

УДК 336.01

М. В. Корнеєв,
к. е. н., доцент

ЗАСАДИ ОЦІНЮВАННЯ ВПЛИВУ ФІНАНСІАЛІЗАЦІЇ ЕКОНОМІКИ НА СТІЙКІСТЬ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ

М. Korneyev,
PhD in Economics

ASSESSING THE IMPACT OF FINANCIALISATION ECONOMIC STABILITY IN THE FINANCIAL SYSTEM

Розглянуто підходи до оцінювання стійкості фінансової системи країни. Досліджено взаємозв'язок між рівнем фінансіалізації економіки країни та рівнем стійкості її фінансової системи. Обґрунтовано переважання негативного впливу випереджаючого розвитку фінансового сектору над реальним у окремих країнах світу.

The approaches to the evaluation of the stability of the financial system is considered. Investigated the relationship between the level of financialisation of the economy and the level of stability of the financial system. Grounded prevailing negative impact of advanced development of the financial sector on the real in some countries.

Ключові слова: фінансова система, стійкість, фінансіалізація економіки, індикатор, дослідження зв'язку, фінансовий сектор, реальний сектор, оцінка.

Key words: financial system, firmness, financialisation economies, indicator, research of connection, financial sector, real sector, estimation.

ВСТУП

Розвиток фінансового сектору, зокрема його інституційної та організаційної структури, фінансових інструментів, що на ньому обертаються, тощо гостро ставить питання про вплив фінансіалізації на стійкість фінансової системи. Стійкість фінансової системи, яка характеризується добре функціонуючими ринками, інститутами, що здійснюють свою діяльність без труднощів, та цінами на активи, що майже відповідають своїй реальній вартості, є життєво необхідною для економіки країни, яка спрямована на безперервне зростання за низького рівня інфляції. З іншого боку, фінансова нестійкість може стримувати економічну активність та зменшувати економічний добробут. Отже, бачимо, що випереджаючий розвиток фінансів нерозривно пов'язаний із стійкістю фінансових ринків та фінансових систем країн в цілому. Тому цілком актуальним є дослідження впливу фінансіалі-

зації економіки на стійкість фінансової системи країни.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ ТА ПУБЛІКАЦІЙ

Багато вітчизняних та зарубіжних дослідників у своїх роботах досліджували вплив фінансіалізації економіки на стійкість фінансових систем, а саме: Т. Васильєва, С. Козьменко, І. Ломачинська, А. Кравцова, О. Козьменко, В. Опарін, Е. Штокхаммер, Р. Бойер, І. Левина, Т. Сафина та інші. Проте окремі засади впливу фінансіалізації економіки на стійкість фінансових систем є недостатньо дослідженими дотепер та потребують подальшого наукового опрацювання.

МЕТА СТАТТІ

Дослідити взаємозв'язок між рівнем фінансіалізації економіки країни та рівнем стійкості її фінансової системи, обґрунтувати переважання негативного впливу випереджаючого

розвитку фінансового сектору над реальним у країнах світу.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ

В аспекті вивчення впливу фінансiалiзацiї економiки на стiйкiсть фiнансової системи країни доцiльно буде сформулювати гiпотезу, яка стверджує про присутнiсть негативного такого впливу. Необхiдною є перевiрка цiєї гiпотези за допомогою вiдповiдних математичних iнструментiв для її пiдтвердження чи спростування.

У свiтовiй практицi iснує досить багато пiдходiв до оцiнювання стiйкостi фiнансової системи країни. Одним з поширених пiдходiв є використання iндикаторiв фiнансової стiйкостi (IФС), якi виступають статистичними одиницями вимiрювання фiнансового стану та стiйкостi фiнансового сектору країни для забезпечення вiдповiдних цiлей монiторингу. Цi iндикатори були розробленi пiд керiвництвом спецiалiстiв МВФ за пiдтримки ряду мiжнародних органiзацiй: Свiтовий банк (СБ), Банк мiжнародних розрахункiв (МБР) та iн. Зауважимо, що зазначенi IФС на сьогодні можна вважати найбільш адекватним та доцiльним пiдходом до оцiнювання стiйкостi фiнансової системи країни. IФС повиннi: зосереджуватись на основних ринках та iнститутах; мати аналітичну важливість; засвiдчувати свою кориснiсть; бути значимими за бiльшостi умов (наприклад, не повиннi бути пов'язанi зi специфiкою окремої країни); бути доступними; бути економними — отримання максимального обсягу iнформацiї з обмеженої кiлькостi IФС [2].

У межах нашого дослiдження ми будемо використовувати як основний показник стiйкостi фiнансової системи зазначенi IФС. Поряд з цим, як додатковий показник стiйкостi фiнансової системи країни використаємо показник Z-score для банківської системи країни, данi щодо якого для кожної країни представленi у статистичному роздiлі СБ. Зазначимо, що застосування методики Z-score для оцiнювання стiйкостi обумовлюється тим, що в бiльшостi країн вибiрки головне мiсце у фiнансовiй системi належить банківській системi, тобто стiйкiсть фiнансової системи країни в бiльшiй мiрi залежить вiд стiйкостi банківської системи. Методика Z-score в основному використовується для аналізу стiйкостi банку або банківської системи через призму рiзних фiнансових ризикiв та факторiв, якi визначають умови дiяльностi фiнансових iнститутiв. Позитивним у даному показнику є те, що він враховує ос-

новнi компоненти, якi безпосередньо пов'язанi з платоспроможнiстю банку або банківської системи країни [1]. Показник Z-score банківської системи розраховується за наступною формулою (1):

$$Z = \frac{(\mu + k)}{\delta} \quad (1)$$

де μ — середнє значення рентабельностi активiв (ROA — return on assets) банківської системи за аналізований перiод;

k — вiдношення власного капiталу до активiв банківської системи;

δ — стандартне вiдхилення показника рентабельностi активiв ROA за аналізований перiод.

Таким чином, для оцiнювання стiйкостi фiнансової системи країни використаємо два рiзні пiдходи.

Для виявлення взаємозв'язку мiж рiвнем фiнансiалiзацiї економiки країни та рiвнем стiйкостi її фiнансової системи, а вiдтак, для перевiрки сформульованої вище гiпотези, скористаємося кореляцiйним аналізом. Вiдразу зазначимо, що незважаючи на обов'язковiсть розрахунку IФС, починаючи з 2006—2007 рр., данi за цими показниками окремих країн є неповними або взагалi вiдсутнi. Проте для реалiзацiї поставлених цiлей, ми врахували всi наявнi у публiчному доступi данi щодо основних та рекомендованих IФС, якi представленi на офiцiйному сайтi МВФ. Слiд вiдзначити, що кореляцiйний аналіз проводився для двох перiодiв: до 2008 р. (докризовий) та пiсля 2008 р. (пiслякризовий). Для окремих країн (наприклад, України, Молдови та iн.) враховано специфику перебiгу в них недавньої свiтової фiнансової кризи, що зумовило визначення пiсля кризового перiоду для цих країн, починаючи з 2010 р. — на рiк пiзніше, нiж для економiчно розвинутих країн таких, як США, Великобританiя тощо. Окремо слiд вiдзначити, що для США не має можливостi провести кореляцiйний аналіз мiж рiвнем її фiнансiалiзацiї та стiйкiстю фiнансової системи. Це пояснюється тим, що ця країна характеризується найвищим рiвнем розвитку фiнансової економiки серед країн свiту, що пiдтверджує розрахований показник фiнансiалiзацiї на рiвнi 1 у всi роки протягом перiоду дослiдження. А це не дає змоги розрахувати кореляцiю мiж вiдповiдними показниками та отримати адекватнi результати. Поряд з цим, Азербайджан виключено з перелiку країн для дослiдження зв'язку IФС та рiвня фiнансiалiзацiї в цiй країні через вiд-

Таблиця 1. Прогнозована направленість зв'язку між показником фінансіалізації та окремими ІФС в контексті сформульованої гіпотези

ІФС	Направленість зв'язку
Депозитні корпорації	
ІФС на базі капіталу	
Співвідношення регулятивного капіталу до зважених за ризиком активів	Обернений
Співвідношення регулятивного капіталу 1 рівня до зважених за ризиком активів	Обернений
Співвідношення недіючих кредитів без урахування резервів до капіталу	Прямий
Співвідношення капіталу до активів	Обернений
Норма прибутку на капітал	Прямий
Співвідношення великих відкритих позицій до капіталу	Прямий
Співвідношення чистої відкритої позиції в іноземній валюті до капіталу	Прямий
Співвідношення валової позиції похідних фінансових інструментів в активах до капіталу	Прямий
Співвідношення валової позиції похідних фінансових інструментів у зобов'язаннях до капіталу	Прямий
ІФС на базі активів	
Співвідношення ліквідних активів до сукупних активів	Не визначено
Співвідношення ліквідних активів до короткострокових зобов'язань	Не визначено
Співвідношення депозитів клієнтів до сукупних валових кредитів (крім міжбанківських)	Обернений
Норма прибутку на активи	Прямий
Співвідношення недіючих кредитів до сукупних валових кредитів	Прямий
Співвідношення кредитів на житлову нерухомість до сукупних валових кредитів	Не визначено
Співвідношення кредитів на комерційну нерухомість до сукупних валових кредитів	Не визначено
Співвідношення кредитів в іноземній валюті до сукупних валових кредитів	Прямий
Співвідношення зобов'язань в іноземній валюті до сукупних зобов'язань	Прямий
ІФС на базі доходів та витрат	
Співвідношення процентної маржі до валового доходу	Обернений
Співвідношення доходу від торговельних операцій до валового доходу	Прямий
Співвідношення непроцентних витрат до валового доходу	Прямий
Співвідношення витрат на утримання персоналу до непроцентних витрат	Прямий
ІФС інших фінансових корпорацій	
Співвідношення активів до сукупних активів фінансової системи	Прямий
Відношення активів до ВВП	Прямий
Z-score	Обернений

сутність відкритої інформації щодо ІФС в офіційних джерелах.

У контексті висунутої гіпотези щодо негативного впливу фінансіалізації на стійкість фінансової системи країни для конкретного ІФС визначимо відповідний рівень зв'язку з показником фінансіалізації економіки. Відзначимо, що до переліку показників було включені такі, для яких рівень зв'язку з показником фінансіалізації серед 31 країни є середнім або сильним для переважної кількості країн, що склали вибірку (табл. 1). Проведений кореляційний аналіз між показником фінансіалізації економіки та ІФС фінансового сектору країни дає змогу зробити наступні висновки. Перш за все, проаналізуємо отри-

мані результати кореляції для депозитних корпорацій в країні.

Дослідження взаємозв'язку між показником фінансіалізації та співвідношенням регулятивного капіталу до зважених за ризиком активів показує зміну тенденцій з позитивного впливу у докризовий період на негативний у післякризові роки для більшості країн, що склали вибірку. Особливо яскраво позитивний вплив фінансіалізації на співвідношення регулятивного капіталу до зважених за ризиком активів спостерігається у докризовий період у таких країнах, як Канада, Індонезія, Італія, Румунія, про що свідчить розрахований коефіцієнт кореляції на рівні 0,8—0,9. У післякризові роки ситуація дещо змінюється. Десять

країн з вибірки (Франція, Індія, Італія, Мексика, Філіппіни, Російська Федерація, Україна, Великобританія, Естонія, Болгарія) засвідчують присутність позитивного впливу фінансіалізації економіки на стійкість фінансового сектору. В той же час дев'ять країн (Казахстан, Китай, Грузія, Індонезія, Японія, Південна Африка, Латвія, Чехія, Вірменія) показують зворотну ситуацію, що підтверджується відповідними коефіцієнтами кореляції на рівні більше 0,7. В цілому відзначимо, що для більшості країн розраховані коефіцієнти кореляції показують сильний зв'язок між досліджуваними величинами. Кореляційний зв'язок між показником фінансіалізації та співвідношенням регулятивного капіталу 1 рівня до зважених за ризиком активів показує схожі результати розрахунків, як і з показником, описаним вище. У після кризовий період 18 з 31 країни мають від'ємне значення коефіцієнта кореляції, при цьому 10 (Австралія, Казахстан, Грузія, Індонезія, Японія, Південна Африка, Румунія, Латвія, Естонія, Чехія) з них засвідчують присутність середнього та сильного зв'язку між досліджуваними величинами. В той же час, 8 країн (Франція, Індія, Італія, Мексика, Філіппіни, Російська Федерація, Україна, Великобританія) демонструють наявність позитивного впливу фінансіалізації на зростання співвідношення регулятивного капіталу 1 рівня до зважених за ризиком активів у після кризові роки.

Поряд з дослідженням зв'язку фінансіалізації економіки країни та співвідношення регулятивного капіталу до зважених за ризиком активів, слід відзначити негативний вплив випереджаючого розвитку фінансового сектору на співвідношення недіючих кредитів до капіталу та до сукупних валових кредитів. Одразу відзначимо, що в докризовий період поступова фінансіалізація економік майже всіх обраних нами країн сприяла зменшенню обсягів недіючих кредитів по відношенню до капіталу та сукупних валових кредитів, що демонструють нам від'ємні коефіцієнти кореляції між цими показниками. Після подій недавньої світової фінансової кризи надмірний розвиток фінансового сектору майже у всіх країнах, що формують вибірку, окрім Казахстану, Грузії, Індонезії, Мексики, Філіппін, України, Румунії, Угорщини та Болгарії, в після кризовий період став причиною зростання обсягів недіючих кредитів по відношенню до інших величин, що підтверджується високими позитивними коефіцієнтами кореляції.

Відзначимо, що перелік країн, що показують сильний прямий зв'язок у після кризові

роки, складають країни з перехідними економіками або економіками, що розвиваються. Тому навіть в умовах зростання обсягів недіючих кредитів по відношенню до капіталу чи сукупних валових кредитів, починаючи з 2009—2010 рр. у цих країнах, причинами таких тенденцій можуть виступати інші фактори поряд з активним розвитком фінансового сектору над реальним. Як і у випадку з попередніми двома показниками, аналізуючи результати кореляції між показником фінансіалізації та показниками норми прибутку на активи та норми прибутку на капітал, можемо стверджувати про переважання присутності в більшості обраних країн негативного впливу фінансіалізації на показники прибутковості діяльності депозитних корпорацій. Таке твердження ґрунтується на тому, що майже для всіх 31 країни, окрім Канади, Грузії, Кореї, Великобританії, Угорщини, Чехії та Болгарії, розраховані коефіцієнти кореляції є від'ємними та свідчать про досить сильний зв'язок у більшості випадків.

Тобто можемо зробити висновок, що в умовах надмірного збільшення обсягів фінансових потоків та поширення фінансових операцій в країні депозитні корпорації мають можливість отримувати надприбутки, зокрема часто застосовуючи в своїй діяльності похідні фінансові інструменти. Отже, за нормальних економічних умов та не перевищенні певного рівня розвитку фінансового сектору в країні порівняно з реальним, фінансіалізація може виступати фактором отримання стабільного розміру прибутків, що відобразатиметься на показниках прибутковості. В той же час, при фінансових колапсах світового масштабу ситуація різко змінюється на протилежну, що неодмінно відображається на рівні прибутковості суб'єктів економіки, зокрема депозитних корпорацій. За таких умов розладнаний фінансовий ринок країни та міжнародний фінансовий ринок суттєво обмежують можливості для отримання "легких" прибутків від інвестування коштів у фінансові активи та інструменти. А це в свою чергу негативно відображається на стійкості фінансової системи будь-якої країни.

Стосовно зв'язку між показником фінансіалізації та показником співвідношення капіталу до активів відзначимо, що 7 країн (Франція, Італія, Мексика, Філіппіни, Російська Федерація, Болгарія), у після кризовий період демонструють наявність суттєвого прямого зв'язку, в той час як для 9 країн (Казахстан, Грузія, Південна Африка, Україна, Латвія, Литва, Естонія, Чехія) коефіцієнти кореляції показують наявність оберненого зв'язку. Щодо зв'язку між

показником фінансіалізації та співвідношенням процентної маржі до валового доходу значимо, що у докризовому періоді тільки стосовно Канади, Німеччини, Індонезії, Італії та Румунії коефіцієнти кореляції демонструють високий рівень зв'язку між цими показниками. При цьому, цей зв'язок в більшості зазначених країн свідчить про пряму залежність між досліджуваними показниками, а відтак про позитивний вплив фінансіалізації до моменту подій світової фінансової кризи.

На противагу докризовому періоду, в після кризові роки 18 з 31 країни аналізу демонструють середній та сильний зв'язок між показником фінансіалізації та співвідношенням процентної маржі до валового доходу. До того ж майже у всіх з 18 країн, окрім Китаю, Мексики, України, Малайзії, Латвії, Литви та Болгарії спостерігається негативний вплив фінансіалізації на досліджуваній ІФС. Тобто надмірний розвиток фінансового сектору, в більшій мірі у економічно розвинутих країнах, чинить негативний вплив на частку чистого процентного прибутку у валових доходах. У цьому аспекті відзначимо, що в умовах фінансіалізації економіки країни основним джерелом прибутку мають виступати не процентні доходи, а доходи, отримані шляхом операцій з основними та похідними фінансовими інструментами, активне застосування та обсяги операцій з якими і визначають випереджаючий розвиток фінансового сектору країни над реальним.

Зазначений вище показник у певній мірі пов'язаний з розглянутими вище показниками прибутковості, так як скорочення чистого процентного прибутку як основної складової загального прибутку призводить до зменшення останнього, що відповідно призводить до зменшення рівня прибутковості депозитних корпорацій. Тому можемо стверджувати про присутність схожого впливу фінансіалізації на окреслені вище аспекти діяльності суб'єктів економіки. Про це свідчать високі коефіцієнти кореляції для всіх трьох показників, наприклад, у Австралії (-0,813; -0,789; -0,952), Італії (-0,576; -0,550; -0,891), Південної Африки (-0,841; -0,827; -0,937), Молдови (-0,856; -0,837; -0,854), Естонії (-0,993; -0,981; -0,888).

У той же час, кореляційний аналіз у післякризовий період між показником співвідношення непроцентних витрат до валового доходу та рівнем фінансіалізації не дає змоги виявити однозначні тенденції. Наприклад, 10 країн з вибірки (Австралія, Бразилія, Китай, Німеччина, Індія, Італія, Мексика, Румунія, Литва, Ес-

тонія) показують наявність прямого сильного зв'язку між зазначеними показниками, в той час як інші 10 країн (Казахстан, Грузія, Японія, Корея, Філіппіни, Південна Африка, Малайзія, Чехія, Болгарія, Вірменія) також демонструють наявність сильного зв'язку між показниками, проте оберненої направленості. Стосовно питання стійкості фінансової системи, фінансіалізація в другій групі з 10 країн розцінюється як позитивне явище, оскільки вона призводить до скорочення обсягу адміністративних витрат по відношенню до валового доходу, що позитивно відображається на зростанні обсягів останнього. Тобто можемо підсумувати, що для другої групи з 10 країн підвищення рівня фінансіалізації позитивно впливає на стійкість їх фінансових систем. Поряд з цим, отримані результати для першої групи підтверджують сформульовану нами гіпотезу про негативний вплив фінансіалізації на стійкість фінансової системи.

Із розглянутим вище показником співвідношення непроцентних витрат до валового доходу в певній мірі пов'язаний показник співвідношення витрат на утримання персоналу до непроцентних витрат. Проведений кореляційний аналіз між показником фінансіалізації та цим показником демонструє розподіл країн з вибірки на дві групи: перша включає країни, для яких спостерігається прямий зв'язок між показниками (Бразилія, Німеччина, Корея, Польща, Вірменія), друга група країн характеризується наявністю оберненого зв'язку між досліджуваними показниками (Австралія, Індонезія, Італія, Південна Африка, Румунія, Литва, Естонія). Для країн обох груп коефіцієнти кореляції засвідчують середній або сильний зв'язок між показниками саме у післякризовий період. У цьому випадку не можна однозначно стверджувати про наявність позитивного чи негативного впливу фінансіалізації на скорочення витрат на утримання персоналу до непроцентних витрат відповідно до конкретної із сформованих груп країн.

З одного боку, фінансіалізація в першій групі країн на противагу другій може розцінюватися як позитивне явище, оскільки випереджаючий розвиток фінансового сектору над реальним призводить до збільшення рівня працевлаштованих у фінансовій сфері, що призводить до підвищення заробітних плат, а відтак, веде до покращення добробуту населення в країні. З іншого боку, для другої групи країн при зростанні рівня фінансіалізації співвідношення витрат на утримання персоналу до непроцентних витрат скорочується, що є позитивним з

точки зору забезпечення стійкості фінансової системи, проте є негативним з позиції забезпечення соціального розвитку країни.

Важливого значення набуває дослідження зв'язку між показником фінансіалізації та показником співвідношення доходу від торговельних операцій до валового доходу, оскільки останній з них допомагає оцінити ступінь стійкості показників рентабельності депозитних корпорацій поряд з іншими ІФС, які базуються на доходах або витратах. Так, результати кореляційного аналізу свідчать про присутність як сильного прямого зв'язку, так і оберненого зв'язку в межах країн, що склали вибірку. Наприклад, прямий зв'язок між показниками спостерігається у Німеччині, Італії, Філіппін, Польщі, Південної Африки, Латвії, Естонії, Чехії, що характерно саме для після кризового періоду. В той же час, від'ємні коефіцієнти кореляції у після кризовий період притаманні для таких країн, як Австралія, Казахстан, Мексика, Україна, Великобританія, Молдова та Болгарія.

Так само, як і у випадку з попереднім показником, результати дослідження зв'язку між показником співвідношення ліквідних активів до сукупних активів та показником фінансіалізації економіки демонструють розподіл країн на дві майже рівні групи. До першої групи країн, в яких розвиток фінансового сектору позитивно впливає на зростання співвідношення ліквідних активів до сукупних активів, у нашому випадку відносяться: Бразилія, Китай, Грузія, Німеччина, Індія, Італія, Філіппіни, Польща, Російська Федерація, Малайзія, Словаччина, Вірменія. До другої групи країн, в яких фінансіалізація економіки призводить до зменшення співвідношення ліквідних активів до сукупних активів, відносяться: Австралія, Індонезія, Японія, Корея, Південна Африка, Україна, Латвія, Литва, Естонія, Чехія та Болгарія. Такі висновки підтверджуються високими коефіцієнтами кореляції для зазначених країн, враховуючи той факт, що через відсутність даних аналіз здійснено переважно для докризового періоду розвитку світового господарства.

Схожу ситуацію демонструють розраховані коефіцієнти кореляції між показником фінансіалізації економіки країни та співвідношенням ліквідних активів до короткострокових зобов'язань. Так, 8 країн демонструють наявність сильного прямого зв'язку між показниками, в той час 11 країн показують сильний обернений зв'язок.

У межах двох показників, проаналізованих вище, зауважимо, що не можна однозначно

стверджувати про позитивний чи негативний вплив фінансіалізації на відношення ліквідних активів до сукупних активів чи короткострокових зобов'язань. Таке твердження ґрунтується на тому, що наразі невідомими є складові ліквідних активів окремої країни, які включаються до розрахунку відповідних ІФС, бо відповідно до рівнів ліквідності кошти можуть вкладатися як у високоліквідні активи (наприклад, державні цінні папери), так і в низьколіквідні активи (наприклад, нерухомість). А це в аспекті фінансіалізації економіки має досить важливе значення з позиції впливу на стійкість фінансової системи країни.

На противагу розглянутим вище показникам ліквідності, результати кореляційного аналізу між показником фінансіалізації та показником співвідношення депозитів клієнтів до сукупних валових кредитів (крім міжбанківських) демонструють наявність середнього або сильного оберненого зв'язку між ними для 11 з 31 країни як у докризовий, так і в після кризовий період. Така ситуація свідчить про те, що зростання рівня фінансіалізації призводить до скорочення відношення "стабільної" депозитної бази до сукупних валових кредитів, що може розцінюватися в якості негативного впливу на стійкість фінансової системи країни.

Важливого значення набуває дослідження зв'язку між рівнем фінансіалізації економіки та кредитним і валютним ризиками у фінансовій системі. В цьому аспекті кореляційний аналіз у після кризовий період між показником фінансіалізації та показником співвідношення чистої відкритої позиції в іноземній валюті до капіталу дозволяє зробити висновок, що серед країн, які склали вибірку, переважають такі, в яких при підвищенні рівня фінансіалізації економіки зменшується співвідношення чистої відкритої позиції в іноземній валюті до капіталу (Казахстан, Індонезія, Італія, Південна Африка, Румунія, Угорщина), тобто фінансіалізація дозволяє зменшити валютний ризик. Проте в таких країнах, як Китай, Грузія, Україна, Великобританія, Естонія коефіцієнти кореляції демонструють наявність середнього або сильного прямого зв'язку між досліджуваними показниками. А це свідчить про те, що фінансіалізація може виступати фактором зростання валютних ризиків у фінансовій системі країни, що розцінюється як негативне явище.

Порівняно з результатами дослідження зв'язку фінансіалізації та валютних ризиків в країні, результати аналізу зв'язку між рівнем фінансіалізації та кредитним ризиком показують схожу тенденцію як у докризовий, так і в

післякризовий період, для переважної кількості країн, що ввійшли до аналізу. Така ситуація дає змогу стверджувати про позитивний вплив розвитку фінансового сектору над реальним на зниження кредитних ризиків в країні.

В аспекті дослідження впливу фінансіалізації на виникнення валютних ризиків у фінансовій системі країни також важливим є аналіз зв'язків між показником фінансіалізації економіки країни та наступними показниками: співвідношення кредитів в іноземній валюті до сукупних валових кредитів та співвідношення зобов'язань в іноземній валюті до сукупних зобов'язань. У випадку дослідження зв'язку показника фінансіалізації з першим показником відзначимо, що коефіцієнти кореляції між ними демонструють наявність прямого зв'язку в обидва періоди для таких країн, як Україна, Румунія та Німеччина. В той же час, в післякризовий період до цього переліку країн також долучаються Казахстан, Канада, Латвія, Литва, Естонія, Словаччина. Поряд з цим обернений зв'язок у післякризовий період характерний для Франції, Грузії, Італії, Південної Африки, Чехії та Болгарії. Щодо другого показника відзначимо, що у після кризовому періоді спостерігається розходження результатів кореляційного аналізу: суттєвий прямий зв'язок між показниками притаманний для Казахстану, Німеччини, Російської Федерації, Молдови, Литви та Болгарії, обернений — для Італії, Чехії та Вірменії. В той же час, сильний обернений зв'язок між показниками демонструють від'ємні коефіцієнти кореляції одночасно в докризові та після кризові роки в таких країнах, як Канада, Грузія, Індонезія та Румунія.

Показники відношення валових позицій похідних фінансових інструментів в активах та зобов'язаннях до капіталу мають на меті сформулювати уявлення про схильність до ризику позиції депозитної корпорації за похідними фінансовими інструментами відносно капіталу. Аналізуючи зв'язок між показником фінансіалізації економіки та цими показниками, можемо стверджувати, що для більшості країн у докризовий та після кризовий періоди спостерігається присутність сильного оберненого зв'язку. Тобто для таких країн, як Австралія, Франція, Індонезія, Мексика, Польща, Україна, Естонія та Болгарія при підвищенні рівня фінансіалізації економіки співвідношення валової позиції похідних фінансових інструментів в активах та зобов'язань до капіталу зменшується. Це свідчить про те, що активний розвиток фінансового сектору у зазначених країнах зменшує ризики депозитних

корпорацій щодо операцій з похідними фінансовими інструментами. Проте у випадку Казахстану, Японії, Великобританії, Латвії та Словаччини коефіцієнти кореляції демонструють сильний прямий зв'язок між досліджуваними показниками.

Проведений вище аналіз здійснено для переважної більшості ІФС, які стосуються виключно депозитних корпорацій. Поряд з цим, необхідним є визначення зв'язків між показником фінансіалізації та ІФС інших суб'єктів фінансової системи — інших фінансових корпорацій, не фінансових корпорацій, домашніх господарств, а також окремо ринків ліквідності та нерухомості.

Одними з важливих показників, які характеризують інші фінансові корпорації в аспекті впливу на стійкість фінансової системи країни, виступають співвідношення активів цих суб'єктів до сукупних активів фінансової системи та відношення їх активів до ВВП. Зважаючи на той факт, що випереджаючий розвиток фінансового сектору над реальним супроводжується активним зростанням ролі фінансів у країні, фінансіалізація впливає на зростання зазначених ІФС інших фінансових корпорацій поряд з депозитними корпораціями. Це підтверджується проведенням кореляційним аналізом, результати якого демонструють високі значення додатних коефіцієнтів кореляції між показником фінансіалізації економіки та окресленими ІФС. Зокрема прямий вплив фінансіалізації на зростання сектору інших фінансових корпорацій спостерігається в обидва періоди в таких країнах, як Австралія, Казахстан, Канада, Франція, Індонезія. Проте, Молдова та Словаччина демонструють зовсім протилежні тенденції у цій взаємодії.

Так, у докризовий період коефіцієнти кореляції переважно демонструють присутність суттєвого оберненого зв'язку між показником фінансіалізації та співвідношенням кредитів як на житлову, так і на комерційну нерухомість, до сукупних валових кредитів. У післякризові роки ситуація змінюється.

Отже, на основі кореляційного аналізу між показником фінансіалізації та зазначеними вище ІФС отримано результати, які дають змогу стверджувати про наявність прямого чи оберненого зв'язку між процесом фінансіалізації та рівнем стійкості фінансової системи.

Дослідивши вплив фінансіалізації на стійкість фінансової системи країни шляхом дослідження зв'язку між показником фінансіалізації та ІФС, які визначає МВФ, паралельно проведемо дослідження взаємозв'яз-

ку між показником фінансіалізації та показником Z-score, що розраховується для банківської системи країни, для порівняння двох різних підходів та результатів, які вони дають змогу отримати. У цьому випадку для аналізу буде використано дані Z-score банківської системи для всіх 32 країн, включаючи й Азербайджан.

Прямий середній та сильний зв'язок між показником фінансіалізації економіки та показником Z-score банківської системи підтверджується відповідними коефіцієнтами кореляції для таких країн, як Індія (0,95), Мексика (0,94), Угорщина (0,52), Словаччина (0,62) та Чехія (0,68). У той же час, більша кількість країн, що склали вибірку, демонструють суттєві від'ємні коефіцієнти кореляції, які засвідчують наявність середнього, а в окремих випадках сильного, оберненого зв'язку між досліджуваними показниками. Зокрема до таких країн відносяться: Казахстан (-0,73), Франція (-0,61), Грузія (-0,58), Індонезія (-0,56), Південна Африка (-0,58), Великобританія (-0,77), Молдова (-0,80), Румунія (-0,93), Латвія (-0,66), Литва (-0,73), Естонія (-0,71), Болгарія (-0,79). Така ситуація говорить про те, що у докризовий період серед досліджуваних країн прослідковується тенденція, в якій при підвищенні рівня фінансіалізації економіки країни стійкість її банківської системи знижується, що свідчить про наявність негативного впливу фінансіалізації в цьому аспекті. Це дає змогу підтвердити сформульовану гіпотезу про негативний вплив фінансіалізації на стійкість фінансової системи.

Слід відмітити, що події недавньої світової фінансової кризи змінили існуючі тенденції впливу фінансіалізації на стійкість банківських систем окремих країн. Після світової фінансової кризи 2007—2008 рр. для окремих країн вплив фінансіалізації на стійкість банківської системи змінився з негативного на позитивний, що підтверджують відповідні зміни коефіцієнтів кореляції.

Так, зв'язок між показниками з прямого на обернений змінився у Франції, Індонезії, Кореї, Російської Федерації, Великобританії. Поряд з цим, у деяких країнах у після кризовий період обернений зв'язок зберігся та в окремих випадках навіть посилювався. Зокрема до таких країн відносяться: Казахстан, Китай, Грузія, Німеччина, Південна Африка, Молдова, Румунія, Латвія, Литва, Естонія, Болгарія. Поряд з цим, окрема група країн, до якої увійшли Індія та Словаччина, демонструє протилежні зміни порівняно із зазначеними вище.

У Болгарії, Естонії, Литві, Південній Африці, Грузії, Казахстані у післякризовий період спостерігається посилення оберненого зв'язку фінансіалізації та стійкості банківської системи, в той час як у докризовий період коефіцієнти кореляції вже демонстрували суттєвий рівень зв'язку між показниками. Ці країни мають банкоцентричну фінансову систему, а тому можемо бачити, що події недавньої світової фінансової кризи негативно вплинули на їх банківські системи, що дає підстави стверджувати про зростаючий негативний вплив фінансіалізації на стійкість фінансової системи цих країн.

Таким чином, на основі проведеного кореляційного аналізу між показником фінансіалізації економіки та ІФС фінансової системи для 31 країни можемо сформулювати основні аспекти позитивного та негативного впливу процесу фінансіалізації на стійкість фінансової системи країни, що дасть змогу підтвердити чи спростувати висунуту нами гіпотезу. Для формулювання висновків пропонуємо розділити країни, що склали вибірку, на три групи відповідно до класифікації ООН: розвинуті країни (Австралія, Канада, Франція, Німеччина, Італія, Японія, Польща, Великобританія, Румунія, Латвія, Литва, Естонія, Угорщина, Чехія, Болгарія); країни з перехідною економікою (Казахстан, Грузія, Російська Федерація, Молдова, Україна, Вірменія); країни, що розвиваються (Бразилія, Китай, Індія, Індонезія, Корея, Мексика, Філіппіни, Південна Африка, Малайзія, Словаччина).

Таким чином, відповідно до кожної з трьох груп країн нами сформульовано висновки щодо підтвердження чи спростування гіпотези про негативний вплив фінансіалізації економіки на стійкість фінансової системи.

Для групи розвинутих країн результати розрахунків 11 ІФС відповідають направленості зв'язку між показниками відповідно до сформульованої гіпотези, що складає більшість з усього переліку ІФС, а відтак, дають змогу підтвердити гіпотезу про присутність негативного впливу випереджаючого розвитку фінансового сектору над реальним на стійкість фінансової системи для цієї групи країн. Щодо групи країн з перехідною економікою відзначимо, що 8 ІФС відповідають умовам сформульованої гіпотези, що дає змогу зробити висновок про її підтвердження. Всупереч висновкам щодо зв'язку фінансіалізації та стійкості фінансової системи для розвинутих країн та країн з перехідною економікою, результати дослідження для країн, що розвиваються, дозволяють

стверджувати про відсутність негативного впливу фінансiалiзацiї економiки на стiйкiсть фiнансової системи країни. Тобто для третьої групи країн сформульована гiпотеза є не-пiдтвердженою. Також слiд вiдзначити, що для окремих IФС отримано однакову вiдповiднiсть зв'язку з показником фiнансiалiзацiї для всiх трьох груп країн.

Окремо слiд вiдзначити, що негативний вплив фiнансiалiзацiї економiки на стiйкiсть фiнансової системи розвинутих країн та країн з перехiдною економiкою, поряд iз результатами розрахункiв кореляцiї мiж показником фiнансiалiзацiї та IФС, пiдтверджується й результатами кореляцiйного аналізу мiж показником фiнансiалiзацiї та Z-score стiйкостi банкiвської системи.

ВИСНОВКИ

Отже, можна зробити висновок про переважання негативного впливу випереджаючого розвитку фiнансового сектору над реальним у бiльшостi країн свiту, виключення з яких складають країн, що розвиваються. Це пояснюється наступними твердженнями.

1. Аналізуючи зв'язок фiнансiалiзацiї економiки та стiйкостi фiнансової системи у розвинутих країн, слiд пiдкреслити, що цi країн на момент дослiдження вже характеризуються максимально можливим рiвнем розвитку фiнансового сектору, що починає негативно вiдображатись на реальному секторi економiки, який демонструє вiдставання вiд попереднього. В той же час країн, що розвиваються, ще не досягли критичного рiвня фiнансiалiзацiї економiки, що на певний перiод часу стримує виникнення деструктивних явищ у реальному секторi економiк цих країн та надмiрне переважання в них фiнансового сектору.

2. Розвинути країн свiту мають ефективний та високотехнологiчний реальний сектор, який добре функцiонує та забезпечує потреби економiки та населення, в той же час, не даючи того рiвня прибуткiв, що є можливими для отримання вiд здiйснення операцiй на фiнансовому ринку. Фiнансовий ринок цих країн характеризується найвищим рiвнем розвитку та функцiонування поряд з iншими країнami свiту. В кiнцевому результатi це призводить до вiдволiкання капiталу з реального сектору економiки в фiнансовий, що має вiдповiднi негативнi наслiдки для цих країн. Країн з перехiдною економiкою знаходяться на етапi перебудови як реального, так i фiнансового секторiв економiки. В цих країнax реальний сектор потребує значних фiнансових iнве-

стицiй для оновлення фондiв та впровадження iнновацiй. В той же час фiнансова система цих країн є нестабiльною: вiдбувається реформування та реорганiзацiя банкiвської системи, ринок цiнних паперiв майже не розвинутий, досить поширеними є спекулятивнi операцiї та операцiї, якi здiйснюються з порушенням або обходженням законодавства та iн. За таких умов не має реально iснуючого потоку необхiдних грошових коштiв з фiнансового сектору економiки в реальний. Країн, що розвиваються, демонструють динамiчнi темпи економiчного зростання, в яких одночасно розвивається як реальний, так i фiнансовий сектор економiки. Вплив фiнансiалiзацiї на стiйкiсть фiнансової системи цих країн не має такого негативного впливу, як в iнших країнax, оскiльки в них банкiвський сектор в поточних умовах займає однаковi позицiї поряд з фiнансовим сектором, що не дає змоги останньому повнiстю "вiдволiкати" грошовi кошти з реального сектору економiки.

Лiтература:

1. De Nicolo, G, Size, Charter Value and Risk in Banking: An International Perspective / G. De Nicol'o // FRB International Finance Discussion Paper. — 2000. — № 639. — 42 p.
2. Financial Soundness Indicators (FSIs) and the IMF [Electronic source] / International Monetary Fund. — Access mode: <http://www.imf.org/external/np/sta/fsi/eng/fsi.htm>.
3. World Bank: official web-page [Electronic resource]. — Mode of access <http://www.worldbank.org/>
4. Official site of The Global Economy [Electronic resource]. — Mode of access: <http://www.theglobaleconomy.com/>

References:

1. De Nicolo, G (2000), "Size, Charter Value and Risk in Banking: An International Perspective", FRB International Finance Discussion Paper, vol. 639, pp. 1—42.
 2. International Monetary Fund (2014), "Financial Soundness Indicators (FSIs) and the IMF", available at: : <http://www.imf.org/external/np/sta/fsi/eng/fsi.htm>. (Accessed 5 January 2014).
 3. The Official web-page of World Bank (2014), available at: <http://www.worldbank.org/> (Accessed 5 January 2014).
 4. The Official site of The Global Economy (2014), available at: <http://www.theglobaleconomy.com/> (Accessed 5 January 2014).
- Стаття надійшла до редакції 25.06.2014 р.*