

Сергій М. Козьменко, Максим В. Корнєєв, В'ячеслав В. Македон
**ФІНАНСІАЛІЗАЦІЯ ЕКОНОМІКИ ТА ЇЇ ВПЛИВ НА ІНДИКАТОРИ
СОЦІАЛЬНО-ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ ОКРЕМИХ КРАЇН**

У статті досліджено процес фінансіалізації економіки. Окреслено ключові особливості явища фінансіалізації. Подальший розвиток отримали питання впливу фінансіалізації економіки на індикатори соціально-економічного розвитку окремих країн. Ключові слова: фінансіалізація; соціально-економічний розвиток; фінансовий сектор; товарний ринок.

Табл. 1. Рис. 2. Літ. 12.

Сергей Н. Козьменко, Максим В. Корнеев, Вячеслав В. Македон
**ФИНАНСИАЛИЗАЦИЯ ЭКОНОМИКИ И ЕЕ ВЛИЯНИЕ
НА ИНДИКАТОРЫ СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКОГО
РАЗВИТИЯ ОТДЕЛЬНЫХ СТРАН**

В статье исследован процесс финансовализации экономики. Определены ключевые особенности явления финансовализации. Дальнейшее развитие получили вопросы влияния финансовализации экономики на индикаторы социально-экономического развития отдельных стран.

Ключевые слова: финансовализация; социально-экономическое развитие; финансовый сектор, товарный рынок.

Serhiy M. Kozmenko¹, Maksym V. Korneyev², Vyacheslav V. Makedon³
**FINANCIALISATION OF ECONOMY AND ITS INFLUENCE
ON THE INDICATORS OF COUNTRIES'
SOCIOECONOMIC DEVELOPMENT**

The article explores the process of economy financialisation. Key features of this phenomenon are outlined. The aspects of influence of economy financialisation on the indicators of country's socioeconomic development are studied.

Keywords: financialisation; socioeconomic development; financial sector; commodity market.

Постановка проблеми. В умовах безперервних трансформацій парадигми окремих економік, освоєння ринкових відносин і фундаменталізації фінансових систем постійно присутньою є загроза прояву і розростання фінансово-економічних криз, які створюють внутрішні і зовнішні загрози соціально-економічній стабільності, спричиняють погіршення макроекономічних показників, скорочення власних фінансових ресурсів. Світова практика економічного розвитку більшості країн світу дозволяє виділити сильну кореляційну залежність між рівнем розвитку фінансового сектора економіки, темпами її зростання та показниками соціально-економічного розвитку. Стабільне соціально-економічне зростання продукує збільшення попиту на фінансові послуги і стимулює розвиток фінансового сектора, а отже, як правило, й реального. Більш розвинена сфера фінансових послуг сприяє більш ефективному перерозподілу ресурсів, що позитивно впливає на динаміку подальшого соціально-економічного розвитку та зміцнення економіки. Вищезазначене актуалізує

¹ Ukrainian Academy of Banking of the National Bank of Ukraine, Sumy, Ukraine.

² AgroInvestGroup, LLC, Dnipropetrovsk, Ukraine.

³ AgroInvestGroup, LLC, Dnipropetrovsk, Ukraine.

дослідження у напрямі теоретико-методологічного обґрунтування впливу фінансiалiзацiї економiки на iндикатори соцiально-економiчного розвитку окремих країн.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питанням визначення взаємозв'язку рівня фінансiалiзацiї економiки та iндикаторiв соцiально-економiчного розвитку окремих країн присвячено праці таких зарубіжних вчених, як: Дж. Асса [1], Т. Бек [2], І. Гонзалез [4], Дж. Грінвуд [5], А. Деміргук-Кунт [2], С. Джаніней [7], Б. Джовановіч [5], Б. Кус [8], Дж. Тейлор [11] та ін.

Невирішені частини проблеми. Вітчизняні науковці й досі практично не приділяють уваги дослідженню проблематики впливу фінансiалiзацiї економiки на соцiально-економiчний розвиток країни, особливо на модельному рівні. Це обумовлює доволі слабкий рівень розвитку вітчизняного фінансового сектору порівняно з відповідними секторами багатьох зарубіжних країн.

Метою дослідження є: визначити рівень iнтеграцiї процесу фінансiалiзацiї у соцiально-економiчні процеси країн, що розвиваються; охарактеризувати домінуючі особливості процесу фінансiалiзацiї, які визначають соцiально-економiчне зростання окремої економiки; дослідити вплив фінансiалiзацiї економiки на показники соцiально-економiчного розвитку окремих країн на теоретичному та модельному рівнях.

Основні результати дослідження. Фінансовий сектор та засади його регулювання повинні враховуватися при формуванні ринкової інфраструктури. Основною метою регулювання фінансового сектора є насамперед досягнення стабільності, що в довгостроковій перспективі забезпечить необхідні темпи зростання і рівновагу економiки в цілому. Оцінюючи оптимальний розмір фінансового сектора, слід зазначити, що за останні 50 років його доля в сукупних доходах окремих економiк більш ніж подвоїлася. Для встановлення оптимальних розмірів фінансового сектора необхідно заглибитися в суть такого явища, як «фінансiалiзацiя» (процес трансформації фінансового капіталу у фіктивний і віртуальний капітал та його відділення від реальної, виробничої сфери) [9; 10]. Сам процес фінансiалiзацiї формує досить складну систему, в якій будь-який вироблений товар (послуга) перетворюються на різні похідні, що створює умови для переважання фінансового ринку над традиційною промисловою економiкою (рис. 1). Процес фінансiалiзацiї, окрім фінансового сектора, зачіпає й товарні ринки, iндивiдуальні види підприємництва, корпоративну економiку та державний сектор. Виділимо та обґрунтуємо провідні аспекти надмірної фінансiалiзацiї, які здатні визначати соцiально-економiчне зростання окремих економiк.

1. Скасування державного регулювання товарних ринків та спрощення доступу до надмірної ліквідності формує фінансiалiзацiю таких ринків, що може, у свою чергу, привести до зростання нестабільності на них. У разі надмірної фінансiалiзацiї товари перетворюються на різновид активів, тому їх ціна залежить не лише від попиту та пропозиції на товар в реальному секторі економiки, але і від попиту та пропозиції на товар як фінансовий актив. Стійкий розрив між цінами товарів на готівковому ринку та цінами фінансових iнструментiв, похідних від цих товарів, явно свідчить про процес фінансiалiзацiї товарних ринків [11].

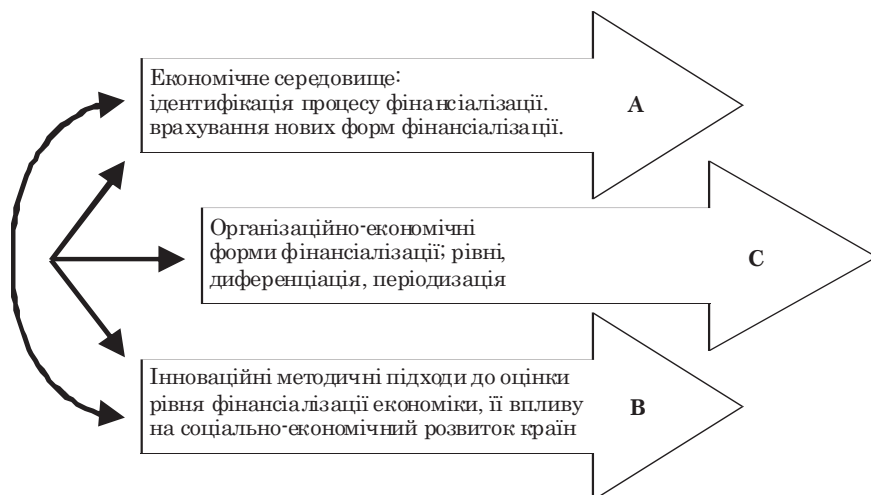


Рис. 1. Рівні організаційної динаміки процесу фінансіалізації економіки, авторська розробка

2. Можна спостерігати істотну фінансіалізацію бюджетів приватних осіб. Зміни в попиті на житло або транспортні засоби більшою мірою визначаються умовами кредитування, а не припущеннями про еластичність попиту за ціною і доходом.

3. Процес фінансіалізації поглинає корпоративну економіку. Корпоративні структури природно випробовують вплив фінансових ринків (багато корпорацій отримують доходи саме від високоризикових фінансових операцій, не пов'язаних в багатьох випадках з їх основною діяльністю).

4. У розвинених країнах відбувається надмірна фінансіалізація самого фінансового сектора. Багаторівнева структура більшості фінансових операцій, складність інноваційних фінансових інструментів часто мають деформуючий вплив на ринкову ситуацію, призводять до порушень законодавчих вимог про прозорість угод і достатність власного капіталу, що неминуче підвищує ризики фінансових операцій в цілому.

Ці складові дозволяють розвинути схему загальнотеоретичної панорами процесу фінансіалізації у пов'язаних економічних системах (рис. 2).

Показники, що характеризують рівень фінансіалізації економіки (зростання частки фінансового сектора у ВВП країни; темпи зростання доходів фінансових інститутів у порівнянні з доходами усіх корпорацій, що беруть участь в підприємницькій діяльності; частка тіньових банківських операцій і угод з похідними фінансовими інструментами в діяльності фінансового сектора в цілому тощо), необхідно систематично співставляти з індикаторами соціально-економічного розвитку, стабільності в окремих країнах з метою подальшого визначення оптимального рівня такої фінансіалізації [1; 9; 10].

Беззаперечним є існування взаємозв'язку різних показників фінансіалізації з окремими соціально-економічними індикаторами (нерівномірність розподілу доходів населення, рівень безробіття, рівень бідності тощо). Вчені зазначають як позитивний, так і негативний вплив фінансіалізації на інди-

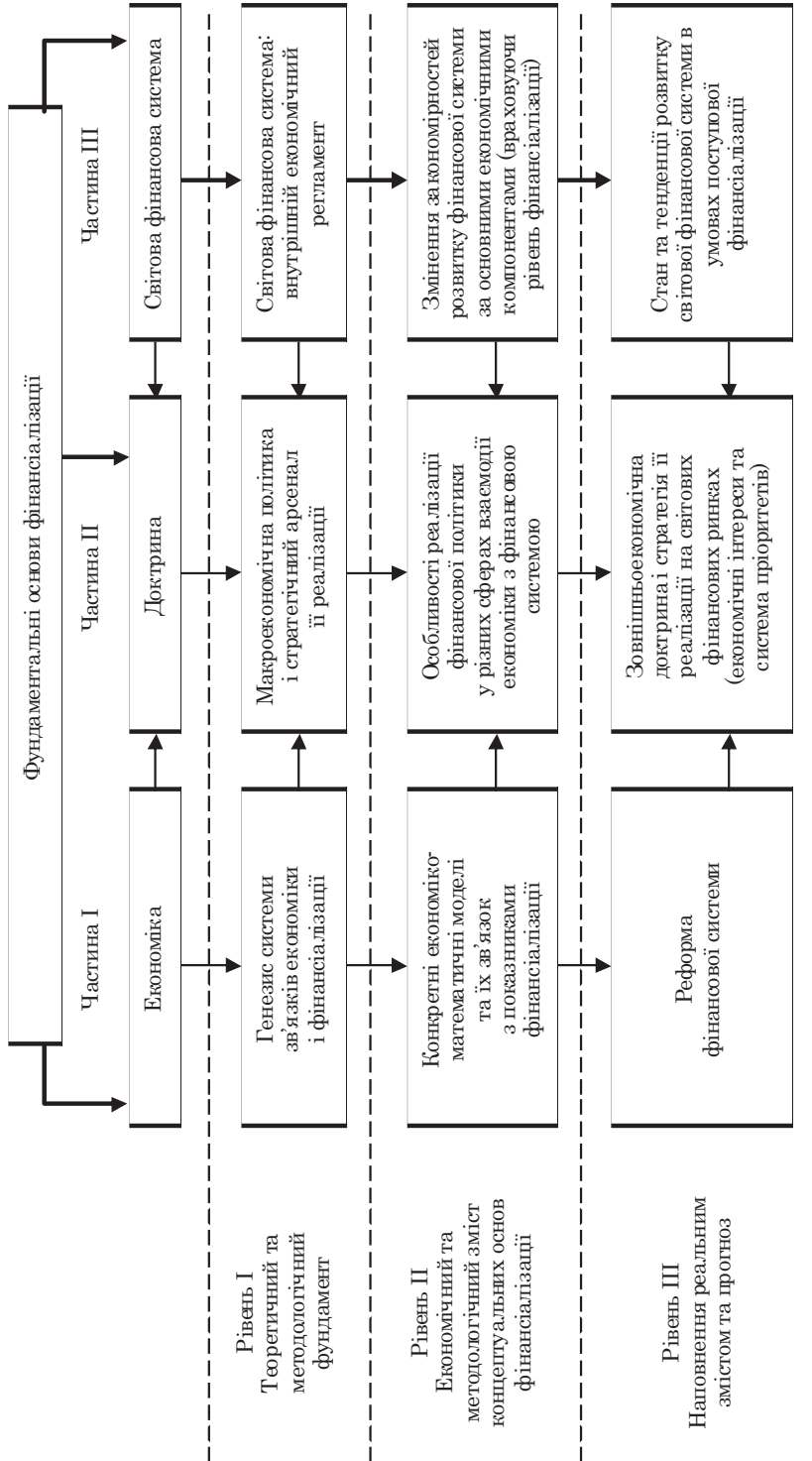


Рис. 2. Загальнотеоретична панорама процесу фінансіалізації у пов'язаних економічних системах, розвинуто на основі джерел [1; 8; 9]

катори соціально-економічного розвитку. Так, О. Галор і Д. Зейра зазначають, що недосконалість фінансового ринку (інформаційна асиметрія, високі трансакційні витрати) знижує ефективність перерозподілу капіталу та детермінує зростання нерівності доходів, тому розвиток фінансового сектору сприяє скороченню бідності та підвищенню рівномірності розподілу доходів [3]. Дж. Грінвуд та Б. Джовановіч розглядають зв'язок фінансового та соціально-економічного розвитку у коротко- та довгостроковій перспективі. Автори доводять, що на ранніх етапах розвитку фінансового сектору існує позитивний зв'язок між фінансialізацією та економічним зростанням, що супроводжується посиленням нерівномірності розподілу доходів (населення з низьким рівнем доходу має нижчий доступ до послуг фінансових посередників через високу ціну позикового капіталу, недостатній обсяг заощаджень, відсутність фінансової освіти тощо), однак на стадії досягнення фінансовою системою високого рівня розвитку відбувається стабілізація розподілу доходів, що зумовлено розширенням її структури та спрощенням доступу до фінансових послуг [5]. А. Єлдан пов'язує зростання нерівномірності доходів з процесами розділення фінансового і реального секторів економіки та актуалізацією отримання доходів у вигляді фінансової ренти, обсяг яких не залежить від продуктивності праці та витрат робочого часу [12]. Зазначену тезу підтверджують дослідження Е. Хайна, який розглядає вплив фінансialізації на нерівномірність розподілу доходів через канал розподілу [6]. Для вітчизняної економіки при вивченні наслідків фінансialізації доцільно провести кореляційний аналіз визначення зв'язку між фінансialізацією та показниками нерівномірності доходів і безробіття (за схемою наведеною у [1]) (табл. 1).

Таблиця 1. Розрахунок кореляції між показниками фінансialізації та індикаторами соціально-економічного розвитку, авторська розробка

	Коефіцієнт Джині	Зайнятість у фінансовій сфері	Частка безробіття
Додана вартість, створена фінансовим сектором	0,485	0,518	0,113
Коефіцієнт Джині	1,000	0,165	0,208
Зайнятість у фінансовій сфері		1,000	-0,015

Для дослідження впливу фінансialізації на соціально-економічний розвиток (кількісний взаємозв'язок) з врахуванням вітчизняної економіки слід обирати вибірку даних по групі країн, які є подібними до України за рівнем соціально-економічного розвитку. Для обрання подібних груп країн доцільно використовувати кластерний аналіз даних. Зазначимо, що у якості індикатора нерівномірності розподілу доходів можна використати абсолютні значення або темп приросту коефіцієнта Джині, у той час як з метою виміру фінансialізації – слід аналізувати різні параметри, що характеризують функціонування фінансового сектору. Розрахунок регресійних залежностей для вітчизняної економіки за допомогою різних інструментів оцінювання виявляє статистично значимий зворотній зв'язок між збільшенням частки приватних кредитів в економіці та зростанням коефіцієнта Джині, який не залежить від обраного інструментарію та використовуваних контрольних змінних, що є свідченням того, що фінансовий розвиток скорочує нерівномірність розподілу доходів

(подібні результати отримано зарубіжними вченими [2]). Додатково використання методу інструментальних змінних дозволило виявити статистично значущий позитивний зв'язок між ростом ВВП на душу населення та зростанням нерівномірності розподілу доходів в умовах розвитку фінансового сектора, що може свідчити про існування негативного впливу фінансового розвитку на рівномірність розподілу доходів. При використанні методу узагальнених моментів відмітимо існування статистично значущого позитивного зв'язку між показниками фінансового розвитку та нерівномірністю розподілу доходів. Зокрема, зростання відношення загальної вартості акцій на біржі фондового ринку до ВВП на 1% детермінує збільшення величини коефіцієнта Джині на 0,42%. Менш значне зростання індикатора відбувається при збільшенні показників відношення сукупного доходу банків до оподаткування до ВВП та частки цінних паперів в активах банків – на 0,004% і 0,18% відповідно. Сукупний ефект від фінансового розвитку економіки на нерівномірність розподілу доходів, який показує зв'язок індексу фінансiалiзацiї та коефіцієнта Джині, відображається збільшенням нерівномірності розподілу доходів населення на 0,58% при зростанні фінансiалiзацiї економіки на 1% (подібні результати отримано у [8]).

Оцінювання, проведене з використанням панельної регресії з фіксованими ефектами, дозволило виявити значний позитивний зв'язок між показниками фінансового розвитку та зростанням коефіцієнта Джині. Зокрема, зростання частки доданої вартості, створеної у фінансовому секторі, на 1% детермінує збільшення нерівномірності розподілу доходів на 0,48%, а зростання частки зайнятих у фінансовому секторі на 1% – зростання на 0,61% відповідно. Причому, як показують значення коефіцієнта детермінації, динаміка зайнятих у фінансовому секторі пояснює більшу частку дисперсії коефіцієнта Джині, ніж додана вартість, створена фінансовим сектором (подібні результати отримано у [1]). Додатково, Дж. Асса досліджує вплив фінансiалiзацiї на рівень безробіття на прикладі країн ОЕСР з використанням панельної регресії з фіксованими ефектами (результативною ознакою виступає річна ставка безробіття). Дж. Асса виявляє негативний вплив фінансiалiзацiї на зростання рівня безробіття, що виражається наявністю статистично значущого зв'язку між зростанням ставки безробіття на 0,12% при зростанні доданої вартості, створеної фінансовим сектором, або частки зайнятих у фінансовій сфері на 1% [1]. Подібні результати отримано для вітчизняної економіки. Включення до моделі доходу на душу населення як контрольної змінної дозволило зафіксувати певне зниження кількісного впливу частки доданої вартості, створеної фінансовим сектором та протилежну тенденцію стосовно факторної змінної, що характеризує зайнятість у фінансовій сфері, однак напрямок впливу залишається аналогічним.

Важливим аспектом, що характеризує зв'язок фінансового та соціально-економічного розвитку, виступає вплив фінансiалiзацiї на рівень бідності населення. Дослідження, представлені в літературі, свідчать про позитивний зв'язок фінансового розвитку та темпів зростання ВВП на душу населення, що, однак, не дає змогу стверджувати про його аналогічний вплив на рівень бідності, оскільки зростання середнього доходу на душу населення в умовах

фінансіалізації може відбуватися переважно за рахунок багатих верств населення і не впливатиме на скорочення рівня бідності. Вплив фінансової нестабільності на рівень бідності оцінюється в контексті факторних ознак, що ілюструють фінансовий розвиток, – стандартного відхилення залишків регресійної залежності поточного значення відношення МЗ та банківських кредитів до ВВП до його попереднього рівня відповідно. З метою врахування впливу економічного зростання населення зарубіжні автори враховують у числі факторних ознак середній дохід на душу населення, а також стандартне відхилення залишків регресійної залежності поточного значення ВВП на душу населення до його попереднього рівня у якості контрольної змінної для визначення впливу економічної нестабільності на рівень бідності. З метою оцінювання стійкості зв'язку між змінними зарубіжні автори включають такі контрольні змінні, як інфляція, відкритість торгівлі, відношення споживання уряду до ВВП [2; 7]. Дані [2] дозволяють відзначити позитивний зв'язок між фінансовим розвитком та зростанням доходу найбіднішого квантиля населення, який є статистично значимим та стійким при здійсненні контролю відносно специфічних національних характеристик та не змінюється при використанні різних інструментів оцінювання. Результати оцінювання взаємозв'язку фінансіалізації з чисельністю бідного населення та глибиною бідності також дозволили виявити негативний вплив зростання частки приватних кредитів до ВВП на зростання зазначених показників. Результати оцінювання впливу фінансового розвитку та фінансової нестабільності на доходи найбідніших 20% населення [7] дають змогу стверджувати про наявність позитивного впливу фінансового розвитку на зростання доходів найбіднішого населення, у той час як фінансова нестабільність має негативний ефект при виборі у якості індикатора фінансіалізації відношення грошового агрегату МЗ до ВВП. Оцінювання впливу фінансового розвитку та фінансової нестабільності на доходи найбіднішого населення на основі показника відношення приватних кредитів до ВВП свідчить про низьку значимість зв'язку, що може пояснюватися низьким доступом бідного населення до банківських кредитів у країнах, що розвиваються. Результати оцінювання зв'язку фінансіалізації та частки населення, що проживає за межею бідності [7] дають змогу виявити позитивний ефект фінансіалізації на рівень бідності, що проявляється через скорочення частки бідного населення у результаті фінансового розвитку країни, зафіксоване при дослідженні показників відношення МЗ до ВВП та частки приватних кредитів у ВВП як індикаторів фінансіалізації. При цьому фінансова нестабільність призводить до зростання частки бідного населення, що доводить статистично значимий зв'язок стандартного відхилення залишків регресійної залежності поточного значення відношення МЗ до ВВП до його попереднього рівня та частки населення, що проживає за межею бідності. Введення у модель відкритості торгівлі у якості контрольної змінної забезпечує підсилення позитивного впливу фінансового розвитку на скорочення частки бідного населення, при цьому зазначена контрольна змінна має кількісно невеликий, але статистично значущий позитивний зв'язок зі зростанням частки населення, що проживає за межею бідності [2; 7].

Загалом, аналізуючи результати, отримані на основі практичного застосування економетричних моделей, можна відзначити виявлення позитивного впливу фінансіалізації на скорочення бідності населення у розрізі різних індикаторів бідності (подібні результати отримано у контексті дослідження даної проблематики для вітчизняної економіки).

Зарубіжні вчені [4] вивчали зв'язок фінансіалізації та рівня безробіття через індикатор накопичення капіталу. З метою визначення кількісного впливу фінансіалізації на рівень безробіття у рамках вітчизняної економіки (базуючись на результатах, отриманих зарубіжними вченими) слід здійснити контрфактичне динамічне моделювання в 5 середньострокових періодах (1991–1997 рр.; 1997–2001 рр.; 2001–2005 рр.; 2005–2009 рр.; 2009–2013 рр.). Результати моделювання для вітчизняної економічної системи підтверджують висновки окремих зарубіжних вчених (що проводили відповідні дослідження для економік, подібних за рівнем розвитку з вітчизняною) та дозволяють визначити, що зростання фінансіалізації є негативним фактором для соціально-економічного розвитку з точки зору її впливу на зростання безробіття, у той час як накопичення реального капіталу є показником, що сприяє його скороченню. Зазначене дослідження базується на припущенні, що зростання фінансових платежів відбувається за рахунок переходу нефінансових корпорацій від стратегії реінвестування прибутку до стратегії здійснення короткострокових фінансових інвестицій, та, відповідно, визначає зміни у тенденціях динаміки безробіття у даному аспекті, що не дозволяє комплексно оцінювати вплив фінансіалізації на соціально-економічний розвиток країни. Існування позитивного впливу фінансіалізації на соціально-економічний розвиток можна відзначити з точки зору скорочення рівня бідності населення. Загалом же, необхідно систематично відслідковувати оптимальні межі стосовно позитивного та негативного впливів фінансіалізації на соціально-економічний розвиток окремих країн (у т.ч. й України).

Проведене дослідження з визначення та обґрунтування взаємозв'язку між рівнем фінансіалізації економіки та індикаторами соціально-економічного розвитку дозволяє зробити наступні **висновки**:

1. Визначено, що явища фінансіалізації економік мають істотний рівень інтеграції у соціально-економічні процеси окремих країн. Виділено та обґрунтовано провідні аспекти надмірної фінансіалізації, які визначають соціально-економічний розвиток транзитивної економіки окремих країн.

2. Досліджено та розвинуто ключові аспекти впливу фінансіалізації економіки на показники соціально-економічного розвитку окремих країн. Відзначимо, що існує, як правило, позитивний вплив фінансіалізації економіки на соціально-економічний розвиток з позиції скорочення рівня бідності населення. Зв'язок фінансового розвитку з рівномірністю розподілу доходів, зайнятістю населення є у багатьох випадках негативним.

1. *Assa, J.* (2012). Financialization and its consequences: the OECD Experience. *Finance Research*, 1(1): 35–39.

2. *Beck, T., Demirguc-Kunt, A., Levine, R.* (2004). Finance, inequality, and poverty: Cross-country evidence. *National Bureau of Economic Research Working Paper No 10(979)*, p. 47.

3. *Galor, O., Zeira, J.* (1993). Income Distribution and Macroeconomics. *Review of Economic Studies*, 60: 35–52.

4. *Gonzalez, I., Sala, H.* (2013). Macroeconomic consequences of the U.S. financialisation process: lower capital accumulation, higher unemployment, 2013 // www.ecap.uab.es.
5. *Greenwood, J., Jovanovic, B.* (1990). Financial Development, Growth, and the Distribution of Income. *The Journal of Political Economy*, 98(5): 1076–1107.
6. *Hein, E.* (2013). Finance-dominated Capitalism and Redistribution of Income: A Kaleckian Perspective. *The Levy Economics Institute Working Paper No746*, p. 39.
7. *Jeanneney, S., Kpodar, K.* (2006). Financial Development, Financial Instability and Poverty. *CERDI Etudes et Documents No7*, p. 35.
8. *Kus, B.* (2012). Financialization and Income Inequality in OECD Nations: 1995–2007. *The Economic and Social Review*, 43(4): 477–495.
9. *Palley, T.* (2007). Financialization: What it is and Why it Matters. Working Paper Series, University of Massachusetts.
10. *Subbarao, D.* (2012). Financial regulation for growth, equity and stability in the post-crisis world. First CAFRAL-BIS international conference on "Financial sector regulation for growth, equity and stability in the post-crisis world", Mumbai, 15 November, 2011. *BIS Papers No62*, pp. 1–8.
11. *Taylor, J.* (2012). Monetary Policy Rules Work and Discretion Doesn't: A Tale of Two Eras. *Journal of Money, Credit and Banking*, 44: 1017–1032.
12. *Yeldan, A.* (2000). The Impact of Financial Liberalization and the Rise of Financial Rents on Income Inequality The Case of Turkey. *UNU/WIDER Working Paper, No206*, p. 39.

Стаття надійшла до редакції 27.08.2014.