

Financial Cycle

Чутливість сектору нефінансових корпорацій в Україні до фінансових ризиків в умовах конвергенції фінансових циклів у світі

2020 р.

ЗМІСТ

ВСТУП	3
РОЗДІЛ 1. Сутність фінансових циклів, їх особливості прояву та взаємозв'язок із фінансовими ризиками.....	5
РОЗДІЛ 2. Характеристика фінансових циклів країн світу та України.....	10
РОЗДІЛ 3. Аналіз чутливості нефінансового сектору економіки України до фінансових ризиків.....	23
ВИСНОВКИ.....	30
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	31
ДОДАТКИ.....	34

ВСТУП

Сучасні тенденції розвитку міжнародних економічних відносин характеризуються посилюючою взаємодією між країнами, що спричинено зростанням впливу глобалізаційних та інтеграційних процесів. Ділова активність та фінансовий стан нефінансових корпорацій є одним із основних елементів забезпечення фінансової стійкості та економічної рівноваги країни. Виникнення циклічних коливань ділової активності, породження циклічної динаміки ключових фінансових процесів на рівні окремих країн та у світі супроводжується генерацією сукупності фінансових ризиків із їх необмеженим тиском на стан реального сектору. Посилення такого впливу відбувалося як на основі кореляції локальних (на рівні країни) коливань, так і породження системних шоків впливів з боку окремих економік країн на інші відкриті та чутливі. В Україні чутливість до цих процесів і ризиків сектору нефінансових корпорацій є не тільки значною, але й вкрай впливовим зворотнім ефектом на фінансову стійкість країни. Отже, складовою дослідження закономірностей циклічності нефінансового сектору є оцінка чутливості нефінансових корпорацій до впливу фінансових ризиків.

Питанню визначення теоретичних засад розуміння глобального та локального фінансового циклу присвятили увагу у своїх наукових працях такі іноземні вчені, як: Рей Х., Боріо К., Кеннеді Н., Прауз С. та інші. Зокрема, Боріо К. визначив закономірності взаємозв'язку між фазами фінансового циклу та наявністю відповідного ступеня ризику в економіці. Розробка методологічних засад аналізу та характеристики фінансових циклів була здійснена Дрехманом М., Боріо К., Цацароніс К., Крістіано Л., Фіцджеральдом Т. тощо. Однак досі залишається недостатньо дослідженим питання визначення особливостей прояву локальних фінансових циклів для країн, що розвиваються, та розвинених країн, а також України, задля вивчення ступеня їх взаємозв'язку з глобальним фінансовим циклом. Актуальним є аналіз чутливості нефінансових корпорацій

України до фінансових ризиків та оцінка її рівня у кризовий період та в сучасних умовах.

Метою роботи є виявлення особливостей прояву фінансових циклів країн з різним економічним розвитком із відповідним аналізом чутливості нефінансового сектору економіки України до фінансових ризиків, що генеруються та посилюються завдяки конвергенції локальних фінансових циклів у світі.

Поставлена мета передбачає виконання наступних завдань: обґрунтування теоретичних засад існування фінансових циклів, виявлення їх характерних особливостей і взаємозв'язку з фінансовими ризиками; дослідження характеру прояву фінансових циклів у різних країнах світу та Україні; аналіз чутливості нефінансових корпорацій в Україні до наявних фінансових ризиків на сучасному етапі та її порівняння із аналогічною у передкризовий період 2007-2008 рр.

Об'єкт дослідження – фінансові цикли, що відбувалися на локальному і глобальному рівні та їх взаємовплив. Предмет дослідження – чутливість нефінансових корпорацій до фінансових ризиків.

В процесі написання роботи використано такі загальнонаукові та спеціальні методи дослідження економічних процесів, як аналіз та синтез, системний підхід, порівняння, факторний аналіз, структурний аналіз, метод оцінки фінансових індикаторів, методи економіко-математичного моделювання.

До наукових результатів роботи слід віднести розширення методичного підходу до характеристики фінансових циклів країн світу та України, визначення закономірностей їх взаємозв'язку та рівня впливу на глобальний фінансовий цикл. Зокрема, оцінка чутливості нефінансових корпорацій до фінансових ризиків сприяє виявленню причинно-наслідковий зв'язок у характері прояву фінансових змінних у період кризи та на сучасний момент часу, дозволяє удосконалити макропруденційну політику та регулювання, збільшити прогнозованість тенденцій розвитку подій та наслідків в фінансовій сфері.

Робота складається з вступу, трьох розділів, закінчення, списку використаних джерел та 5 додатків. Загальний обсяг роботи займає 39 сторінок.

РОЗДІЛ 1

СУТНІСТЬ ФІНАНСОВИХ ЦИКЛІВ, ЇХ ОСОБЛИВОСТІ ПРОЯВУ ТА ВЗАЄМОЗВ'ЯЗОК ІЗ ФІНАНСОВИМИ РИЗИКАМИ

Фінансова стабільність та економічна рівновага є актуальним предметом економічних досліджень, оскільки вони є основою ефективного функціонування глобальної та локальних фінансових систем. Сьогодні вплив глобальних фінансових шоків як наслідок глобальних фінансових циклів є важливим чинником динаміки економічних циклів та економічного зростання. Досвід фінансової кризи 2007-2008 р. вказує на важливість чинників, що посилюють експансію фінансового циклу із його глибоким стисненням та зниженням ділової активності, умов фінансового ринку, кредиторів і позичальників, які переоцінюють своє відношення до ризику.

Основною детермінантою світової фінансової рівноваги є глобальний фінансовий цикл, що поєднує в собі вагомі елементи фінансових відносин. До кінця 1990-х років з поняттям "цикл" основною асоціацією в макроекономіці виступало єдине поняття – діловий цикл, який стосується тих підйомів та падіння виробництва, що зумовлюють відповідний рівень зайнятості населення та формування доходів. Натомість, здобула суттєвого поширення в дослідженнях концепція «фінансового циклу».

Ідея щодо функціонування ринкової економіки в умовах періодичних коливань залежно від певних змінних була сформульована Бернсом А. та Мітчеллом В. (1946) [1, 2], згідно якої поняття «бізнес-цикли» трактується як тип коливань, виявлений у сукупній економічній діяльності країн, який складається із стадії підйому, що відбувається приблизно в один і той же час у багатьох економічних видах діяльності, з подальшим аналогічним загальним спадом, скороченням та пожвавленням, які зливаються у фазу розширення наступного циклу; ця послідовність змін є поворотною; тривалість ділових циклів коливається від одного року до десяти або дванадцяти років; вони не поділяються на більш короткі цикли подібного характеру за амплітудами [1].

Сьогодні дане визначення слугує основою сучасного мислення про бізнес-цикли в частині їх вимірювання та побудови циклічних моделей коливань. Крім того, Бернс і Мітчелл відзначили, що це явище створює багато нових прикладних сфер для досліджень. Наприклад, якщо дивитися на коливання загальної економічної активності, то слід враховувати відмінності між циклами бізнесу в різних регіонах, а також вивчати цикли в міжнародному чи національному контексті.

Термін "діловий цикл" (економічний, бізнес-цикл) характеризує загальні коливання виробництва, економічної діяльності та торгівлі. Коливання ділового циклу відбуваються навколо довгострокової тенденції зростання і зазвичай вимірюються у відповідності з темпами зростання реального ВВП.

Об'єктом подальших досліджень циклічності економічних процесів після ділового циклу став фінансовий цикл. Концепт фінансового циклу охоплює макрофінансову динаміку та має потенціал прогнозування системних банківських криз. Як результат, центральні банки все частіше використовують фінансовий цикл для обґрунтування антициклічного макропруденційного характеру політики. Наприклад, Constancio (2016, 2017) [3] стверджує, що макропруденційна політика, орієнтована на фінансовий цикл, може суттєво доповнювати політику, орієнтовану на бізнес-цикл – монетарну політику, оскільки діловий та фінансовий цикли не завжди синхронізовані. Міжнародний банк розрахунків пропонує в своїх дослідженнях концепцію, що вирізняє фінансовий цикл від ділового циклу (Borio, Kennedy, Prowse 1994 [4]), та визначає фінансовий цикл як "посилюючу один одного взаємодію між сприйняттям вартості та ризику, ставленням до ризику та обмеженням фінансування, що перетворюється на буми з подальшими кризами". Орієнтація під час дослідження фінансового циклу на спільний рух цін на кредити та активи означає, що він тісно пов'язаний з двома новими стилізованими фактами: (1) збільшенням фінансування та залученням капіталу в розвинені економіки з 1970-х років, що суттєво впливає на більш глибоку рецесію, економічні буми та пориви, а також фінансову нестабільність; і (2) розвиток транскордонного банківського кредитування [5, С. 328].

В сучасних умовах фінансова інтеграція має сприяти міжнародному розподілу ризиків, однак, у деяких випадках, вона може одночасно слугувати причиною більш швидкої та рівномірної передачі шоків у економіки кількох країн, що призводить до виникнення глобального фінансового циклу. Рей Х. (2015) дає таке визначення цього поняття: "глобальні фінансові цикли пов'язані з припливами та скороченнями потоків капіталу, підйомами та спадами цін на активи та кризами" і "характеризуються великими загальними рухами цін на активи, валових потоків капіталу і фінансового леввериджу» [6, С. 2].

У свою чергу Боріо К. вважає, що «фінансові цикли формуються шляхом посилення взаємодії між сприйняттям вартості та ризику, що перетворюється на буми та спади (2012)» [7]. Ця еволюція корелює із значним зростанням приватного боргу щодо ВВП. В цьому аспекті цілком природнім ключовим принципом парадигми фінансового циклу є те, що фінансова лібералізація посилює амплітуду фінансових циклів. Іншим принципом є те, що одностороння (особливо орієнтована на інфляцію) грошова політика є неадекватною, оскільки вона перешкоджає прийняттю макропруденційних заходів.

В даний час існує дві концепції до розгляду глобального фінансового циклу та внутрішнього фінансового циклу (на рівні країни). Ці явища є синхронізованими, однак мають і розбіжності, що визначається процесом їх реалізації та структурою складових елементів, маючих безпосередній вплив на характер та тривалість їх існування.

Спільною рисою даних явищ виступає основа їх існування – рішення щодо прийняття або уникнення фінансових ризиків, що відображаються безпосередньо на умовах фінансування та цінах на активи. Істотні відмінності між циклами існують не тільки в охопленні певних географічних масштабів, а й у розбіжності складових, що дають змогу охарактеризувати ситуацію з окремим фінансовим циклом. Так, внутрішній фінансовий цикл характеризується цінами на кредити та нерухомість, натомість світовий фінансовий цикл – борговими транскордонними потоками і потоками акціонерного капіталу та цінами на фінансовому ринку.

Відмінністю між існуючими циклами є тривалість періоду проходження основних етапів, притаманних окремому циклу. Глобальний фінансовий цикл має тривалість, аналогічну тривалості ділового циклу, яка традиційно вимірюється в економічному аналізі (8-10 років); внутрішній фінансовий цикл значно довший, іноді вдвічі довший, і тісно пов'язаний з більш важливими, але зазвичай менш ідентифікованими, середньостроковими коливаннями ВВП. Внутрішні фінансові цикли рухаються разом, але вони також можуть бути сильно асинхронними. Глобальний фінансовий цикл згідно визначення описує глобальну ситуацію, але здебільшого пояснюється рівнем розвитку в передових економіках. Разом із тим, глобальний фінансовий та внутрішній фінансові цикли поєднуються у кризові часи, коли зниження ВВП є максимальним.

Явища глобального та внутрішнього фінансових циклів характеризуються проциклічністю. Проциклічність як концепція набула визнання протягом останніх 20 років. Це поняття визначається як схильність фінансових ринків або фінансової системи до посилення економічних коливань (Боріо К. (2001), Бруннермайер М. (2009) [8, 9]).

Фінансовий цикл має значний макроекономічний вплив на фактори виробництва та ефективний попит через фінансовий акселератор, ефект від якого можна відобразити наступним чином (Рис. 1.1). Зміна економічної активності сприяє зміні чистої вартості економічних агентів або ринкової вартості капіталу через позитивну кореляцію між ними. Зважаючи на інформаційну недосконалість, умови, за яких економічні агенти здатні залучати зовнішні фінансові ресурси, вартість ресурсів обернено пов'язана з їх чистою вартістю. Отже, проциклічна динаміка чистої вартості економічних агентів впродовж ділових циклів передбачає контрциклічну динаміку премії за зовнішнє фінансування. Цей зворотний зв'язок між змінами обсягів фінансування та премією за борг робить запозичення складнішими та дорожчими під час рецесії, ніж під час фази пожвавлення. Це, в свою чергу, посилює коливання інвестицій, витрат і виробництва протягом ділових циклів.

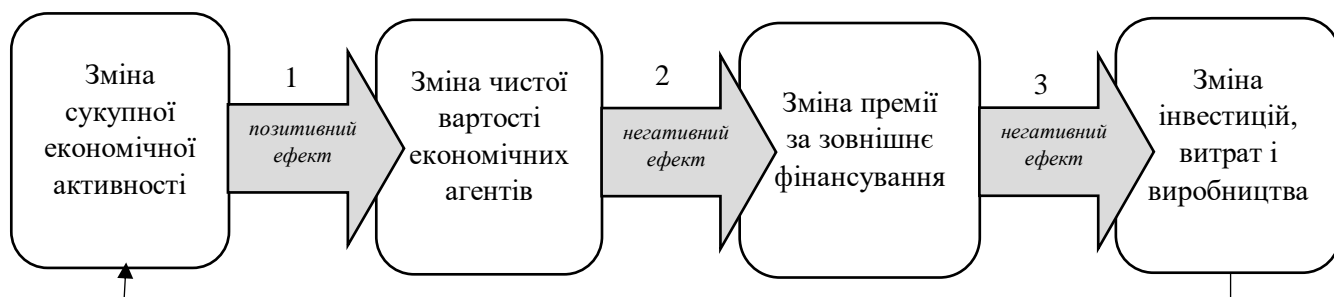


Рис. 1. 1 Ефект фінансового акселератора [10, С. 176]

Економічні зрушення, які посилюються та поширюються за допомогою механізму фінансового акселератора, включають усі потрясіння, що спричиняють: зміни вартості ліквідних активів економічних агентів (зміна залишків грошових коштів, короткострокових фінансових активів тощо), зміну продуктивності праці, зміну сукупного попиту, спричинену зменшенням грошової маси, зменшенням зовнішнього попиту тощо; зміни у вартості неліквідних активів суб'єктів господарювання, що можуть виникнути внаслідок зміни процентної ставки або зміни цін на активи, що можуть бути спричинені діями суб'єктів економічної політики або змінами в очікуваннях щодо майбутніх економічних показників тощо; зміну боргових зобов'язань суб'єктів.

Аналіз наведених теоретичних обґрунтувань ділового та фінансового циклів дозволив визначити, що на думку провідних науковців, посилення міжнародної фінансової інтеграції призвело до виникнення глобального фінансового циклу, посилення руху між країнами фінансових потоків.

Таким чином, було охарактеризовано особливості та закономірності функціонування ділового та фінансового циклу. Визначено основні їх відмінності, включаючи тривалість, масштаби охоплення, ключові змінні, що визначають поточну фазу відповідного циклу тощо. Також обґрунтовано взаємозалежність наявних циклів та їх вагомий вплив на глобальну економічну систему. Однак для подальшого аналізу рівня важливості та ступеня впливу на глобальне та внутрішнє економічне середовище ділового та фінансового циклів необхідно здійснити послідовний аналіз ключових показників та змінних, притаманних окремому виду циклу. Це дасть змогу якісно оцінити та охарактеризувати процес функціонування та зв'язок між існуючими циклами.

РОЗДІЛ 2

ХАРАКТЕРИСТИКА ФІНАНСОВИХ ЦИКЛІВ КРАЇН СВІТУ ТА УКРАЇНИ

Процес виявлення тривалості та структури фінансових циклів є комплексним та багатоваріантним, адже він може здійснюватися в різний спосіб залежно від вибору методичного підходу до його аналізу складових елементів та параметрів, що будуть його характеризувати. На сьогодні сформувалося певне різноманіття поглядів серед іноземних вчених та дослідників щодо системи визначення як глобального фінансового циклу, так і фінансових циклів окремих країн світу.

Значний внесок у методологію аналізу та дослідження фінансових циклів доклали такі вчені як Дрехман М., Боріо К. та Цацароніс К. [11], які застосували у процесі своїх досліджень два підходи для вимірювання фінансового циклу: аналіз поворотних точок та смуговий фільтр, розроблений Крістіано Л. та Фіцджеральдом Т. [12], для п'яти фінансових змінних (обсяг кредитів, відношення кредитів до ВВП, ціни на нерухомість, ціни на акції та сукупний індекс цін на активи). Крім того, в цьому дослідженні вирізняються короткострокові цикли (від 5 до 32 кварталів) і середньострокові цикли (від 32 до 120 кварталів). Дослідженнями робляться чотири емпіричні висновки: 1) виокремлюється чітко визначений фінансовий цикл, який характеризується спільною поведінкою середньострокових циклів цін на кредити та нерухомість; 2) зазначається, що тривалість та амплітуда фінансового циклу зросли з середини 1980-х років, середня тривалість складає близько шістнадцяти років; 3) піки фінансового циклу тісно пов'язані із системними банківськими кризами; 4) фінансовий та діловий цикли взаємопов'язані, середньостроковий компонент є важливим для обох циклів, однак більшу значущість він має для фінансового циклу.

Наступні дослідження науковців здебільшого використовують індикатори, запропоновані в попередніх наукових працях. Зокрема, Рей Х. [6] у

своїх дослідженнях асоціювала періодичність фінансових циклів з рухом цін на активи та валових потоків капіталу. Натомість Гортон Г. і Ордонез Г. [13] для вивчення фінансових циклів обґрунтували дієвість наступних фінансових індикаторів: цін на активи та кредити. З іншого боку, Джордані П. [14] виділяє показники, що характеризують розвиток фінансового циклу на ранніх етапах: відношення кредиту до ВВП, цін на нерухомість і співвідношення стабільного та нестабільного фінансування в банківському секторі. В той же час у своїх працях Джорда О. [15] висвітлює бачення аналізу фінансових циклів з боку спільного руху внутрішніх фінансових змінних, таких як обсяг кредитів, ціни на акції та нерухомість. Виокремлені науковцями показники мають безпосереднє відношення до основних економічних явищ у функціонуванні як окремих країн, так і глобальної економічної системи.

Вивченню та аналізу періодичності фінансових циклів приділялося достатньо уваги і на глобальному рівні. Однак на сьогодні актуальним є дослідження взаємозв'язку між внутрішнім та глобальним фінансовими циклами з боку відповідного розподілу країн на групи за економічним розвитком: країни з розвинутою економікою та країни, що розвиваються. Актуальним також є питання аналізу характеру впливу глобального фінансового циклу на український фінансовий цикл. Таким чином, першочерговими завданнями у процесі дослідження фінансових циклів країн світу та України є наступні:

- дослідження певних фінансових показників на предмет їх циклічності протягом 2001-2019 рр.;
- визначення наявної амплітуди фінансових показників та стабільності тенденцій для двох груп країн та України;
- визначення ступеня кореляції показників фінансових циклів в групах країн.

Ключовим елементом визначення характеру та амплітуди коливань ділового циклу є рівень зростання реального ВВП. Цей індикатор дає змогу визначити періоди бумів та спадів як внутрішнього циклу, так і глобального. Для якісного порівняння та аналізу циклічності економіки необхідним є

співставлення ситуації з показниками між різними групами країн за рівнем економічного розвитку, тобто розвиненими та такими, що розвиваються. На рис. 2.1 представлені значення рівня зростання реального ВВП за період з 1980 по 2020 р. за країнами з розвинутою економікою; країнами, що розвиваються; на світовому рівні та окремо дані по Україні.

Згідно наведеної динаміки показників, чітко виділяється період найбільшого падіння ВВП протягом 2008-2009 рр., що є індикатором Світової економічної кризи, яка мала всеохоплюючий негативний характер та руйнівний вплив на ситуацію в світових економічних відносинах. Чітко відрізняється від інших динаміка представленого показника для України, адже вона відноситься до категорії країн, що розвиваються, та має досить нестабільну ситуацію із ростом реального ВВП. Згідно наведених показників, можна визначити середній рівень зростання реального ВВП для кожної аналізованої категорії, так для розвинених країн даний показник складає 2,4%, для країн, що розвиваються, – 4,5%, для світу – 3,5%, для України він приймає значення 2,4%. Оскільки період 1990-х рр. для України можна вважати періодом трансформації, для оцінки коливань враховано період з 2000 року.

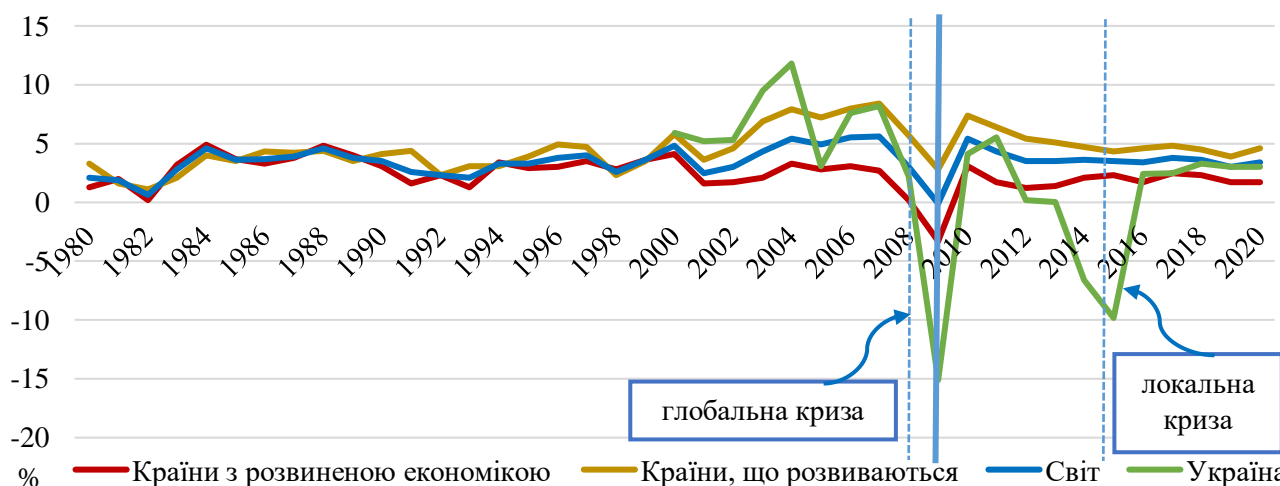


Рис. 2. 1 Рівень зростання реального ВВП (щорічна зміна у відсотках до попереднього року) за 1980-2020 р. [16]

Актуальним є питання не тільки визначення тенденцій зміни реального ВВП, а й дослідження причин росту або спаду ВВП залежно від існуючих фінансових умов. Адже показник реального ВВП є економічно обґрунтованим і

коливається залежно від стану основних макроекономічних показників. Однак процес співставлення тенденцій даного показника з фінансовими індикаторами дасть змогу визначити закономірності виникнення того чи іншого періоду циклічності. Зростаючий характер реального ВВП ще не свідчить про економічну стабільність та рівновагу, адже існують відповідні фінансові ризики, що мають вагомe значення під час періоду економічного зростання або кризи. Розвиток процесу глобалізації створює умови для підвищення рівня взаємозв'язку між змінами в економічних показниках різних країн світу.

Для співвідношення наведених даних, дослідження однорідності та тісноти зв'язку між ними необхідно провести розрахунок показників варіації. Основними показниками, що будуть характеризувати рівень варіації, є: розмах варіації, середнє квадратичне відхилення та коефіцієнт варіації. В нашому випадку розмах варіації буде характеризувати амплітуду, що визначає різницю між значенням показника у точці буму та спаду. Додатковим показником, що дає оцінку тенденцій виникнення шоків фінансових циклів, є період між піковими точками. Згідно Табл. 2. 1 за аналізований період часу найбільша амплітуда характерна для України, що свідчить про існування нестабільної економічної ситуації в процесі розвитку країни. Коефіцієнт варіації дозволяє дослідити рівень однорідності сукупності значень окремого показника. Найбільш стабільний відсоток росту ВВП спостерігався для країн, що розвиваються. Однак причинами значно більшого значення коефіцієнта варіації групи країн з розвинутою економікою порівняно з іншими є більше на 20% значення стандартного відхилення та менший у 2 рази середній рівень росту ВВП за аналізований проміжок часу. Період між піковими точками дав змогу визначити тривалість ділового циклу в двох групах країн, в обох випадках він займає 25 років. Натомість для України останній внутрішній фінансовий цикл тривав 5 років і, із високим ступенем ймовірності, був би тривалішим, але був спровокований зовнішнім впливом неекономічного характеру.

Таблиця 2. 1

Показники варіації реального ВВП

Назва	Амплітуда, в. п.	Період між піковими точками (роки)	Стандартне відхилення (σ), %	Коефіцієнт варіації (V)
Країни з розвинутою економікою	8,2	25	1,4	59%
Країни, що розвиваються	7,3	25	1,7	38%
Світ	5,7	2	1,2	34%
Україна	26,9	5	6,3	257%

Наступним кроком для характеристики тісноти зв'язку між динамікою ВВП серед аналізованих груп країн є кореляційний аналіз. Його результати представлені в Табл. 2. 2. Основним статистичним показником, що дозволяє дослідити ступінь схожості тенденцій показників, є коефіцієнт кореляції. Встановлено, що тісний зв'язок спостерігається як між Україною і країнами, що розвиваються, та Україною й країнами з розвинутою економікою, це підтверджується в обох випадках значенням коефіцієнта кореляції – 0,7.

Таблиця 2. 2

Кореляція динаміки реального ВВП між групами країн та Україною

Назва кореляційного зв'язку	Коефіцієнт кореляції
Україна - Країни, що розвиваються	0,660
Україна - Країни з розвинутою економікою	0,660

Рівень реального ВВП є спільним показником для внутрішнього та глобального циклів, що дає змогу відштовхуватися від його значень під час аналізу притаманних окремому циклу фінансових індикаторів. Так для подальшої оцінки характеру циклічності локального фінансового циклу доцільною є оцінка динаміки зростання загального обсягу кредитів вітчизняних банків, наданих нефінансовому сектору економіки, для окремих категорій країн. На рис. 2.2 відображено динаміку зміни загального обсягу кредитів, наданих нефінансовому сектору економіки, виражених у відсотках до ВВП, впродовж 2001-2019 рр. для двох груп.

Аналіз даного показника свідчить про наявну тенденцію переважання показника загального обсягу кредитів до ВВП, наданих нефінансовому сектору,

в групі країн з розвинутою економікою до 2014 року, однак після цього спостерігається реверсна ситуація із домінуванням цього показника по країнах, що розвиваються. Ця ситуація, з одного боку, свідчить про прагнення країн даної групи залучати необхідні ресурси, з іншого, про існування у них певного запасу міцності боргового навантаження після світової фінансової кризи 2008-2009 рр. У цей період розвинені країни мали надвисокий рівень заборгованості по відношенню до ВВП, що спричинило політику тривалого делевериджу. В той же час, сьогодні можна спостерігати ситуацію, за якої країни, що розвиваються, вже перевищили агрегований рівень заборгованості у порівнянні із розвиненими країнами, який вони мали напередодні минулої кризи.

Вагомим фактором, що впливає на процес кредитування, є фактор дієвості монетарної політики. Адже вона виступає регулятором змін відсоткових ставок на кредитні ресурси з метою стимулювання економічного зростання. Коливання фінансових умов визначають характер попиту на кредитні ресурси серед нефінансового сектору економіки та впливають на ступінь впливу кредитного ризику як на суб'єкта господарювання, так і на економіку в цілому.

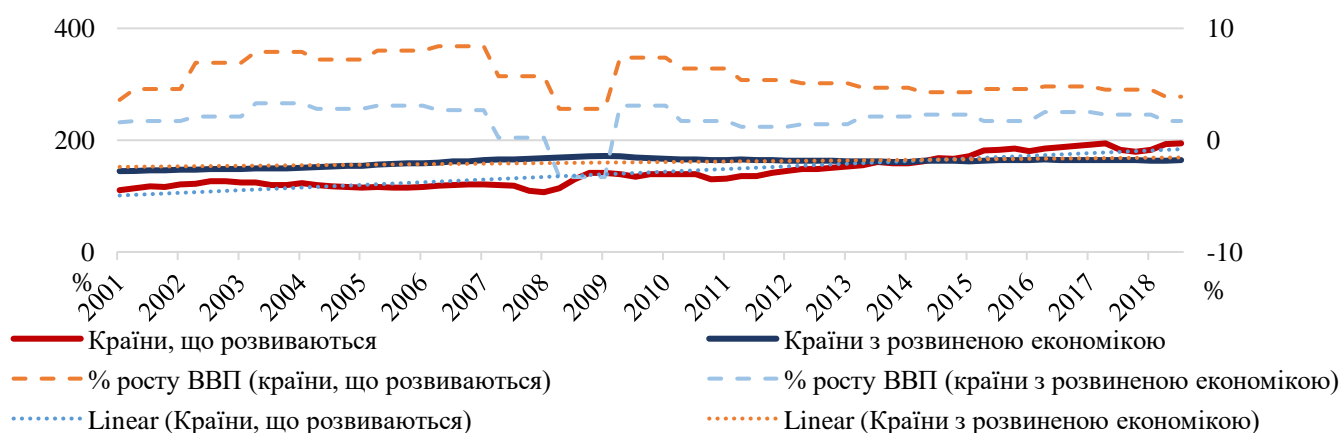


Рис. 2. 2 Обсяг кредитів, наданих нефінансовому сектору економіки (як % ВВП) протягом 2001-2019 рр. [17]

В Табл. 2. 3 наведено коефіцієнти варіації – більше значення амплітуди спостерігається у країнах, що розвиваються (87 в. п.). Водночас період між піковими точками займав більшу кількість років у групі країн, що розвиваються (11 років), в країнах з розвинутою економікою цикл за даним фінансовим

показником тривав 8 років. Коефіцієнт варіації в країнах, що розвиваються, перевищує у 5 разів аналогічний по розвинутих країнам.

Таблиця 2. 3

Показники варіації кредитування нефінансових корпорацій

Назва групи країн	Амплітуда, в. п.	Період між піковими точками (роки)	Стандартне відхилення (σ), %	Коефіцієнт варіації (V)
Країни з розвинутою економікою	27,1	8	7,2	4%
Країни, що розвиваються	87,4	11	26,7	19%

Наступним важливим індикатором виявлення циклічного характеру внутрішнього фінансового циклу виступає рівень цін на нерухомість. Даний фактор є першопричиною Великої фінансової кризи 2007-2009 рр. та має досить складний механізм прогнозування, адже може спричиняти раптові кризові явища, що матиме негативний вплив як на діяльність суб'єктів господарювання, так і на світову економіку в цілому. Тому аналіз цін на нерухомість серед обраних категорій країн є вагомим фактором для виявлення циклічного характеру економіки окремої країни у світі.

На рис. 2. 3 представлена динаміка індексу реальних цін на нерухомість впродовж 2007-2019 рр., що характеризує рівень даного показника як для країн з розвинутою економікою, так і для країн, що розвиваються.

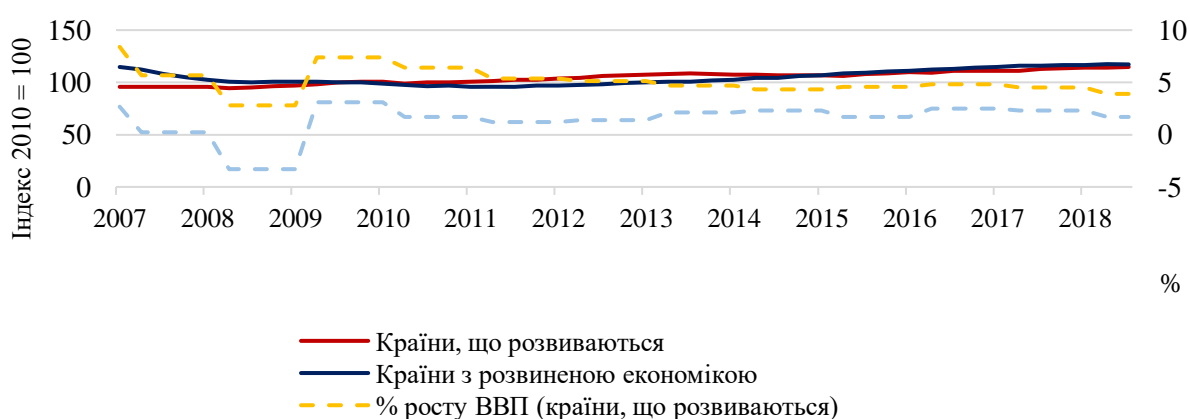


Рис 2. 3 Динаміка індексу реальних цін на нерухомість (2007-2019 р.) [18]

Згідно графіку помітно досить схожу тенденцію індексу серед двох груп країн, що аналізуються. Індекс реальних цін на нерухомість має зростаючий характер та після 2014 року приймає щільну односторонню тенденцію для цих

груп країн. Цей індекс суттєво залежить від рівня економічного розвитку країни та стану її макроекономічних показників, що відображається на його здатності раптово реагувати на будь-які зміни в економічному середовищі, що призводить до подальшої дестабілізації інших сфер економічної діяльності.

В сучасний період індекс реальних цін на нерухомість має найвищі показники з моменту закінчення світової кризи. Це говорить про зростаючий характер попиту на житло та наявність періоду економічного зростання, що в результаті впливає на підвищення цін на нерухомість. Сучасні тенденції руху аналізованого індексу говорять про високу залежність та синхронізованість коливань цін на нерухомість у двох групах країн, що пов'язано, насамперед, із зростанням економічної інтеграції та взаємозалежності між показниками.

В Табл. 2. 4 відображено значення показників варіації для індексу реальних цін на нерухомість. Розрахунок свідчить про досить високу подібність значень аналізованого індикатора між 2 групами країн, – коефіцієнт варіації в обох випадках відображає високу однорідність сукупності даних впродовж 2007-2018 рр. Однак період між піковими точками має різницю у 2 роки, адже країни, що розвиваються, мали більшу тривалість фінансового циклу за 10 років.

Таблиця 2. 4

Показники варіації індексу реальних цін на нерухомість

Назва групи країн	Амплітуда	Період між піковими точками (роки)	Стандартне відхилення (σ)	Коефіцієнт варіації (V)
Країни з розвинутою економікою	21,6	8	7,1	7%
Країни, що розвиваються	20,3	10	6,0	6%

Закономірності прояву глобального фінансового циклу ґрунтуються на двох чітких припущеннях: першому – щодо спільного руху потоків капіталу та цін на активи та другому – щодо рушіїв такої динаміки. Адже валовий приплив капіталу, фінансовий леверидж банківського сектора, ціни на кредитні та ризикові активи мають загальну схему руху та відображають спільну динаміку своїх коливань протягом останніх десятиліть [19].

Глобальний фінансовий цикл визначається групою окремих показників, що мають безпосереднє відношення до світових економічних відносин, можуть впливати на фінансову рівновагу та мають контроль над ризиками, що виникають під час здійснення економічної діяльності суб'єктами. Для характеристики циклічності коливань глобального фінансового циклу необхідно дослідити динаміку наступних індикаторів: світові потоки капіталу, включаючи чисті припливи та відтоки прямих іноземних інвестицій, індекс волатильності.

На рис. 2.4 представлена динаміка чистого припливу та відтоку прямих іноземних інвестицій у світовому масштабі у 1970-2018 рр. та окремо по Україні впродовж 2001-2018 рр. Чистий приплив капіталу враховує загальну динаміку обсягів нових інвестицій зменшених на дезінвестування від іноземних інвесторів в економіку, що аналізується. Натомість чистий відтік капіталу демонструє вплив прямих інвестицій з економіки, що є об'єктом аналізу, до решти країн.

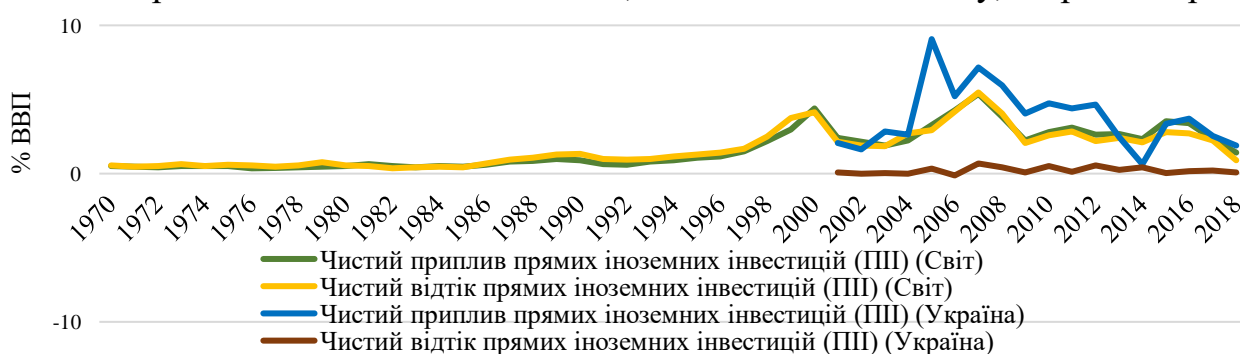


Рис 2. 4 Прямі іноземні інвестиції, чистий приплив та відтік (як % ВВП) [20]

Згідно даного графіку спостерігається закономірний одночасний рух між припливами та відтоками прямих іноземних інвестицій (ПІІ) у світовому розрізі, найбільшого буму дані індикатори зазнавали впродовж 1998-2000 рр. та 2006-2008 рр., далі наявна спадна динаміка активності в наведеній формі руху. Однак ситуація з ПІІ на території України має досить нестабільний характер, так впродовж 2001-2018 рр. майже не здійснювалися відтоки вітчизняних інвестицій до інших країн, натомість припливи капіталу мали високий рівень у 2004-2012 рр., після чого у 2014 році вони мали критичні обсяги. Прямі іноземні інвестиції

є критично важливою формою капіталовкладення. Однак значний вплив на позитивний рух інвестицій має економічна стабільність та фінансова рівновага.

Наступним фінансовим індикатором, що відіграє помітну роль у виявленні закономірностей коливань глобального економічного циклу є індекс волатильності фондових індексів. Цей індекс відображає спільний рух та схожість характеру циклічності разом з глобальним фінансовим циклом згідно досліджень Рей [6]. Індекс волатильності є рівнем виміру очікувань ринку на зміни цін та виступає відповідним сигналом для торговців на відповідній фондовій біржі щодо рівня ризику при здійсненні фінансової операції. За основу аналізу було взято CBOE Volatility Index (VIX) – індекс, який розраховується з 1993 року Чиказькою біржою опціонів і є індикатором очікування волатильності фондового ринку. Значення VIX вимірюється у відсотках і приблизно приводиться до руху, що очікується в індексі S & P 500 протягом найближчих 30 календарних днів. Динаміку індексу у 1991-2020 рр. представлено на рис 2.5.

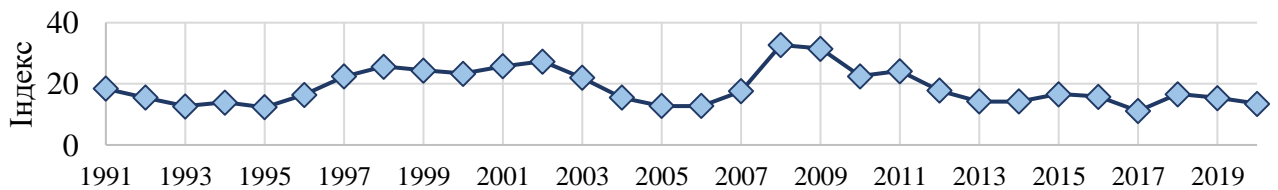


Рис. 2. 5 Індекс волатильності CBOE (VIX) (середня ціна закриття) у період 1991-2020 рр. [21]

Впродовж аналізованого періоду найвищого рівня індекс волатильності VIX приймав у період світової фінансової кризи, що свідчить про наявність кризових явищ та досить високу ризикованість здійснення операцій на фондових ринках. В точках буму даний індекс чітко корелює з глобальним фінансовим циклом. В Табл. 2. 5 представлено значення показників варіацій індексу волатильності CBOE (VIX). Згідно отриманих результатів амплітуда індексу становить 21,6. Водночас коефіцієнт варіації дорівнює 31%. Період між піковими точками для даного фінансового індикатора тривав 9 років.

Таблиця 2. 5

Показники варіації для індексу волатильності CBOE (VIX)

Назва	Амплітуда	Період між піковими точками (роки)	Стандартне відхилення (σ)	Коефіцієнт варіації (V)
CBOE Volatility Index (VIX)	21,6	9	5,9	31%

Невід’ємною частиною дослідження тенденцій коливань в рамках фінансових циклів є аналіз схожості рівня циклічності фінансових індикаторів, визначення тісноти та характеру зв’язку між ними. За основу було взято наступні фінансові індикатори: щорічний відсоток росту ВВП, щорічна зміна загальної суми кредиту для нефінансового сектору (% ВВП) та річна зміна індексу реальних цін на нерухомість. В Додатку А на рис. А.1 наведена динаміка змін попередньо перелічених індикаторів для 2 категорій країн, що аналізуються. Згідно рис. А. 1 відзначимо закономірний рух показників, що характеризують фінансовий цикл, для країн з розвинутою економікою. В даній групі країн існує досить висока кореляція між % росту ВВП та індексом реальних цін на нерухомість, що підтверджується коефіцієнтом кореляції – 0,8 (Табл. 2.6).

Таблиця 2. 6

Кореляційний зв'язок між показниками у групі країн з розвинутою економікою

	<i>Щорічний % росту ВВП</i>	<i>Загальна сума кредиту для нефінансового сектору (% ВВП)</i>	<i>Реальні ціни на нерухомість (Індекс), річна зміна у %</i>
Щорічний % росту ВВП	1		
Загальна сума кредиту для нефінансового сектору (% ВВП)	-0,107202135	1	
Реальні ціни на нерухомість (Індекс), річна зміна у %	0,802843878	-0,277597854	1

Досліджуючи динаміку фінансових індикаторів у категорії країн, що розвиваються, треба відзначити спільну тенденцію руху показників впродовж 2008-2009 р. з попередньою групою країн. Також був знайдений прямий зв'язок між щорічним відсотком росту ВВП та індексом реальних цін на нерухомість зі значенням коефіцієнта кореляції 0,5 (Табл. 2. 7). Слід відзначити і більш тісний зворотній зв'язок між показниками кредитування до ВВП та самого ВВП, що

передбачає наявність наступної закономірності руху даних показників: зі зростанням рівня ВВП наявне зменшення обсягів кредитування, і навпаки.

Таблиця 2. 7

Кореляційний зв'язок між фінансовими показниками у групі країн, що розвиваються

	<i>Щорічний % росту ВВП</i>	<i>Загальна сума кредиту для нефінансового сектору (% ВВП), щорічна зміна</i>	<i>Реальні ціни на нерухомість (Індекс), річна зміна у %</i>
Щорічний % росту ВВП	1		
Загальна сума кредиту для нефінансового сектору (% ВВП), щорічна зміна	-0,542686744	1	
Реальні ціни на нерухомість (Індекс), річна зміна у %	0,557815201	-0,109903381	1

Наступним об'єктом дослідження тісноти взаємовпливу між фінансовими показниками, що дають характеристику фінансовому циклу, виступає Україна. На Рис. 2. 6 наведено динаміку руху аналізованих фінансових індикаторів.

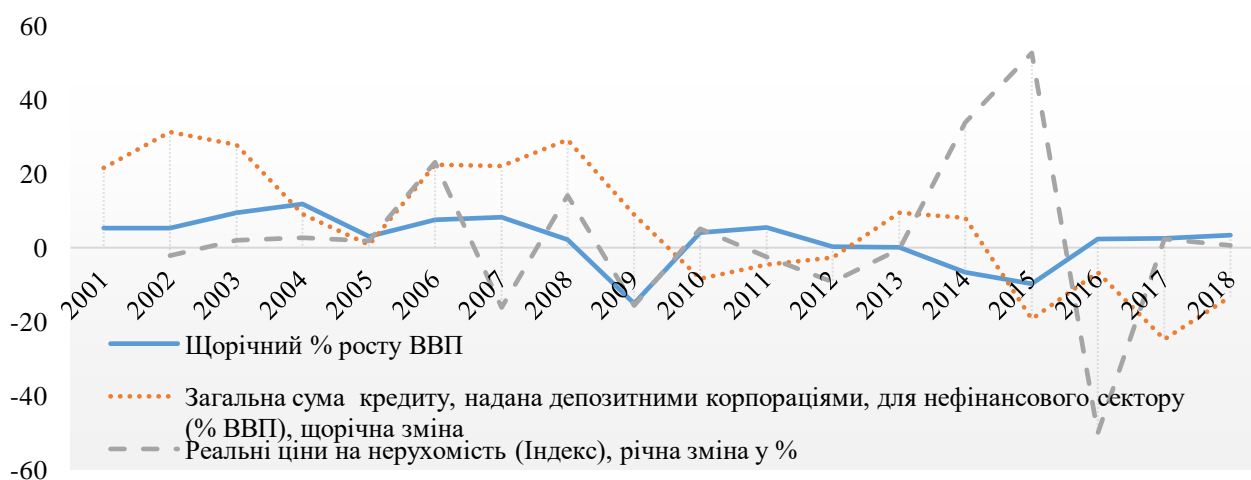


Рис. 2. 6 Динаміка основних показників, що визначають фінансовий цикл, в Україні [16], [22], [23]

Представлений графік демонструє динаміку фінансових індикаторів у 2001-2018 рр., де чітко прослідковуються періоди спадів та підйомів у динаміці. У період 2004-2005 р. спад асоціюється політичною нестабільністю. Наступний спад 2007-2009 р. пояснюється світовою фінансовою кризою, а 2014-2016 рр, в Україні виникає досить важка політична та економічна ситуація.

Аналіз кореляційного зв'язку між наявними показниками, наведений в Табл. А. 1 (див. Додаток А), показав, що існує досить незначний зворотній

зв'язок між ростом ВВП та зміною реальних цін на нерухомість (-0,2). Також спостерігається прямий зв'язок між обсягом кредитування та ростом реального ВВП, що підтверджується коефіцієнтом кореляції 0,3.

Глобальний фінансовий цикл вирізняється основними фінансовими показниками, що, насамперед, пов'язані з досить мінливим рівнем ризику та особливою проциклічністю. На рис. А. 2 в Додатку А представлено графік світового притоку капіталу за видами активів (прямі іноземні інвестиції (ПІІ), валовий капітал (або валові внутрішні інвестиції), внутрішній кредит та загальний борг нефінансового сектору) як частка світового ВВП за період 1970-2018 рр., також графік відображає індекс волатильності (VIX).

З метою більш ретельного вивчення тісноти зв'язку та залежності показників один від одного необхідно здійснити логарифмування значень фінансових індикаторів (див. Додаток Б, Табл. Б. 1). В результаті дослідження рівня кореляції між логарифмами представлених фінансових індикаторів було виявлено, що припливи ПІІ мають тісний зв'язок з формуванням внутрішнього кредиту реальним сектором (коеф. кореляції – 0,85).

Таким чином, глобальний та внутрішній фінансові цикли мають відмінні особливості щодо характеру їх аналізу та системи фінансових індикаторів, що дають змогу визначити характер коливань та дослідити взаємовплив показників один на одного. Відповідні фінансові індикатори визначають циклічність економіки тієї чи іншої групи країн, або окремої країни. Дослідження динаміки фінансових змінних 2 груп країн дало змогу виявити амплітуду даних показників та прослідкувати закономірності тенденцій руху фінансових циклів. Кореляційний аналіз слугував базою вивчення взаємозв'язку коливань між фінансовими циклами двох груп країн та України. Проте для глибшого аналізу причин виникнення проциклічних коливань варто оцінити рівень чутливості нефінансового сектору України до фінансових ризиків та дослідити інструменти, що дозволяють коригувати ступінь впливу ризиків на стан вітчизняних економічних відносин, що визначають характер коливань локального фінансового циклу.

РОЗДІЛ 3

АНАЛІЗ ЧУТЛИВОСТІ НЕФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ ДО ФІНАНСОВИХ РИЗИКІВ

Діяльність суб'єктів нефінансового сектору економіки пов'язана з фінансовою та економічною активністю, що тягне за собою наявність відповідного ризику. Ступінь та характер ризику залежать від рівня ризикованості операції, а ступінь впливу – від чутливості до нього. Залежно від виду економічної діяльності суб'єкти господарювання нефінансового сектору можуть наражатися на певні фінансові ризики, більшість з яких є зовнішніми, рівень впливу яких залежить від внутрішньої експозиції до ризику.

Для оцінки загроз фінансової стійкості на макrorівні враховується агрегована чутливість нефінансового сектору [27]. Особливістю даного підходу Світового банку є те, що в його фокусі знаходяться здебільшого тільки кредитний ризик та ризик порушення фінансової стійкості внаслідок зростання боргового навантаження та погіршення умов фінансування нефінансових компаній, що в свою чергу впливає на стійкість фінансової системи тієї чи іншої країни. Саме оцінка такого можливого негативного впливу або реакції є основною метою Світового банку. В нашому випадку основна мета – це визначення уразливості самого нефінансового сектору. Дану методологію використано в якості основи для подальшого аналізу в частині оцінки чутливості до зазначених ризиків. Додатково визначено чутливість до валютних та відсоткових ризиків.

З метою визначення рівня ризику доцільно порівняти виявлену експозицію до ризиків із аналогічним фактичним рівнем в період або напередодні фінансової кризи. В якості такої бази в нашому аналізі візьмемо 2008 р., що відповідає періоду розгортання світової системної фінансової кризи із відповідним впливом на розгортання кризових явищ в Україні.

Для аналізу ступеня вразливості до кредитного ризику або його експозиції використаємо декілька показників. По-перше, зіставимо загальний обсяг кредитів банків України, наданих нефінансовому сектору, до номінального ВВП. На обсяги номінального ВВП впливають зміни цін, що спричинені інфляційними або дефляційними коливаннями в економіці. Оцінку даного показника необхідно здійснити в двох періодах - в 2008 та 2019 рр. (рис. 3.1). Дане порівняння дасть змогу оцінити ступінь вразливості та виявити тенденції впливу циклічності.

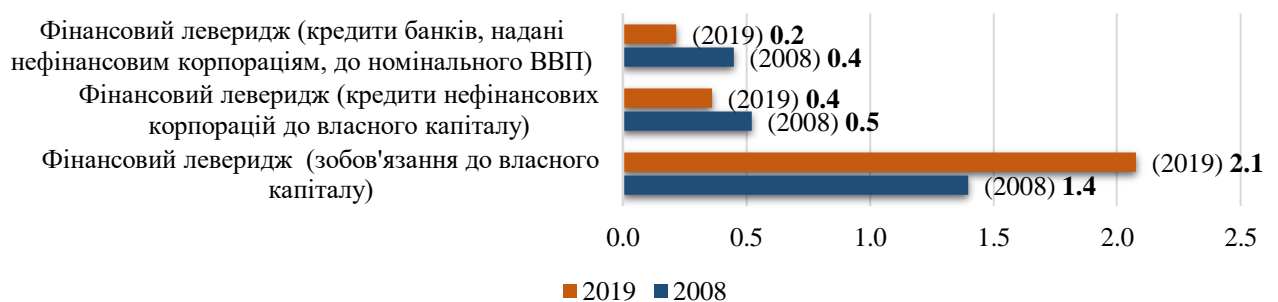


Рис. 3. 1 Динаміка показників фінансового левериджу впродовж 2008 та 2019 р. [22], [23]

Аналізуючи фінансовий леверидж, зазначимо, що частка кредитів, наданих нефінансовим корпораціям, у номінальному ВВП скоротилася у 2 рази. Основною причиною чого є збільшення майже у 4 рази значення номінального ВВП, натомість загальна сума кредитів зросла лише на 73%. Наявною є ситуація монетарного стиснення, що відрізняє вітчизняні реалії не тільки із аналогічними у 2008 р., але й із ситуацією в інших країнах. У порівнянні із іншими країнами кредитне забезпечення є нижчим у 4-5 разів (див. Додаток В, рис. В. 1). Зокрема у 2019 році підвищення показника для даної групи країн призвело до майже пропорційного зростання у 1,5 рази як загального обсягу кредитів, так і ВВП. Однак для групи країн, що розвиваються, у 2019 році було характерне значне підвищення цього індикатора у зв'язку зі збільшенням загального кредитування нефінансового сектора у 3 рази, а номінального ВВП – у 2 рази. Отже, розвинені країни мають тенденцію до переважання обсягів кредитування нефінансових корпорацій над номінальним ВВП, що зумовлює підвищення чутливості як до кризових явищ як самих суб'єктів господарювання, так і економіки даних країн до впливу фінансового циклу і ризиків порушення фінансової стійкості зокрема.

Наступним показником для аналізу є відношення фінансових зобов'язань (кредитів) до власного капіталу підприємств, зниження рівня якого у порівнянні з 2008 р. пояснюється випереджувальним зростанням власного капіталу - 150% порівняно зі зростанням обсягів кредитів (73%). Коефіцієнт фінансового левериджу за 2019 рік перевищує показник 2008 р. майже вдвічі, що зумовлено підвищенням обсягів зобов'язань у 4 рази, а власного капіталу лише у 2,5 рази.

Порушення фінансової стійкості також виникає, виходячи із неспроможності покриття відсотків за кредити. Основним джерелом сплати відсотків за кредити є прибуток від операційної діяльності (ЕВІТ). Ефективність діяльності підприємства оцінюється за допомогою показника рентабельності. Розглянемо показники рентабельності операційної діяльності та активів підприємств у 2008-2019 роках (див. Додаток В, рис. В. 2). Впродовж 2008 року два показники рентабельності знаходилися на майже однаковому низькому рівні, однак у 2019 році рівень рентабельності активів знизився на 1 в.п. порівняно з 2008 р. Натомість рентабельність операційної діяльності зросла у 3 рази, що, в цілому, позитивно відображається на здатності підприємств реагувати на зміни витрат, пов'язаних із залученням позикових ресурсів.

Наступним економічним індикатором виявлення чутливості суб'єктів нефінансового сектору до кредитного ризику є середній рівень процентної ставки в країні (рис. 3. 2).

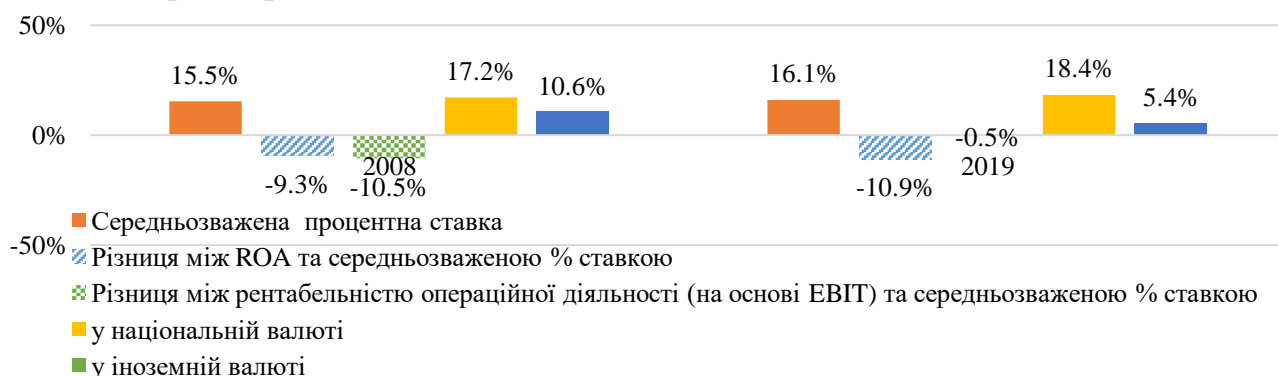


Рис. 3. 2 Середньозважена процентна ставка за новими кредитами нефінансовим корпораціям та її порівняння з ROA і рентабельністю операційної діяльності (2008 р., 2019 р.) [23]

Рівень процентної ставки визначає ступінь ризикованості залучення ресурсів для підприємств. Розрахунок різниці між рентабельністю активів та середньозваженою процентною ставкою (диференціалу фінансового левериджу) свідчить про недостатній потенціал в цілому реального сектору сплачувати відсотки за кредити: так, у 2008 та 2019 році наявний високий розрив між значеннями показників, на сьогодні спостерігається навіть погіршення його стану майже на 2 в.п. Дана ситуація призводить до виникнення високої чутливості підприємств до змін відсоткової ставки, а будь-які негативні коливання спричинять зростання обсягів додаткових витрат. Тим не менш, негативний розрив між рентабельністю операційної діяльності на основі ЕВІТ та середньозваженою ставкою у 2019 році майже нівелювалася (-0,5 в. п.), це пояснюється підвищенням у 3 рази рівня рентабельності підприємств та є позитивною тенденцією.

Наступним ризиком, оцінка якого важлива для забезпечення стабільності зовнішньої та внутрішньої діяльності підприємств, є валютний. Коливання валютних курсів зазнають найбільшого прояву для операцій експорту та імпорту, а також операцій із залучення. Економічними індикаторами, які дозволяють оцінити масштаби впливу валютного ризику на нефінансові корпорації, виступають показники платіжного балансу країни для цього сектору. На рис. 3. 3 представлені значення сальдо рахунку поточних операцій та фінансового рахунку, а також зведеного балансу для нефінансових корпорацій України станом на 2008 та 2019 рік. Динаміка показників категорії «інші сектори» у платіжному балансі використовується як характеристика діяльності реального сектору економіки.

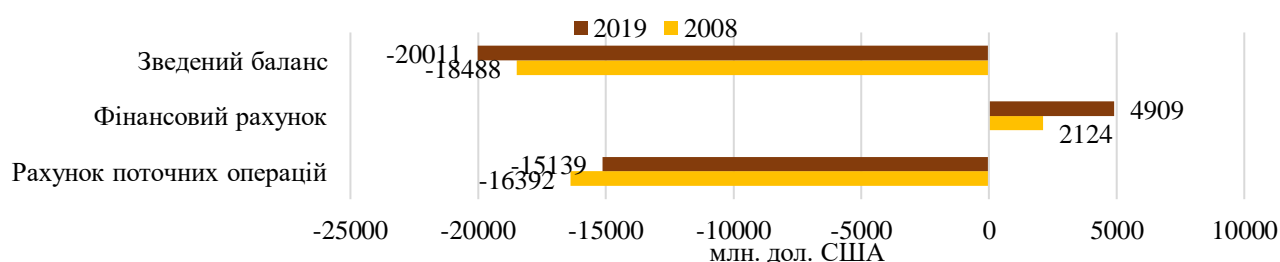


Рис. 3. 3 Значення сальдо рахунку поточних операцій, фінансового рахунку та зведеного балансу реального сектору економіки України (2008;2019 р.) [30]

Для обох періодів наявними були від'ємні значення рахунку поточних операцій. Разом із тим, сальдо фінансового рахунку збільшилося у 2 рази порівняно з 2008 р., в той час як дисбаланс поточних операцій знизився лише на 8%. Значно поліпшився результат зведеного балансу, що відображає зниження його негативного результату майже на 30% у порівнянні з кризовим періодом.

Доцільно також розглянути складові елементи рахунків платіжного балансу, які визначають характер змін сальдо відповідного рахунку – показники фінансового рахунку, що пов'язані з діяльністю підприємств нефінансового сектору економіки, такі як сальдо прямих і портфельних інвестицій, обсяги довгострокових та короткострокових кредитів (див. Додаток Д, рис. Д. 1).

В результаті прослідковується негативне сальдо як прямих, так і портфельних інвестицій впродовж аналізованих періодів, що показує перевищення обсягів чистого збільшення пасивів над чистим збільшенням активів, однак у 2019 році сальдо прямих інвестицій зменшилося у 5 разів порівняно з 2008 р., що відбулося за рахунок зменшення надходжень прямих інвестицій з-за кордону. Зазначимо, що ані портфельні, ані боргові ресурси не покривають повністю даний дисбаланс. Крім того, спостерігається значне скорочення обсягів довгострокових (у 19 разів) та короткострокових (у 4 рази) кредитів, наданих реальному сектору з-за кордону. Ця ситуація свідчить про зберігання закритості зовнішнього кредитного ринку для вітчизняного реального сектору, що замикає їх на внутрішньому корпоративному ринку позик, разом із тим, залишаючи основний валютний дисбаланс для них – рахунок поточних операцій.

Наступним етапом оцінки чутливості реального сектору до виникнення валютного ризику є розрахунок відносних показників, що порівнюють сальдо рахунку поточних операцій та фінансового рахунку з ВВП та власним капіталом нефінансових корпорацій. Додатково визначимо величину відкритої валютної позиції як різницю між кредитами, наданими нефінансовим корпораціям, та депозитами підприємств в дол. США до ВВП (див. Додаток Е, рис. Е. 2).

В аналізованих періодах для нефінансового сектору є характерною довга

валютна позиція, що в цілому є закономірним явищем з огляду на спрямованість діяльності підприємств. Абстрагуючись від негативного впливу скорочення кредитування для зростання вітчизняної економіки, позитивним моментом із позиції вразливості до ризику є її скорочення у 4 рази. Керуючись отриманими результатами співвідношень рахунків платіжного балансу до власного капіталу підприємств та ВВП, слід відзначити, що у 2019 році спостерігається зростання рівня сальдо рахунків у економічних показниках, що негативно характеризує ситуацію.

Доцільною є також оцінка індикаторів Міжнародної інвестиційної позиції (МІП) нефінансового сектору економіки (див. Додаток Е, рис. Е. 2). МІП відображає структуру та вартість зовнішніх фінансових активів та зобов'язань відповідних секторів економіки країни, накопичених на кінець року. За результатами розрахунків відносних показників слід зауважити, що порівняно з 2008 роком значно скоротилася частка кредитів та прямих інвестицій до власного капіталу підприємств (аналогічна ситуація спостерігалася із потоками боргового капіталу). Також відбулося значне скорочення залишку прямих інвестицій відносно номінального ВВП у 4 рази. Залишки портфельних інвестицій залишаються майже незмінними порівняно з 2008 р. Загалом дана динаміка вбачається у результаті перевищення швидкості зростання ВВП та власного капіталу у порівнянні з аналізованими індикаторами МІП.

Таким чином, скорочення валютних позицій у порівнянні із 2008 р. знизило трансакційні валютні ризики для реального сектору.

Усі підприємства, що здійснюють операції з вкладенням або залученням фінансових ресурсів під відсотки, зазнають процентного ризику. Ефект даного ризику проявляється в разі зміни процентної ставки. Відсотковий ГЕП визначається як різниця між активами та пасивами, чутливими до змін відсоткової ставки. Визначимо різницю між короткостроковими депозитами та кредитами, наданими нефінансовим корпораціям, що враховують загальний їх обсяг у національній та іноземній валюті та виступатиме значенням ГЕПу впродовж аналізованих періодів часу (Рис. 3.4).

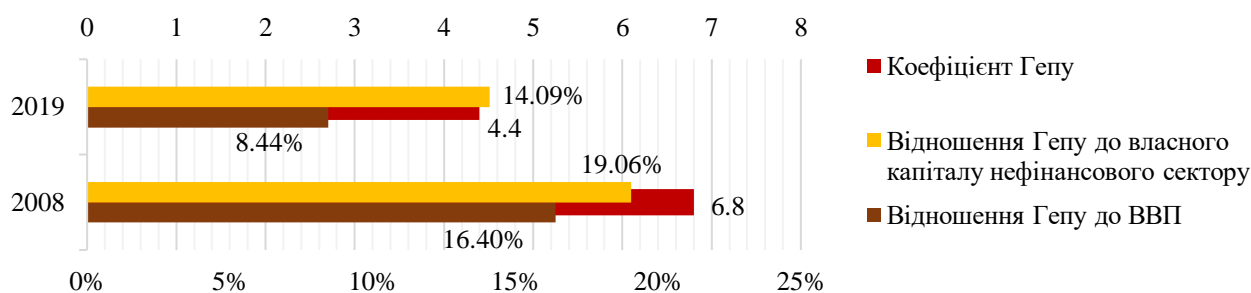


Рис. 3. 4 Показники ГЕП-аналізу за 2008 та 2019 роки [22], [23]

Згідно графіку можна побачити, що впродовж 2008 та 2019 років ГЕП та коефіцієнт гепу приймали додатне значення, що пояснюється перевищенням обсягів кредитів над депозитами нефінансових корпорацій. Відношення відсоткового розриву до ВВП знизилося вдвічі, однак відношення до власного капіталу збільшилося на 5 % порівняно з 2008 р. та свідчить про посилення впливу можливої зміни % на фінансовий стан нефінансових корпорацій.

Проведений аналіз дав змогу прийти до висновку, що впродовж виникнення періоду кризи у фінансовому циклі України підвищується рівень чутливості підприємств нефінансового сектору економіки до кредитного, валютного та процентного ризиків. Відповідно до характеру впливу кредитного ризику в 2019 р. вбачається зниження рівня чутливості реального сектору, що зумовлене значно нижчою динамікою росту обсягів кредитування порівняно з ВВП та власним капіталом. Щодо тенденцій прояву валютного ризику слід відзначити, що наразі відбулося скорочення валютних позицій нефінансових корпорацій, дана динаміка зумовлює зменшення чутливості корпорацій до валютного ризику, це спричинено відносним відставанням темпів виходу національних підприємств на зовнішній ринок, звуженістю економічних відносин з зовнішніми агентами. Врешті-решт, відбулося зниження рівня вразливості нефінансових корпорацій до процентного ризику. Натомість необхідним є процес розробки заходів підтримки розвитку нефінансового сектору з метою уникнення негативного впливу коливань змінних фінансових ризиків, зумовлених закономірностями руху фінансових циклів, на економічну рівновагу підприємств.

ВИСНОВКИ

Існування різних періодів фінансової циклічності країн світу зумовлюють коливання характеру зміни рівня чутливості нефінансового сектору економіки до існуючих фінансових ризиків. Зокрема посилюється фінансова інтеграція між економічними агентами, що спричиняє виникнення спільних закономірностей руху фінансових індикаторів, які визначають глобальний та локальний фінансові цикли. Наразі необхідним є вивчення питання визначення закономірностей циклічності локальних фінансових циклів для різних груп країн з метою оцінки ступеня чутливості нефінансового сектору економіки до фінансових ризиків, яким притаманно посилювати або зменшувати свій вплив відповідно до наявної фази циклу. Це підтверджує актуальність вибору теми наукової роботи.

За результатами дослідження в роботі отримано наступні наукові результати:

- узагальнено теоретичні основи глобального та локального фінансового циклу, виявлено закономірності їх прояву та охарактеризовано їх взаємозв'язок з фінансовими ризиками, що дає змогу виявити взаємопосилюючий характер коливань локальних фінансових циклів на глобальну фінансову рівновагу.

- охарактеризовано фінансові цикли країн з розвинутою економікою та країн, що розвиваються, а також досліджено локальний фінансовий цикл України. За допомогою аналізу динаміки обраних фінансових індикаторів, які визначають фінансові цикли, було здійснено порівняння отриманих результатів двох груп країн з показниками України, а також проведено кореляційно-регресійний аналіз між існуючими індикаторами.

- оцінено рівень чутливості нефінансових корпорацій України до фінансових ризиків у період кризи 2008 року та в умовах сьогодення. Визначено тенденції змін ступеня чутливості нефінансового сектору економіки до кредитного, валютного та процентного ризиків, у відповідні періоди циклічності. Виявлено характер впливу даних ризиків на діяльність підприємств.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Mitchell, W. C. "Business Cycles: The Problem and Its Setting." New York, NY: National Bureau of Economic Research. 1927.
2. Burns, A., Mitchell, W. C. "Measuring Business Cycles". New York, NY: National Bureau of Economic Research. 1946. (Vol. 2).
3. Constancio, V. "Principles for Macroprudential Policy." Speech at the ECB-IMF Conference on Macroprudential Policy, Frankfurt am Main. 2016. April 26.
4. Borio, C., N. Kennedy, and S. D. Prowse. "Exploring Aggregate Asset Price Fluctuations across Countries: Measurement, Determinants and Monetary Policy Implications." BIS Economic Paper. 1994. No. 40 (April).
5. William Oman. "The Synchronization of Business Cycles and Financial Cycles in the Euro Area." International Journal of Central Banking, International Journal of Central Banking. 2019. vol. 15(1). March. P. 327-362.
6. Rey, H. "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence". NBER Working Paper. May 2015. No 21162. P. 285-333.
7. Borio, Claudio. "The financial cycle and macroeconomics: what have we learned and what are the policy implications". BIS Working papers. 2012. No. 395, December.
8. Borio, C., G. Furfine and P. Lowe. "Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options". BIS Papers. 2001. No. 1. P. 1-57.
9. Brunnermeier, M, A. Crockett, C. Goodhart, A. Persaud and H. S. Shin. "The fundamental principles of financial regulation". Geneva Reports on the World Economy, International Center for Monetary and Banking Studies. 2009.
10. Bruno Ćorić. "The financial accelerator effect: concept and challenges." Financial theory and practice. 2011. Vol. 35 No. 2. P. 171-196.
11. Drehmann, M., C. Borio, and K. Tsatsaronis. "Characterising the Financial Cycle: Don't Lose Sight of the Medium Term!" BIS Working Paper. 2012. No. 380 (June).
12. Christiano L., and T. Fitzgerald. "The Band Pass Filter." International Economic Review. 2003. № 44 (2). P. 435-465.

13. Gorton, G., and G. Ordonez. “Good Booms, Bad Booms.” NBER Working Paper. 2016. No. 22008.

14. Giordani, P., Spector, E., Zhang, X. A New Early Warning Indicator of Financial Fragility in Sweden. Sveriges Riksbank. Economic Commentaries. 2017. № 1, 19 January 2017.

15. Jordà, Ò., M. Schularick, A. Taylor and F. Ward. “Global financial cycles and risk premiums”. NBER Working Papers. 2018. no 24677, June.

16. Real GDP growth. IMF. URL: https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEO_WORLD (дата звернення: 08.01.2020).

17. Total Credit to Private Non-Financial Sector. Bank for International Settlements. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/Q5RPAM799A> (дата звернення: 08.01.2020).

18. Real Residential Property Prices. Bank for International Settlements. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/Q4TR628BIS> (дата звернення: 08.01.2020).

19. Passari, E. and Rey, H., “Financial Flows and the International Monetary System”. Economic Journal. May 2015. Vol. 125. № 584. P. 675-698.

20. Foreign direct investment, net inflows and outflows (% of GDP). World Bank. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.WD.GD.ZS> (дата звернення: 08.01.2020).

21. CBOE Volatility Index: VIX - Historical Annual Data. Macrotrends. URL: <https://www.macrotrends.net/2603/vix-volatility-index-historical-chart> (дата звернення: 08.01.2020).

22. Статистична інформація. Державна служба статистики України. URL: <https://ukrstat.org> › operativ › oper_new (дата звернення: 08.01.2020).

23. Грошово-кредитна статистика. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial> (дата звернення: 08.01.2020).

24. Nonfinancial corporate debt, loans and debt securities. International Monetary Fund. URL:

https://www.imf.org/external/datamapper/NFC_LS@GDD/CHN (дата звернення: 08.01. 2020).

25. Domestic credit to private sector (% of GDP). World Bank. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.PRVT.GD.ZS> (дата звернення: 08.01. 2020).

26. Gross capital formation (% of GDP). World Bank. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NE.GDI.TOTL.ZS> (дата звернення: 08.01. 2020).

27. Global Financial Stability Report: Lower for Longer. October 2019. International Monetary Fund. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2019/10/01/global-financial-stability-report-october-2019> (дата звернення: 08.01. 2020).

28. GDP, current prices. IMF. URL: https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPD@WEO/OEMDC/ADVEC/WEO_WORLD (дата звернення: 08.01. 2020).

29. Credit to the non-financial sector. Bank for International Settlements. URL: <https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm> (дата звернення: 08.01. 2020).

30. Платіжний баланс України. Національний банк України URL: <https://bank.gov.ua/statistic/sector-external/data-sector-external> (дата звернення: 08.01. 2020).

31. Міжнародна інвестиційна позиція. Національний банк України URL: <https://bank.gov.ua/statistic/sector-external/data-sector-external> (дата звернення: 08.01. 2020).

ДОДАТКИ

ДОДАТОК А

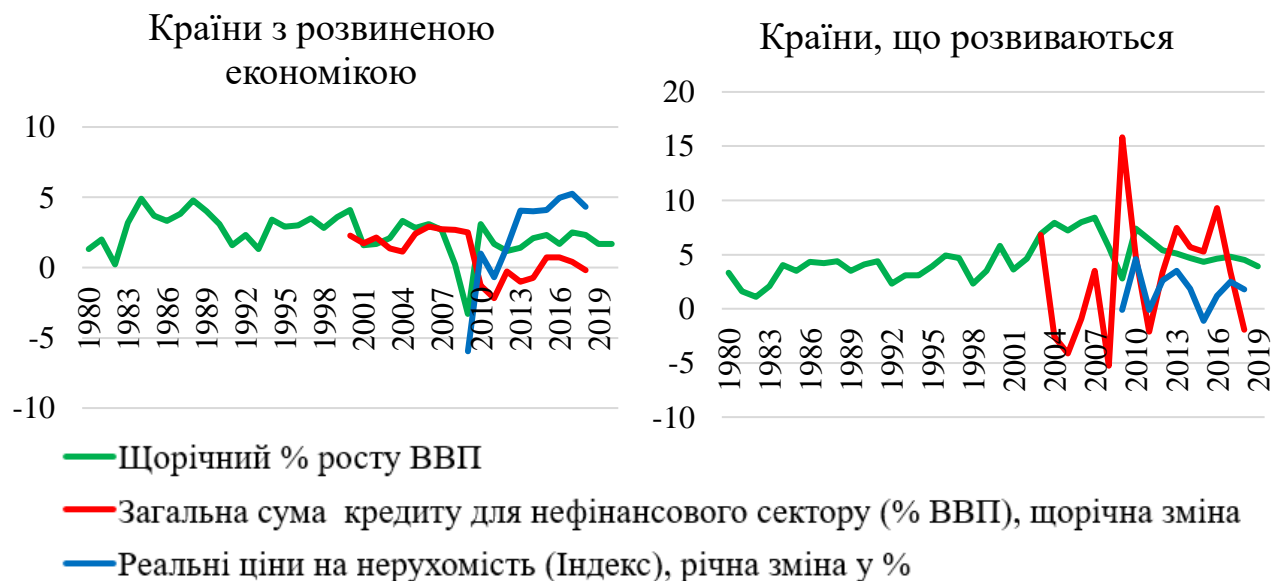


Рис. А. 1 Динаміка основних показників, що визначають фінансові цикли, у країнах, що розвиваються, та країнах з розвинуеною економікою [16], [17], [18]

Таблиця А. 1

Кореляційний зв'язок між фінансовими показниками в Україні

	<i>Щорічний % росту ВВП</i>	<i>Загальна сума кредиту для нефінансового сектору (% ВВП), щорічна зміна</i>	<i>Реальні ціни на нерухомість (Індекс), річна зміна у %</i>
Щорічний % росту ВВП	1		
Загальна сума кредиту для нефінансового сектору (% ВВП), щорічна зміна	0,317989776	1	
Реальні ціни на нерухомість (Індекс), річна зміна у %	-0,237656695	-0,043148648	1

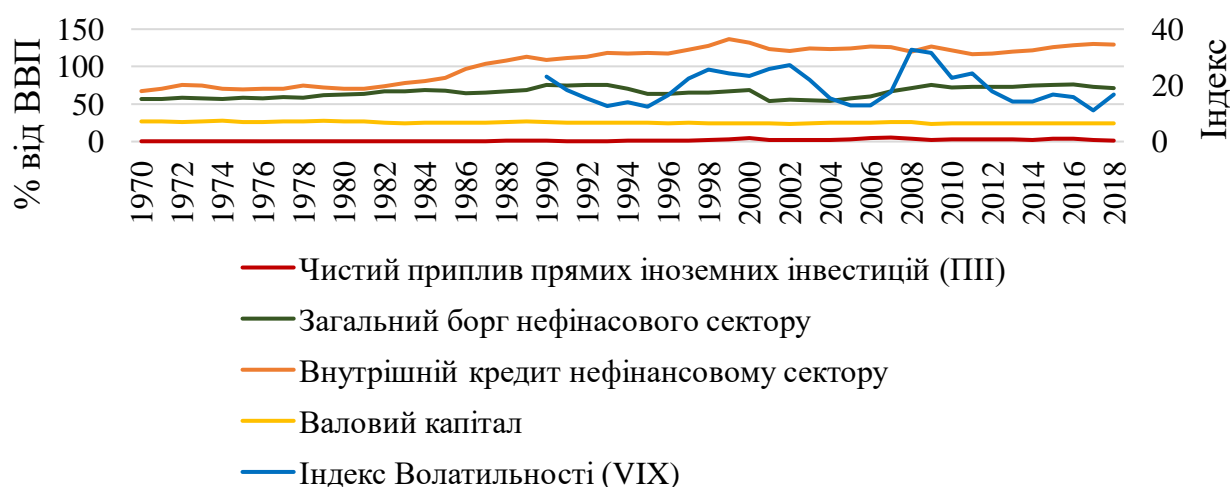


Рис. А. 2 Валові потоки капіталу в світі та індекс волатильності (VIX) у період 1970-2018 р. [20], [21], [24], [25], [26]

ДОДАТОК Б

Таблиця Б. 1

Кореляційний зв'язок між світовими валовими потоками капіталу та індексом
волатильності (VIX)

	<i>Чистий приплив прямих іноземних інвестицій (ППІ)</i>	<i>Загальний борг нефінансового сектору</i>	<i>Внутрішній кредит нефінансовому сектору</i>	<i>Валовий капітал</i>	<i>Індекс Волатильності (VIX)</i>
Чистий приплив ППІ	1				
Загальний борг нефінансового сектору	0,308	1			
Внутрішній кредит нефінансовому сектору	0,854	0,467	1		
Валовий капітал	-0,661	-0,368	-0,767	1	
Індекс Волатильності (VIX)	0,212	-0,087	0,054	-0,247	1

ДОДАТОК В

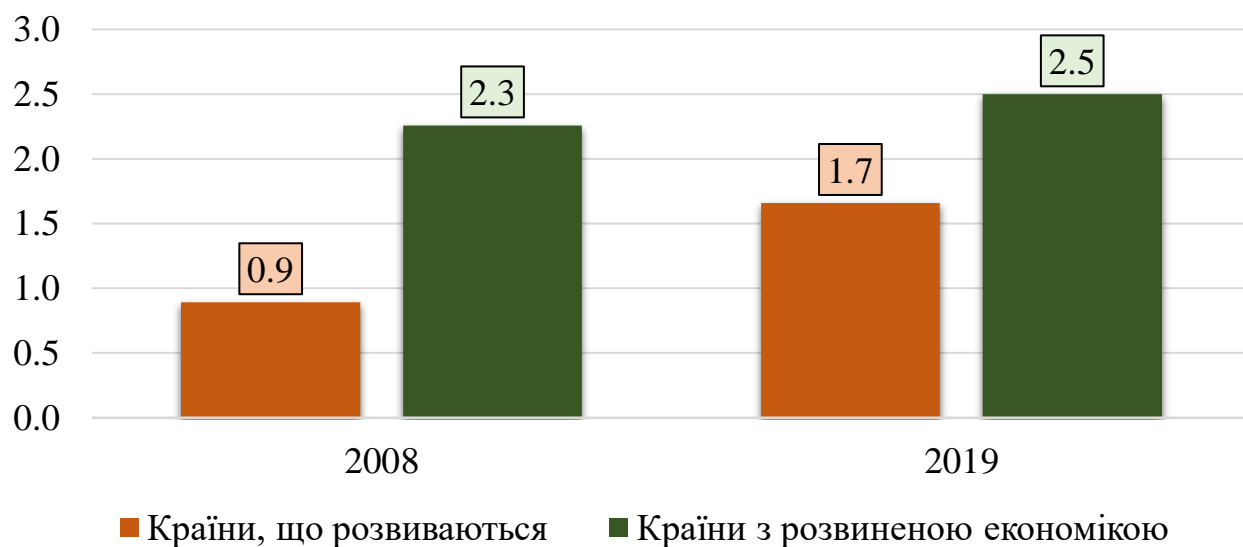


Рис. В. 1 Показник фінансового левериджу (відношення загального обсягу кредитів, наданих нефінансовому сектору, до номінального ВВП) для двох груп країн у 2008 та 2019 р. [28], [29]

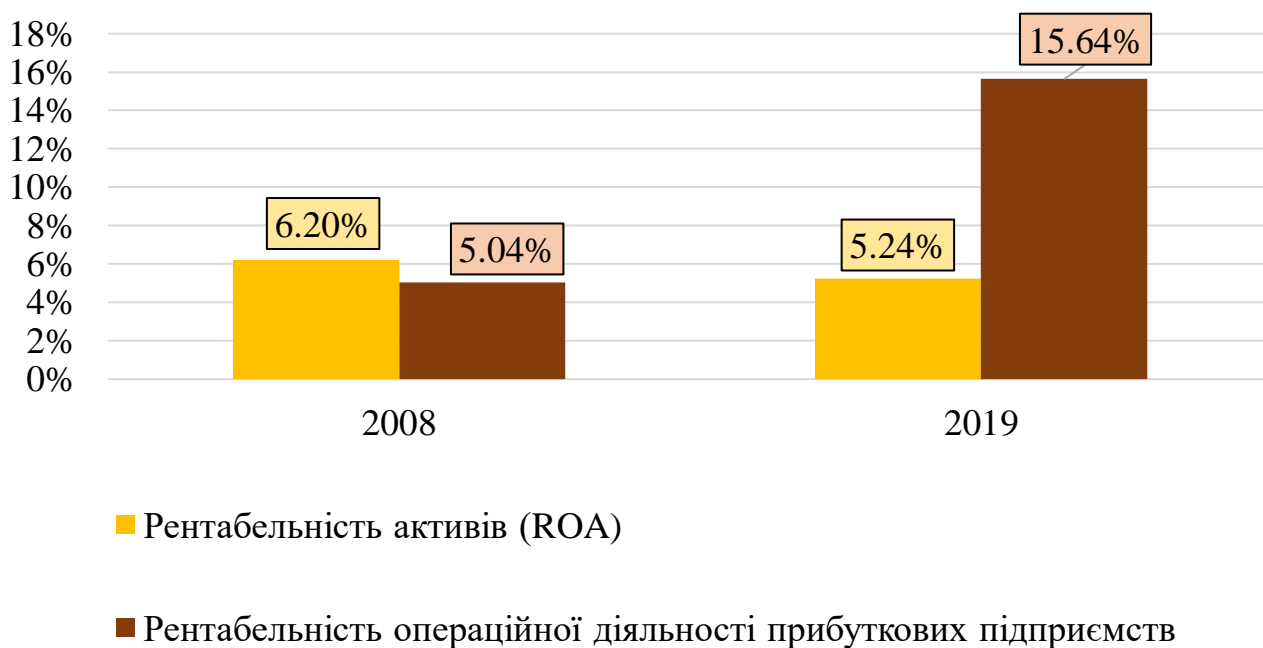


Рис. В. 2 Рентабельність операційної діяльності та активів підприємств нефінансового сектору у 2008 та 2019 рр. [22]

ДОДАТОК Д

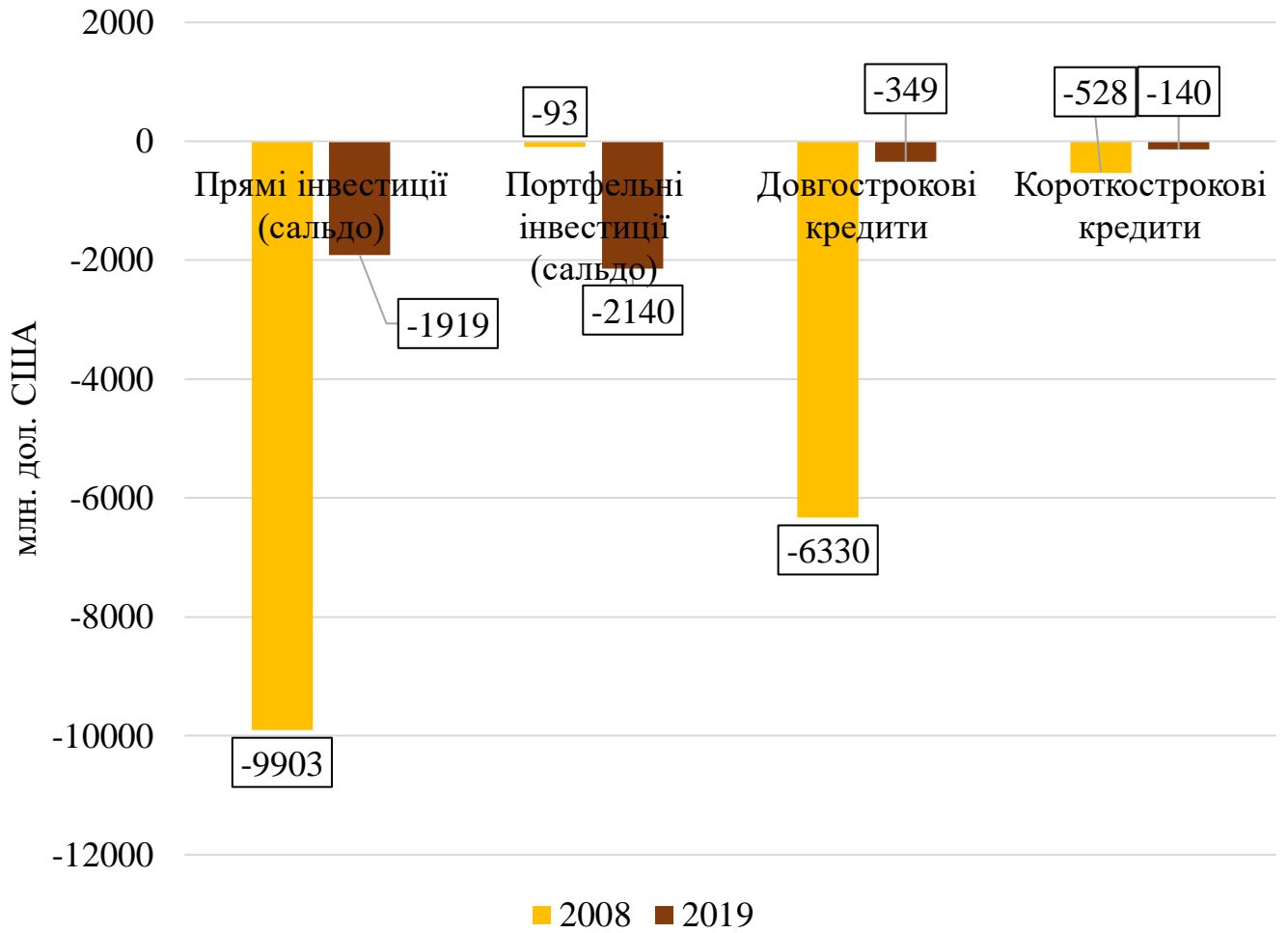


Рис. Д. 1 Динаміка елементів фінансового рахунку платіжного балансу підприємств нефінансового сектору України (2008 та 2019 рік) [30]

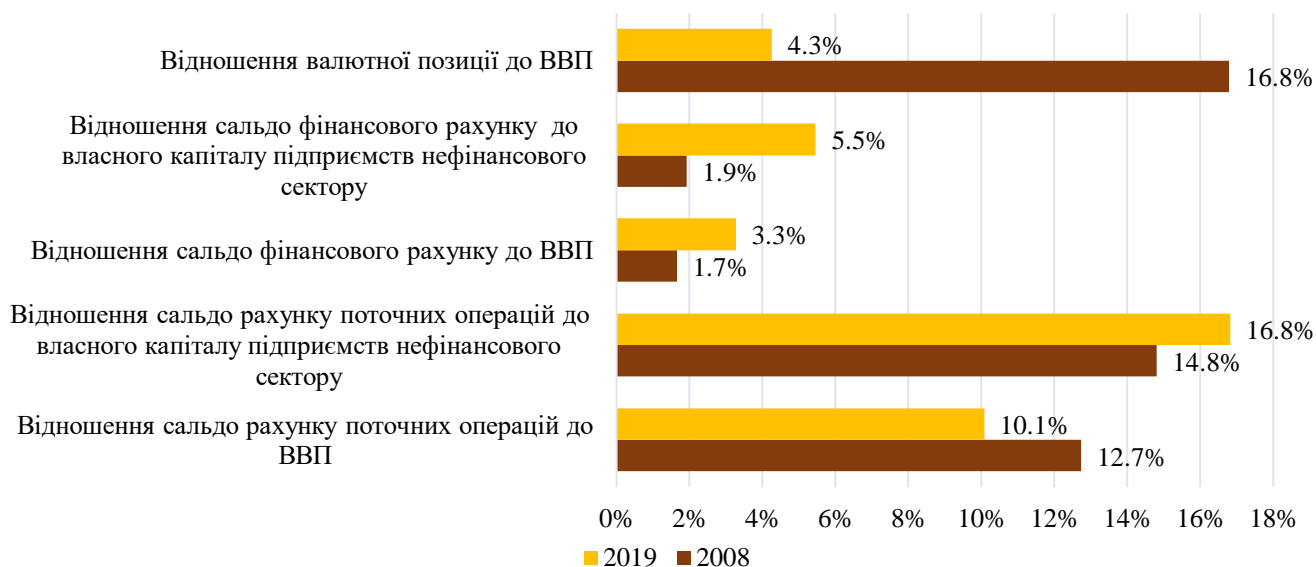


Рис. Е. 1 Відносні показники сальдо рахунку поточних операцій, фінансового рахунку та валютної позиції нефінансових корпорацій за внутрішніми кредитами в іноземній валюті (2008 та 2019 рік) [22], [23], [30]

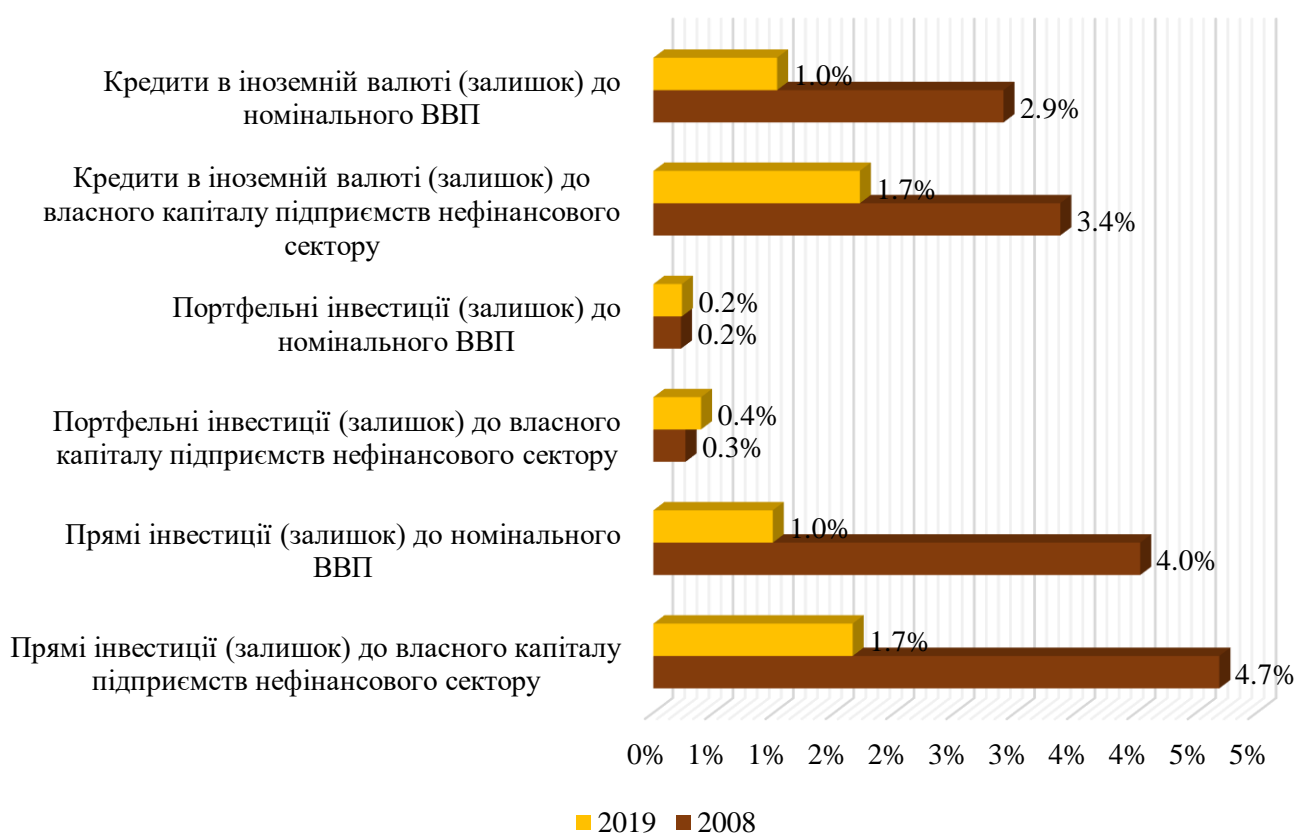


Рис. Е. 2 Динаміка відносних показників МІП до власного капіталу корпорацій та номінального ВВП у 2008 і 2019 році [31]