів, які ці ризики унормовують. У банківській сфері Базельські стандарти достатності капіталу не убезпечили від глобальних фінансових катаклізмів. Усталені методики визначення вартості активів і платоспроможності контрагентів у кризових умовах виявились не дійсними, складні структуровані фінансові інструменти провокаційними, а рейтинги та індекси – нерелевантними.

Суб'єктивні ілюзії системи розкриття інформації показали неадекватність наявних оцінок прозорості ринків, що проявилось у фактично довільних докризових спекулятивних маніпуляціях та інсайдерській торгівлі інформацією.

Поступово непоодиноким фінансовим рейдерством стало реальною антитезою фінансовій стабільності макро- і мікроринків під егідою МВФ та інших міжнародних інститутів. Для багатьох ринків і країн недостатньо аргументована т. зв. “концепція прискорюваної економіки” виявилась словесною еквілібристикою в рамках більш явної моделі чи то залежно–наздоганяючого, чи то аутсайдерського розвитку.

У 2009 р. МВФ прогнозує зростання світового ВВП всього на 3 %, що ненабагато перевищує показник 2,5 %, який вважається пороговим значенням для настання глобальної рецесії.

Щодо України, то після планованого зростання вітчизняної економіки на 6 % у 2008 р., МВФ прогнозує наступне 3 % її падіння у 2009 р. Інфляція, ймовірно зменшиться з очікуваних у 2008 р. 25 % до також очікуваних 17 % у 2009 р. За умов “кредитного стиснення” та з інших причин зазнало скорочення виробництво практично в усіх галузях вітчизняної економіки при одночасному зростанні імпорту. Від'ємне сальдо зовнішньоторговельного балансу України за дев'ять місяців 2008 р. становило 10,3 млрд, однак при надходженні 14,7 млрд дол. по фінансовому рахунку забезпечувався профіцит платіжного балансу.

Внаслідок кризи для фінансових систем багатьох країн світу залишаються невирішеними три такі взаємопов'язані проблеми: а) проблема ліквідності (недостатність капіталу); б) зниження і нестабільність вартісної оцінки активів; в) порушення функціонування фінансових ринків.

Оскільки нинішня криза є кризою ліквідності (після кредитної експансії настало кредитне стиснення), то слід першу проблему визнати основною і питання відновлення ліквідності

першочерговими. Проблема ліквідності в умовах відкритої економіки є фактично платою (штрафною санкцією) за зловживання транскордонними кредитними операціями і запозиченнями.

Відповідні дії монетарної та виконавчої влади в різних країнах зводяться до реалізації заходів підтримки ліквідності фінансових інститутів, які появляються через: а) рефінансування центробанками банків другого рівня в межах наявних резервів; б) зміни в дисконтній політиці при зменшенні облікових ставок; в) використання ресурсів міжнародних фінансових організацій, – МВФ, групи Світового та інших банків; г) інші заходи (інструменти страхування та гарантування).

Ще 12 грудня ЄС прийняв план стимулювання економіки своїх країн-членів у 2009 р. обсягом близько 200 млрд євро (1,5 % ВВП), які передбачається (узгоджено з відповідними заходами в США) спрямувати на кредитування приватного сектора, сприяння розвитку малого і середнього бізнесу одночасно зі зменшенням податків і бюджетних витрат. Японія тричі оприлюднювала програми стимулювання економіки (остання з них на початку квітня), загальний обсяг фінансування за ними становив 150 млрд дол. (майже 3 % ВВП країни). В США спочатку “план Полсона”, а потім і план адміністрації Б.Обами також центральним своїм пунктом мають підтримку ліквідності фінансової системи.

Дії зарубіжних центробанків за кризових обставин нагадують пожежні заходи: наприклад, ФРС США надавала змогу первинним дилерам користуватись її кредитами безпосередньо, а ЄЦБ розширив коло інструментів підтримки ліквідності в доларах США, тобто функція кредитора останньої інстанції в обох випадках використовується повною мірою. Проблема регулятивної діяльності центробанків виявляється у тому, що вони вимушені бути “суддями в оцінці активів і розподілу ризиків в економіці”.

Окремим характерним проявом пошуку засобів виходу з кризового стану стають спроби окремих країн і регіонів встановити відокремлені (від інших країн і регіонів) автономні умови стабілізації власних ринків. Фінансова регіоналізація стає формою забезпечення від глобальних катаклізмів і є відповіддю–відмовою від моделі однополярного фінансового світу з традиційною до останнього часу концентрацією ресурсів у Нью-Йорку і Лондоні (фактично цим ставиться питання про перспективи розвитку англо-американської фінансової моделі).

Наприклад, 24.10.2008 р. на саміті “Азія–Європа” в м. Пекін були озвучені наміри створення регіональних валютних резервів обсягом 80 млрд дол. в рамках формату “10+3” (країни АСЕАН, Китай, Японія та Республіка Корея), якими зможуть користуватися країни–учасники такої угоди. Надалі можна очікувати появи й інших подібних багатосторонніх фінансових утворень з частковою “регіоналізацією” функцій МВФ.

Лідери країн–членів “ALBA” – регіональної Боліваріанської альтернативи для Америки, до складу якої входять Венесуела, Куба, Болівія, Нікарагуа, Домініка та Гондурас заявили про створення власної єдиної валюти – сукре як противаги долару США та відмови від останнього при здійсненні взаєморозрахунків.

Однак вжиті заходи явно недостатньо сприяють стабілізації фінансових ринків розвинутих країн і тих, що розвиваються. За оптимістичними прогнозами, стабілізація очікується на порубіжні 2009/2010 рр.

В Україні антикризові заходи спрямовані перш за все на підтримку ліквідності банків і банківської системи України, де роль НБУ є непересічною. Нормативні обмеження дострокової видачі депозитів і приріст кредитного портфеля в межах погашення (відома Постанова НБУ № 319 від 13.10.2008 р.) адміністративним шляхом стримали ознаки паніки, і заслуговують на позитивну оцінку як виправданий винятковий засіб регулятивної рестрикції держави.

В рамках стабілізації вітчизняного фінансового ринку регулятивний вектор дій НБУ спрямовувався на забезпечення ліквідності банківської системи України. Основні аспекти антикризових дій НБУ – здійснення грошово-кредитної та валютно-курсової політики через активізацію механізмів рефінансування, зміни в політиці резервування, стримування відтоку коштів за межі банківської системи з варіативним використанням інтервенційних інструментів. Було запроваджено низку додаткових заходів, спрямованих на нівелювання кризових проявів на грошово-кредитному ринку, а саме: зменшення попиту на іноземну валюту на внутрішньому ринку, нормалізації функціонування банківської системи стосовно повернення до висхідної динаміки депозитів, активізації функціонування міжбанківського кредитного ринку, збереження довіри до національної валюти.

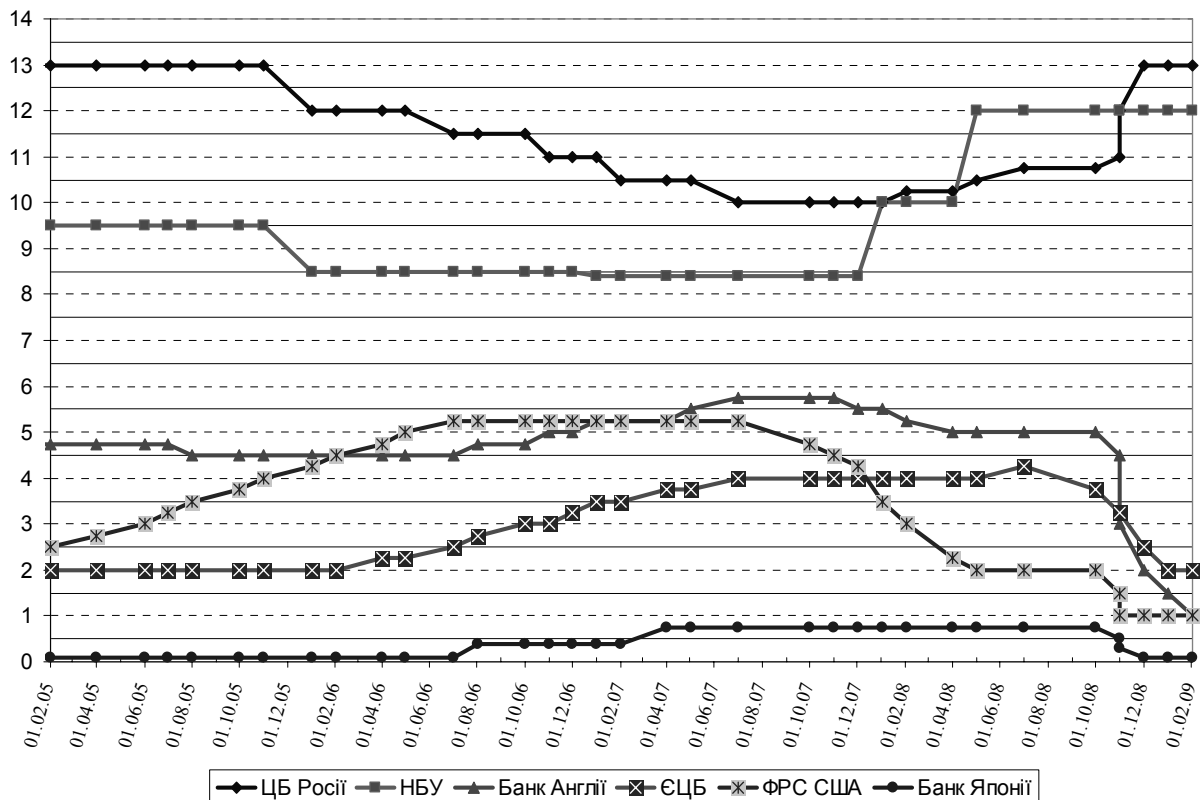
Політика рефінансування НБУ спрямовувалась на забезпечення стабільності банківської системи, сприяння відновленню кредитування економіки та забезпечення прогнозованості змін обмінного курсу. Протягом 2008 року банки були рефінансовані на загальну суму 169,5 млрд грн, у тім числі у IV кварталі – на 106 млрд грн, тобто 62,5% від загального обсягу. У грудні зазначені показники становили – 30,7 млрд грн (18,1%). Залишок за кредитами рефінансування наприкінці 2008 р. становив 60,6 млрд грн.

Капітальна база банків нарощувалась відповідно до нормативних вимог і ринкових можливостей банківського менеджменту. Норматив адекватності регулятивного капіталу (Н2) по банківській системі у 2008 р. характеризувався як прийнятний, і станом на 1.01.2009 р. становив 14,01% (для порівняння – на 1.01.2008 р. – 13,92%).

Для збільшення ресурсів у розпорядженні банків НБУ встановив з 5.01.2009 р. нормативи формування банками обов'язкових резервів за строковими вкладками та коштами до запитання на поточних рахунках юридичних і фізичних осіб у гривні на рівні 0% та норматив обов'язкового резервування за строковими вкладками в іноземній валюті на рівні 4%, а за коштами на поточних рахунках та депозитами на вимогу нефінансових корпорацій та домашніх господарств – 7%.

Значне місце серед антикризових важелів займають ресурси МВФ, за яким було надано перший транш стабілізаційного кредиту для України (станом на середину квітня) обсягом 4,5 млрд дол. Безумовним ситуативним позитивом є отримання коштів від Японії на таку ж суму в рамках продажу екологічних квот по Кіотському протоколу.

Облікова ставка НБУ як орієнтир ціни на гроші в Україні з 30.04.2008 р. встановлена на рівні 12% і такою зберігається донині. В умовах, коли центробанки групи країн світу для стимулювання ділової і кредитної активності знижують свої облікові ставки (станом на 01.02.2009 р. базова ФРС США складає 1%, інших центробанків: Японії – 0,1%, ЄЦБ – 2%, Англії – 1%), то в Україні і в Росії – рекордні на тлі інших відповідно 12% і 13%, що графічно показано в динаміці на рисунку.



Динаміка облікової ставки центральних банків зарубіжних країн

Тренди дисконтної політики в розвинутих країнах – з одного боку, та в Україні і Росії – з іншого, є протилежними. Якщо зазначена ставка в Росії має пояснення з огляду на значне власне енергоресурсне забезпечення, наявність експортних податків на енергоносії та можливість

покривати бюджетні видатки за рахунок “заспокійливого” Стабілізаційного фонду, то в Україні такі “козири” відсутні. Така політика “дорогих грошей” є антиінфляційною, але з іншого боку, стримує ділову активність і попит на гроші.

Девальвація валюти, як відомо, є засобом стимулювання експорту. Але для вітчизняних підприємств на сьогодні першочерговим завданням є не розширення експорту, а переоснащення виробництва і відновлення основного капіталу. Для цього потрібні інвестиції, які будуть надходити тільки при сильній національній валюті.

Для підприємств України всіх галузей, а не тільки вибіркових, питання дорожнечі ресурсів стоїть не так гостро, як питання відсутності замовлень. На перше місце виходить проблема збуту (не тільки для підприємств–експортерів, а й щодо недобудованих чи побудованих (але не розпроданих) об’єктів будівництва саме на внутрішньому ринку, реалізації банками заставленого майна та ін.). Тому відновлення держзамовлень повинно стати наріжним каменем підтримки вітчизняних підприємств.

Основний індикатор фондового ринку – індекс ПФТС пульсує все ще у “лікарняному” режимі – його значення на 15.04.2009 р. заледве перевищило 300 пунктів. Ще звісно далеко до захмарних минулорічних понад тисячу пунктів, але (щоб не зурочити) надія про проходження “ведмежої” точки падіння підтримується щоразу з оцінкою динаміки цього індексу. Проте, зростання індексів в Україні (і за рубежем) може відображати тільки результат фондових маніпуляцій, а не дійсні позитивні зміни.

Для України до цього часу нерозв’язаною проблемою залишається відсутність міжнародних стандартів гарантування і страхування від інвестиційних ризиків. Тому, окрім відновлення і подальшої інтенсифікації переговорів з ОПІС, необхідно аналогічні заходи здійснювати і з потенційними аналогічними європейськими партнерами – структурами HERMES, COFAS (організації по страхуванню відповідно німецьких і французьких інвестицій). У рамках співробітництва України зі Світовим банком необхідна результативна участь у діяльності MIGA (Багатостороннє агентство гарантування інвестицій) та ICSID (Міжнародний центр з врегулювання інвестиційних спорів).

Окрема проблема: у процесі націоналізації банків обсяг корпоративних прав держави буде збільшуватись (за даними Мінфіну, на врятування банків держава планує витратити до 20 млрд грн, тобто на таку величину збільшиться обсяг державних корпоративних прав). Яка структура буде управляти цими набутими корпоративними правами? Бо й зі “старими” правами достатньо клопоту ...

Для вітчизняної фінансової системи проблемою є постійно недостатній фріфлоут (від англ. – “free float” – вільний обіг акцій). Ринок акцій України до цього часу розвивався як ринок корпоративного контролю, а не як ринок інвестицій. Збільшення частки держави в структурі капіталу банків одночасно означає високу ймовірність знерухомлення вторинного ринку акцій, і без того з різних причин малоактивного. Тому потрібні не тільки механізми придбання державою знецінених/недооцінених активів та “вступу у власність”. Потрібна спеціальна компанія по управлінню корпоративними правами держави – уповноваженою на це зразу і надовго (на кшталт ліквідованого кілька років тому Держінвеста). Повноваження відповідного профільного департаменту у складі ФДМУ та результати його діяльності на сьогодні надто обмежені.

Світова криза вкрай негативно відображається на фінансовому секторі України. Зокрема, через унеможливлення більш-менш точної оцінки вартості грошей та інших активів, падіння інвестиційної привабливості цінних паперів (акцій та облігацій) вітчизняних емітентів на світових ринках (у тім числі і держави). Зовнішні ринки закриваються через їх стагнацію. Вже нині практично зупинився механізм рефінансування минулих запозичень через нові ланцюгові позики.

У нестабільні періоди актуалізується аналіз динаміки конкретних акцій, а не комбінованих портфельів. Тому слід очікувати саме “точкових”, а не портфельних інвестицій. Наприклад, зацікавленість в придбанні знецінених західних активів проявляють арабські інвестори. У Китаї з 2006 р. розгортає діяльність державна інвестиційна компанія, основним завданням якої є придбання зарубіжних активів.

Треба також очікувати активізації угод злиття і поглинання компаній (M&A) як посткризової реакції на необхідність переділу і реструктуризації корпоративної власності та бізнесу. Реструктуризація бізнесу і активізація угод злиття і поглинання можуть суттєво змінити фінансовий і економічний “ландшафт” світу та окремих країн (окрім ісламських, фінансові ринки яких розвиваються не на кредитній основі у розумінні західної моделі). Довгострокові наслідки краху інвестиційних банків поки чітко не проглядаються, проте мають вагомий підстави очікування консолідації різних фінансових сегментів на основі універсалізації діяльності фінансових установ.

Основу регулятивної протидії негативному впливу світової фінансової кризи на розвиток фінансової системи України повинні складати група відповідних “амортизаторів”, – і переважно, державних.

Зокрема, серед них:

- створення і головне наповнення ресурсами Стабілізаційного фонду;
- підвищення ліквідності банківської, і через неї всієї фінансової системи (отримання кредиту МВФ, ряд монетарних інструментів НБУ в частині девізної і дисконтної політики);
- ініціювання Урядом спеціальних угод з підприємствами ключових галузей економіки України щодо особливих режимів їх функціонування у кризових умовах;
- націоналізація потенційних банкрутів через придбання державою акцій нових випусків таких претендентів (тут обов’язково треба встигнути до офіційної об’яви неплатоспроможності, оскільки акції ніяк не можна випускати при наявності збитків);
- підтримка внутрішнього попиту через стимулювання внутрішнього виробництва (наприклад, через адресні держзамовлення для вітчизняних підприємств).

Фінансові ринки постійно потребують антикризового моніторингу – як превентивного, так і під час кризи. Зростання ринків (у т.ч. кредитна експансія) повинні підтримуватись і балансуватись реальними заощадженнями, а не спекулятивним зростанням вартості активів.

Наявні засоби убезпечення від ризиків і вимоги до розкриття інформації показали свою обмеженість та неефективність. Тому необхідний більш-менш узгоджений режим наднаціонального регулювання та координації фінансових ринків. Для цього слід модифікувати систему міжнародного права і в першу чергу – забезпечити належне розкриття інформації щодо операцій на глобальних ринках та інтеграцію міжнародної фінансової статистики (на сьогодні розрізненої). Стандарти достатності банківського капіталу повинні бути доповнені новими угодами, які б перекривали ризики не тільки банківської, а всієї фінансової системи.

Найвагомішим засобом утримання стабільності є збереження довіри вкладників (для банківської системи) та інвесторів (для фондового ринку). Керована поведінка масових учасників фінансових ринків є основою стабілізації останніх. Монетарні інструменти нівелювання наслідків кризи є недостатніми і повинні доповнюватися структурними зрушеннями в “реальній” економіці.

Реалізація концепції “саморегулювання” є обмеженою. Регулятивний вплив державних інституцій (в першу чергу центробанків) був і залишається визначальним для забезпечення стійкості ринків.

THRESHOLDS AND POSSIBILITIES OF FINANCIAL STABILIZATION

V. Korneev

Institute of economy and prognostication of NAS of Ukraine

The article is devoted to the research of causes of methodological kind that assisted to the development of negative tendencies. The main purpose is usage of finance for the necessities of current time with further opportunities of its application for the welfare of nation.

Key words: finances, crisis, financial politics, financial stabilization.

ПОРОГИ И ВОЗМОЖНОСТИ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛИЗАЦИИ

В. Корнеев

Институт экономики и прогнозирования НАН Украины

Рассмотрено поиск причин, в частности и методологического характера, что содействовали развитию негативных тенденций с целью направления финансов на потребности настоящего с одновременным учетом возможностей их перспективы как основы благосостояния нации.

Ключевые слова: финансы, кризис, финансовая политика, финансовая стабилизация.