

**В.В. ЗИМОВЕЦЬ, с.н.с., д.е.н., зав. відділу Державної установи
«Інститут економіки і прогнозування НАН України»**

РОЛЬ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРА В ЕКОНОМІЧНОМУ РОЗВИТКУ ТА КОНЦЕПЦІЯ «ФІНАНСІАЛІЗАЦІЇ»

На основі теоретичного аналізу концепцій прихильників та опонентів концепції «фінансового поглиблення» дістали подальшого розвитку засадничі підходи щодо визначення ролі фінансового сектору в економіці. Альтернативні теоретичні підходи прихильників і критиків положення про зростаючу роль фінансового сектору в економічному розвитку аналізуються з урахуванням ймовірних позитивних та негативних наслідків цього процесу у довгостроковому періоді. Оцінюється потенційний вплив «фінансового поглиблення» на ключові параметри економічного розвитку – обсяги інвестицій у реальний сектор, вартість інвестицій (процентну ставку та рівня комісійних винагород фінансовим посередникам), структуру інвестицій та макроекономічну стабільність. Аналізується слушність положень опонентів теорії «фінансового поглиблення», в т.ч. гіпотези фінансової нестабільності Х.Ф.Мінскі та положень про неефективне розміщення фінансових ресурсів (концепція «фінансіалізації економіки»). Розглядається питання щодо необхідності перегляду ролі фінансового сектору в економічному розвитку та обмеження його економічної влади. Зроблено висновок про відсутність ознак домінування фінансового сектору в економіці на основі аналізу тенденцій вартості фінансових послуг у ВВП розвинутих країн. Обґрунтовано необхідність обмеження економічної влади фінансового сектору на основі впровадження жорсткіших регуляторних норм та правил.

Ключові слова: фінансовий сектор, фінансове поглиблення, економічна влада, фінансіалізація економіки, інвестиції, економічний розвиток

Відмінність сучасного етапу розвитку ринкової економічної системи від попередніх етапів полягає в значному посиленні ролі і вагомості фінансового сектору. Ліберальні реформи, які проводилися з початку 80-х, кардинально змінили структуру фінансових систем розвинених країн та країн із емерджентними ринками. Про тенденції до зростання фінансового сектору протягом останніх 50 років свідчить зростання коефіцієнтів монетизації та активів інституційних інвесторів (недержавних

пенсійних та інвестиційних фондів, компаній зі страхування життя). Довгострокова тенденція підвищення коефіцієнтів монетизації спростувала положення кількісної теорії грошей, оскільки, відповідно до останньої, активи обсяги фінансових ресурсів не повинні збільшуватись швидше, ніж ВВП. Еволюція фінансових систем відбувалася у невідповідності із приписами монетаризму, але це не призводило до зростання цін на матеріальні активи і послуги. Примітно, що ультраліберальна школа монетаризму занепадає, втрачаючи свою пояснювальну цінність, саме у результаті розвитку фінансового сектору внаслідок лібералізації фінансових ринків. Це зумовлює пошук нових пояснень взаємозв'язку між розвитком фінансового сектору і макроекономічною стабільністю, ускладнюючи завдання державної фінансової політики. Гіпотеза про те, що рівень розвитку фінансового сектору сприяє економічному зростанню в довгостроковій перспективі, знаходить все більше прихильників.

Розвивається також інший напрямок досліджень, в основі якого лежить критичне сприйняття процесів посилення ролі і місця фінансового сектору в економіці, які об'єднуються під назвою "фінансіалізація економіки". Ця концепція вибудовується не на основі емпіричних даних, статистики та досвіду, а на припущеннях про негативний вплив прискореного зростання активів фінансового сектору на економічний розвиток. Під час і після фінансової кризи 2008-2009 р. значно поживилась наукова дискусія щодо необхідності перегляду положення про позитивний вплив розвитку фінансового сектору на економіку. Зростала кількість прихильників концепції фінансіалізації, і не лише серед наукової спільноти. Рух «захопи Уолл-Стріт» у США відображав сприйняття суспільством фінансового сектору у негативному сенсі, оскільки саме крах великих фінансових установ протягом 2008 р. став триггером наймасштабнішої з часів Великої Депресії фінансово-економічної кризи. Принаймні, нині нам невідомі наукові розробки проблеми на теоретичному рівні, які б дава-

© В.В. Зимовець, 2013

ли відповідь на питання: було випереджаюче зростання фінансового сектора з 1980 по 2007 рік випадковістю чи закономірним наслідком розвитку суспільства. У зв'язку з цим постає питання, чи повинне суспільство обмежувати процес розвиток фінансового сектора, якщо він негативно впливає на підвищення добробуту суспільства у довгостроковій перспективі, а якщо так, то які параметри вважати оптимальними? Відтак наразі невирішеною є наукова проблема щодо перегляду ролі фінансового сектора в економічному розвитку та бажаних пропорцій розподілу економічної влади у суспільстві між державним та ринковим механізмом координації. Прогрес у розв'язанні проблеми на концептуальному рівні допоможе дати відповідь на суспільний запит сьогодення щодо необхідності обмеження економічної влади фінансового сектора, а також дозволить визначити бажані параметри такого обмеження як основу для прийняття політичних рішень.

Наразі найгрунтовніше розробленими є положення щодо саме позитивного впливу розвитку фінансового сектора на загальноекономічну динаміку. До основних наукових здобутків із цього питання можна віднести концептуальні підходи А.Пігу, Й.Шумпетера, Р.Голдсмита, Р.Дж. Маккінона та ін. про взаємозв'язок між розвитком фінансового сектора та економічним зростанням. Відповідно до підходу Й.Шумпетера функція фінансового сектора полягає в оптимізації структури інвестицій шляхом вилучення ресурсів із традиційних галузей з метою їх ефективнішого використання в нових видах економічної діяльності та сприянні фінансовому забезпеченню новостворених інноваційних підприємств (як зараз поширено – бізнес-проектів) початковими інвестиціями¹. Відповідно до його концепції фінансовий сектор є важливою ланкою у процесі економічного розвитку, яка відповідає за фінансове забезпечення нових комбінацій факторів виробництва (так звана "концепція інноваційного фінансування"). Досвід економічного розвитку останніх десятиліть підтверджує чинність зазначеної концепції, зокрема, встановлено взаємозв'язок між розвитком фінансового сектора та технологічними змінами в еко-

номії².

Питання щодо ролі фінансового сектора в економічному розвитку розроблялись у роботах А.Пігу у контексті необхідності справедливого розподілу доходів як основи "економіки добробуту"³. Ним було впроваджено у науковий обіг поняття "недосконалості знання" та "структурних дефектів ринкового механізму"⁴, які зумовлюють неефективність використання факторів виробництва. Відповідно до гіпотези А.Пігу кругообіг капіталу в ринковій економіці гальмується високими ризиками інвестування, внаслідок чого фактичні обсяги інвестицій можуть виявитись меншими, ніж потенційно можливі. Частково вирішуючи проблему ризиків інвестування, фінансовий сектор сприяє більш раціональному розміщенню капіталу через механізми непрямого інвестування і, відповідно, економічному зростанню.

Теоретичні розробки щодо позитивної ролі фінансового сектора в економічному розвитку підкріплено численними емпіричними дослідженнями. У роботі Р.Голдсмита на підставі аналізу статистичних даних 35 країн за період з 1860 до 1963 р. було встановлено наявність позитивної кореляції між рівнем розвитку фінансового сектора (відношенням активів фінансового сектора до ВВП) та темпами економічного зростання⁵. Починаючи з праць Р.Голдсмита, набуває поширення теза про те, що недостатній рівень розвитку фінансового сектора обмежує мобільність капіталу і, відповідно, гальмує економічне зростання країни. Американським економістом Р.Дж. Маккіноном було запроваджено у науковий обіг термін "фінансове поглиблення" (*financial deepening*) – зростання частки фінансових активів у національному багатстві⁶. Ним же було знайдено

² Perez C. Technological Revolutions and Financial Capital: The Dynamics of Bubbles and Golden Ages. – Edward Elgar Publishers, 2002. – 198 с.

³ Жамс Э. История экономической мысли XX века. – М.: Изд-во ин. лит-ры, 1959. – с.548

⁴ Блауг М. Экономическая мысль в ретроспективе. – М.: Дело Лтд, 1994. – с.522

⁵ Goldsmith R. Financial Structure and Development. – New Haven. – CT: Yale University Press, 1969.-561 p.

⁶ McKinnon R. The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy//Johns Hopkins Studies in Development – Baltimore & London: 1993. – p.13

¹ Шумпетер Й. Теория экономического развития. – М.: Прогресс. – 1982. – с.211

докази на користь того, що «фінансове поглиблення» зумовлює вищі темпи економічного зростання, та доведено, що фінансова лібералізація і відмова від втручання держави у функціонування банківської системи розширює обсяги і якість інвестицій⁷. Аналогічні висновки зробили П.Хансон і Л.Йонунг, обґрунтовуючи положення про те, що високорозвинений сектор ФК розширює можливості для інвестицій, що сприяє економічному розвитку⁸.

Ідея щодо позитивного впливу розвитку фінансового сектора на економічну динаміку розвивалась в 80-х-90-х рр. ХХ ст. переважно в площині емпіричних досліджень, за результатами яких робляться повністю протилежні висновки. У багатьох роботах, зокрема у Р.Кінга та Р.Лівайна, було встановлено наявність позитивного кореляційного взаємозв'язку між рівнем «фінансового поглиблення» і темпами економічного зростання⁹. В інших роботах положення про позитивний вплив «фінансового поглиблення» на економічний розвиток ставиться під сумнів, серед яких заслуговує на увагу робота Н.Штерна¹⁰, у якій проаналізовано негативні наслідки лібералізації фінансової політики в країнах з ринками, що формуються.

Таким чином, концепція «фінансового поглиблення» не є універсальною. Положення про нейтральність фінансового сектора в економічному розвитку вперше було чітко сформульоване Д.Робінсон, яка довела, що розвиток цього сектора лише пасивно реагує на зростання ВВП і є наслідком, а не фактором такого зростання¹¹. Ця позиція знаходить підтвердження за результатами емпіричних дослід-

жень, зокрема для деяких азійських країн, проте не є загально визнаним підходом до оцінки ролі фінансового сектора в економічному розвитку. У роботах Р.Келлі та Дж.Мавротаса¹², М.Фейза та Р.Абми¹³ не було знайдено достатніх доказів для підтвердження слушності положення про те, що розвиток фінансового сектора сприяє економічному зростанню.

Аргументація прихильників концепції «фінансового поглиблення» зводиться до двох ключових припущень, відповідно до яких з цим процесом пов'язується зростання обсягів інвестицій у реальний сектор та інтенсифікація міжгалузевої мобільності капіталу (трансфер капіталу у високотехнологічні, інноваційні підприємства). Можна погодитись із тим, що недостатній рівень розвитку фінансового сектора дійсно гальмує економічний розвиток. Особливо це стосується країн, у яких цей сектор знаходиться у зародковому стані і мають місце численні фінансові рестрикції, про що писав Р.Дж.Маккінон. Проте, у роботах попередників не дається відповідь на питання, до якої межі може тривати процес «фінансового поглиблення», зокрема у розвинутих країнах. Йдеться про те, що «фінансове поглиблення» не може бути нескінченним. Не заперечуючи обґрунтованості вищезгаданих наукових положень, ми звертаємо увагу на те, що основним їх недоліком є обмеженість у часі (висновки зроблено на основі тенденцій ХХ ст., протягом якого економіка розвинутих країн зростала) та односторонність. Можливо, розвиток фінансового сектора повинен зупинитись на певному рівні, який є оптимальним. Крім того, у роботах прихильників концепції «фінансового поглиблення» негативні наслідки «фінансового поглиблення» не брались до уваги, оскільки до певного часу позитивна загальноекономічна динаміка давала підстави не звертати на них уваги.

Зростання ризиків фінансової нестабільності, особливо у зв'язку зі стрімким розвитком фінансового сектора протягом останнього десятиліття та фінансовою кризою 2008-2009 рр., сприяли поширенню скепсису щодо пози-

⁷ Там само - р.184

⁸ Hansson P. and Jonung L. Finance and Economic Growth: The Case of Sweden 1834-1991 // Working Paper Series in Economics and Finance, Stockholm School of Economics, The Economic Research Institute. – Working Paper №176. – 1997. -27 p.

⁹ King R., Levine R. Finance, entrepreneurship, and growth // Journal of Monetary Economics. – 1993. – Vol. 32. – P. 513–542

¹⁰ Stern N. The Economics of Development: A Survey // Economic Journal. – 1989. – September. – P. 597–685.

¹¹ Robinson J. The generalization of the general theory / The rate of interest and other essays. – London: Macmillan, 1952.-P. 67-142.

¹² Kelly R., Mavrotas G. Financial Sector Development – Futile or Fruitful? An Examination of the Determinants of Savings in Sri Lanka // WIDER Discussion Paper. – 2003. – № 14. –15 p.

¹³ Fase M., Abma R. Financial Environment and Economic Growth in Selected Asian Countries // Journal of Asian Economics. – 2003. – Vol. 12. – P. 11–21.

тивного впливу «фінансового поглиблення» на економічне зростання. Основним негативними наслідком розвитку фінансового сектора К.Філіпс вважав «зростаючий розрив між реальною і фінансовою економікою», що дістало назву «фінансіалізація економіки»¹⁴. На його думку, посилення економічної влади фінансового сектора, яке виражається в зростаючих обсягах контрольованої ним частини джерел фінансування капіталу і, відповідно, доходів від нього (процентних, дивідендних та комісійних), не сприяє нагромадженню капіталу реального сектора і, відповідно, уповільнює економічний розвиток. За визначенням Дж.Фостера, фінансіалізація – це «зміщення центра тяжіння економічної активності (*shift in gravity of economic activity*) з виробництва (і навіть із зростаючого сектору послуг) до фінансів»¹⁵. Як зазначав П.Свізі (*Sweezy*), якщо в 1970-х зберігалася стара структура економіки, яка складалася із виробничої системи з незначною фінансовою надбудовою, то на кінець 1980-х сформувалася нова структура, у якій фінансовий сектор став не лише незалежним від виробничого, але й захопив владу над останнім¹⁶. У літературних джерелах наводиться також визначення американського економіста Г.Крипнера, відповідно до якого фінансіалізація – це «засіб накопичення, за яким прибуток все більше отримується через фінансову діяльність, а не через торгівлю чи виробництво товарів»¹⁷. Як бачимо, єдиного підходу до визначення поняття «фінансіалізація» немає, а є лише спільне бажання закріпити в цьому понятті негативний вплив фінансового сектора на економіку. Разом із тим корисним є те, що численні концепції «фінансіалізації економіки» своєю появою актуалізували необхідність ревізії існуючих підходів, ставлячи під сумнів догмат про безумовно позитивний вплив «фінансового поглиблення» на економічний розвиток.

Існуючі наразі розробки можуть бути за-

стосовані лише в частині постановки проблеми, хоча висунуті гіпотези і підкріплюються емпіричними даними, проте протилежна точка зору не враховується в зв'язку із тим, що теорія «фінансіалізації економіки» серйозно не сприймається науковою спільнотою. Разом із тим потребують глибшого теоретичного аналізу наслідки зміцнення економічної влади фінансового сектора в суспільстві протягом останніх десятиліть з урахуванням як позитивної складової, так і наявних та можливих негативів. Метою цієї доповіді є розвиток засадничих підходів щодо визначення ролі фінансового сектора в економіці на основі теоретичного аналізу підходів прихильників та опонентів концепції «фінансового поглиблення», ідентифікації ймовірних позитивних та негативних наслідків цього процесу для економічного розвитку у довгостроковій перспективі та визначення бажаних параметрів розподілу економічної влади між сектором загальнодержавного управління та фінансовим сектором. Для формування концептуальних засад державної політики щодо розвитку фінансового сектора у майбутньому, оскільки минуле нас не цікавить як таке, ми повинні критично оцінити потенційний вплив «фінансового поглиблення» на ключові параметри економічного розвитку – обсяги інвестицій у реальний сектор, вартість інвестицій (процентну ставку та розмір комісійних винагород фінансовим посередникам), структуру інвестицій та макроекономічну стабільність.

Прихильниками концепції «фінансіалізації економіки» негативний вплив фінансового сектора пов'язується із втечею «надлишкового» капіталу з реального сектора у фінансовий сектор здійснення фінансових спекуляцій. Вважаємо це судження відірваним від еволюційного по суті процесу «фінансового поглиблення». Розвиток фінансового сектора зумовлюється загальноекономічним розвитком, у свою чергу перший з певного моменту починає справляти автономний (зворотній) вплив на характер другого. Із нагромадженням національного багатства, відповідно, зростає і роль фінансового сектора в економічній системі. Нагромадження капіталу та розвиток технологій (продуктивних сил) у ринковій економіці супроводжується ускладненням системи відносин з розподілу та перерозподілу такого капіталу. Можна стверджувати, що із нагромадженням капіталу вдосконалюються способи та механізми подібного нагромадження. Відповідно, «фінансове поглиблення» коректно

¹⁴ Financialization of America. – New York: Little, Brown, and Co., 1994.-P.82

¹⁵ Foster J. The Financialization of Capitalism [Електронний ресурс] // Monthly Review. – April, 2007. – Volume 58. – №11. – Доступний з: <<http://www.monthlyreview.org/0407jbf.htm>>.

¹⁶ Sweezy P. Economic Reminiscences // Monthly Review. – May, 1995. – Vol. 47. – №1. – P. 8

¹⁷ Кокшаров А. Конец турбо-капитализма // Эксперт. – 2009. – №1–2. – С. 36–37.

розглядати лише як наслідок зростання доходів і заощаджень, на що звертали увагу американські економісти Дж.Герлі та Є.Шоу¹⁸. Разом із тим на будь-якому з етапів економічного розвитку його подальші перспективи залежатимуть від того, наскільки адекватними виявляться механізми трансформації заощаджень в інвестиції ("фінансові технології") з позицій ефективного розміщення капіталу. Переваги непрямого інвестування (через інститути фінансового сектору) порівняно із прямим загальновідомі, але вони реалізуються на практиці тоді і лише тоді, коли фінансовий сектор спрямовує ресурси у виробництво товарів і послуг.

Відповідно до збалансованості, яка існує у фінансовій системі, нагромадження фінансових ресурсів у фінансовому секторі обов'язково призводить до скорочення їх обсягів в інших секторах економіки. Досвід останніх десятиріч свідчить про те, що фінансовим інститутам також притаманні так звані "помилки ринку", тобто прорахунки в розміщенні фінансових ресурсів. У випадку, якщо фінансовий сектор вкладає кошти не у реальний сектор, а у фінансові інструменти, емітовані іншими фінансовими установами, та/або у споживче кредитування, обсяги інвестицій у реальний сектор можуть скорочуватись (порівняно із потенційно можливими). Тому процес фінансового поглиблення за певних обставин може уповільнювати економічне зростання. Звідси висновок про те, що вплив процесу «фінансового поглиблення» на зростання обсягів інвестицій у реальний сектор економіки не є чітко детермінованим і може залежати від багатьох інших обставин.

Позитивна роль фінансового сектору в економічному розвитку полягає також і в зниженні обсягів трансакційних витрат, пов'язаних із фінансовим забезпеченням інвестиційного процесу. З позицій інституціоналізму функцією інститутів (у тому числі – фінансових) є зниження рівня трансакційних витрат (витрат на пошук інформації, ведення переговорів та укладання контракту, моніторинг, захист прав власності)¹⁹. Змістовне наповнення поняття "трансакційні витрати" з позицій ефективності фінансового сектору – це витрати на пошук (пов'язані з вибором контрагентів,

включаючи неявні витрати – витрачений час) та інформаційні витрати (на оцінку реальної інвестиційної вартості фінансового активу). На практиці до трансакційних витрат у фінансовому секторі відносять також витрати на юридичне забезпечення (*legal enforcement*) виконання фінансових контрактів²⁰. Вищі розміри трансакційних витрат впливають на вартість послуг фінансового сектору, що виражається в порівняно вищому рівні процентної ставки. Саме її рівень і є визначальним критерієм ефективності фінансового сектору з позицій інституціоналізму. За інших рівних обставин (ідеться про макроекономічні індикатори – темпи інфляції та темпи економічного зростання) у недорозвинених, примітивних фінансових системах рівень процентної ставки буде вищим (на цей критерій звертав увагу Д.Норт, зазначаючи: "рівень процентної ставки на ринках капіталу – чи не найяскравіший кількісний вимір ефективності інституційної основи"²¹).

Трансакційні витрати у фінансових системах, що формуються (до яких може бути віднесена українська), є набагато вищими, ніж у розвинених. Численні фінансові трансакції та угоди, що здійснюються поза межами офіційного ринку, високі трансакційні витрати, характерні для таких систем, зумовлюють високу вартість капіталу для тих підприємств та організацій, які його потребують. У такому випадку, коли більша частина капіталу розподіляється поза фінансовим сектором, рівень процентної ставки буде вищим за рівноважний. Така залежність є загальновідомою. Зокрема, ще К.Маркс писав про те, що зниження процентних ставок відбувається унаслідок розвитку системи кредиту²². Йдеться про рівень реальної процентної ставки, яка вважається тим економічним індикатором, який не піддається зовнішньому впливу з боку органів грошово-кредитного регулювання²³. Реальна процентна

²⁰ Tumpel-Gugerell G. The Role of Institutions in the Financial System [Електронний ресурс] // Center for Financial Stability, Buenos Aires, 11/11/2003.– Доступний з: <www.ecb.int/key/03/sp031111.htm03>.

²¹ Норт Д. Інституції, інституційна зміна та функціонування економіки. – К.: Основи. – 2000. – с.92

²² Маркс К. Капітал: Т. 3. – М.: Госполитиздат, 1953. – с.375

²³ Duguay P. Empirical evidence on the strength of the monetary transmission mechanism in Canada //

¹⁸ Gurley J., Shaw E. Money in a Theory of Finance. – Washington DC: The Brookings Institution, 1960. – 371 с.

¹⁹ Олейник А.Н. Институциональная экономика. – М.: Инфра-М. – 2000. – 141 с.

ставка залежить від того, яка частина чистих заощаджень у грошовій формі зберігається на рахунках банківської системи. Американським економістом К.Крайстом (Christ) на основі аналізу емпіричних даних було доведено існування функціонального зв'язку між рівнями монетизації ВВП та довгострокової процентної ставки.

«Фінансове поглиблення» сприяє розширенню пропозиції фінансових ресурсів на ринках, що сприяє скороченню розриву (спреду) між вартістю залучення та розміщення фінансових ресурсів, унаслідок чого номінальні процентні ставки наближаються до рівноважного рівня, що є однією з базових передумов активізації інвестиційного процесу. Зниження процентних ставок активізує попит на фінансові ресурси з боку секторів нефінансових корпорацій і домогосподарств та стимулює нагромадження капіталу. Таким чином, нижча вартість капіталу для підприємств реального сектора у країнах з розвинутими фінансовими системами є вагомим аргументом на користь концепції «фінансового поглиблення».

Не менш важливим критерієм оцінки є вартість послуг фінансового сектора для суспільства в цілому. Серед проблемних питань, які піднімаються прихильниками концепції «фінансiалiзацiї економiки» – гіпертрофована роль та домінування фінансового сектора в економіці. «Фінансове поглиблення» дійсно призводить до посилення влади фінансових інститутів, яка (за визначенням В.Дементьєва) заснована на регулюванні доступу фірм або індивідів до фінансових ресурсів, які ними контролюються²⁴. Зростання обсягів фінансових ресурсів у розпорядженні інститутів фінансового сектора у рівноважній фінансовій системі обов'язково призводить до послаблення економічної влади інших інституційних секторів, виникає ризик зловживання фінансовим сектором економічною владою. Постає питання ефективності економічної влади фінансових інститутів та спроможності суспільства створити інституційні бар'єри запобігання диктату фінансового сектора над економікою.

Фінансовий сектор у ринковій економіці,

Journal of Monetary Economy. – Vol. 33. – No1. – 1994. – P. 41.

²⁴ Дементьєв В. Экономика как система власти. Монография./ МОН Украины. – Донецкий национальный технический университет. – Изд. 2-е – Донецк : Друк-Инфо, 2006 – с.172

включаючи центральний банк як його ядро, виконує координаційні функції в економіці далеко не безкоштовно. Відповідно до підходу В.Дементьєва щодо оцінки ефективності організації системи економічної влади, ефективна влада мінімізує величину витрат (трансформаційних та трансакційних), необхідних для отримання одиниці доходу²⁵. У випадку, якщо посилення економічної влади фінансового сектора призводить до зростання його частки у ВВП, за інших рівних обставин це означатиме погіршення добробуту і зниження доходів іншої частини суспільства, яка змушена сплачувати фінансовому сектору більшу, ніж раніше, частину власного доходу. Відповідно до гіпотези про взаємодоповнюваність між державним та ринковим механізмом координації, рівновага у розподілі доходів зберігатиметься лише за умови, якщо сумарна частка держави і фінансового сектора (державним і ринковим механізмами економічної координації) не зміниться.

Для перевірки гіпотези нами було проведено порівняльний аналіз плати суспільства за державні послуги і послуги фінансового сектора в 2000, 2007 та 2010 рр. у країнах ЄС, результати якого наведено у табл.1. Порівнюються частки фінансових і базових публічних послуг у ВВП європейських країн з метою підтвердження чи спростування такої думки: якщо частка фінансового сектора у ВВП зростає, тоді частка держави, її «вартість» повинна зменшуватись пропорційно. До переліку країн, для яких проводились порівняння, нами не включено країни, де розміщені міжнародні фінансові центри, зокрема Люксембург, Швейцарію, Кіпр. Хоч частка фінансових послуг у ВВП цих країн значно перевищує її значення в інших країнах, проте споживачами цих послуг є переважно нерезиденти, а їх вартість не перекладається як тягар на суспільство зазначених країн. До групи таких країн достатньо наближеною є Великобританія, у якій в 2011 р. на фінансовий сектор припадало 9,6 % ВВП²⁶.

²⁵ Дементьєв В. Экономика как система власти. Монография./ МОН Украины. – Донецкий национальный технический университет.- Изд. 2-е - Донецк : Друк-Инфо, 2006 – с.192

²⁶ Southwood B. Financial services firms account for 9.6 per cent of the UK's GDP. – [Електронний ресурс]. – доступний з : <http://www.cityam.com/article/financial-services-firms-account-96-cent-uk-s-gdp>

Таблиця 1
Тенденції «вартості» держави та фінансового сектора для суспільства у країнах ЄС (% ВВП)

Країна	2000		2007		2010	
	Публічна адміністрація*	Фінансова діяльність**	Публічна адміністрація*	Фінансова діяльність**	Публічна адміністрація*	Фінансова діяльність**
Бельгія	4,0	6,1	4,1	5,6	4,4	6,6
Болгарія	4,2	2,4	3,7	7,5	4,1	8,1
Чехія	4,9	2,8	4,6	3,4	4,9	4,8
Данія	4,6	4,7	4,2	5,7	4,7	6,3
Німеччина	7,8	4,4	6,6	4,2	7,4	4,5
Греція	3,9	5,6	3,8	4,7	4,9	4,7
Іспанія	5,6	4,6	5,2	5,3	5,6	4,6
Франція	3,8	4,5	3,9	4,1	4,4	4,8
Італія	7,6	4,8	8,1	5,3	8,9	5,5
Латвія	6,7	3,1	4,9	5,4	5,1	2,4
Литва	4,7	2,0	4,9	3,3	5,0	4,7
Угорщина	5,4	3,7	5,7	4,4	6,2	8,3
Нідерланди	4,7	6,1	4,0	5,9	4,2	5,1
Австрія	3,6	5,6	3,4	5,5	3,4	4,4
Польща	5,1	5,0	5,4	5,3	6,0	6,9
Португалія	4,2	5,6	3,6	7,5	4,4	5,6
Словаччина	4,6	4,9	3,8	4,8	4,4	3,6
Словенія	4,4	2,2	4,6	3,5	5,3	2,8
Фінляндія	4,9	4,4	4,1	3,2	4,2	4,0
Швеція	4,6	4,5	4,0	3,9	6,4	4,5

Джерело: Евростат.- [Електронний ресурс].- доступний з: <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/setupModifyTableLayout.do>

*Public administration and defence; compulsory social security

**Financial and insurance activities

В цілому у країнах ЄС частка фінансових послуг у ВВП зростає з 4,9 % в 2000 р. до 5,9 % ВВП в 2010 р. За цей же період середня частка державних послуг (публічна адміністрація, оборона та обов'язкове соціальне забезпечення) фактично не змінилась: вона становила 6,6 % ВВП в 2000 р. і 6,7 % ВВП в 2010 р. Не знаходить емпіричних підтверджень і не витримує критики аргумент прихильників концепції «фінансiалiзацiї економiки» щодо надмiрних особистих та корпоративних доходiв фiнансових посередникiв. На нашу думку, здатнiсть отримання надприбуткiв транснацiональними фiнансовими корпорацiями не могла бути зумовлена розвитком фiнансового сектору, оскiльки iз зростанням пропозицiї фiнансових ресурсiв на ринку iхня вартiсть знижується. Циклiчне зростання прибутковостi власного капiталу в фiнансовому секторi, як в iнших секто-

рах економiки, слiд розглядати в комплексi iз циклiчною збитковiстю цього сектору пiд час економiчного спаду. Проте баланс i структура доходiв залишаються незмiнним. Проведений аналіз показав, що зростання економiчної влади фiнансового сектору суттєво не вплинуло на розподiл ВВП мiж iнституцiональними секторами. Якщо в 2000 р. на фiнансовий сектор країн – «старих» членiв ЄС припадало вiд 4,4 % ВВП (Фiнляндiя) до 6,1 % ВВП (Бельгiя i Нiдерланди), то за десять рокiв, до 2010 р. ця частка навлiь зменшилась: у Фiнляндiї – до 4,0 % ВВП, у Нiдерландах – до 5,1 % ВВП, а в Бельгiї не змінилась. При цьому вартiсть частки державних публiчних послуг практично не зросла (за винятком Італії – з 7,6 до 8,9 % ВВП. У Нiмеччинi при порiвняно вищiй частцi державних публiчних послуг у ВВП (7,9 % ВВП в 2000 р. i 7,4 % ВВП в 2010 р.), частка фiнансо-

вого сектора фактично не змінилась (4,4 % ВВП і 2000 р. і 4,5 % ВВП в 2010 р.). На зростання частки фінансового сектора по ЄС в цілому вплинула тенденція у постсоціалістичних країнах, а саме: Болгарії (зростання частки фінансового сектора з 2,4 % ВВП у 2000 р. до 8,1 % ВВП в 2010 р.), Угорщині (з 3,7 % ВВП в 2000 р. до 8,3 % ВВП в 2010 р.) та Польщі (з 5,0 % ВВП в 2000 р. до 6,9 % ВВП в 2010 р.).

Аналіз дав можливість виявити дві закономірності: сумарна частка державних публічних послуг і фінансового сектора у ВВП розвинутих країн ЄС протягом 2000-2010 рр. майже не змінилась і знаходилася в межах діапазону від 9 до 12 % (за винятком Італії). При цьому ознак «витіснення» фінансовим сектором інших видів діяльності, які зазвичай у своїй сукупності називаються реальним сектором економіки, не спостерігається. Таким чином, ми не знаходимо доказів щодо дискримінаційного впливу фінансового сектора на економічний розвиток, що є однією з засадничих ідей концепції «фінансіалізації економіки». Натомість цілком не виключено, що консервація розвитку фінансового сектора у розвинених країнах на рівні 1980 р. зумовила б значні проблеми з міжгалузевим перерозподілом капіталу і уповільнення економічного зростання ще задовго до кризи 2007 р.

Прискорення структурних зрушень в економіці, виникнення нових та модернізація традиційних видів економічної діяльності протягом останніх 20 років потребували якомога інтенсивнішого та ефективнішого перерозподілу ресурсів між традиційними і новими галузями економіки, забезпечення джерелами фінансування витрат на технології та оновлення необоротних активів. Зниження капіталовіддачі в традиційних галузях економіки зумовило пошук інвесторами нових напрямів розміщення фінансових ресурсів. Досвід розвинених країн свідчить, що основними джерелами фінансування венчурного капіталу є корпоративні пенсійні фонди, банки, страхові компанії та великі підприємства (у той час як частка державних програм венчурного фінансування не перевищує 2% його загального обсягу). Практика інноваційного фінансування, що поширюється протягом останніх десятиліть у розвинених країнах, узагальнюється в роботах сучасних американських економістів Р.Лівайна²⁷,

²⁷ Levine R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda // Journal of Economic Literature. – Vol XXXV. – 1997. – June. – P. 688–726.

О.Галетовича²⁸ та ін. Встановлено, що між рівнем розвитку фінансового сектора і темпами технологічних змін в економіці країн Заходу протягом 90-х рр. існує тісний кореляційний взаємозв'язок. Проте в 2000-х такий взаємозв'язок послаблюється і прихильники концепції «фінансіалізації економіки» цілком слушно стверджують, що «фінансове поглиблення» спонукало фінансовий сектор до заробляння швидких грошей на ринках фінансових інструментів замість інвестицій у нові технології, інтелектуальний капітал чи технічне переоснащення виробництва. Якщо системно і неупереджено оцінювати процес фінансового поглиблення, то для доведення викладених вище аргументів необхідно наводити емпіричні підтвердження щодо масштабів диспропорцій у розміщенні фінансових ресурсів та частку таких ресурсів, спрямованих для здійснення фінансових спекуляцій, в активах фінансового сектора, та їхньої. Прихильниками концепції «фінансіалізації економіки» конкретні розрахунки не наводяться, а загрозливі масштаби ринків похідних фінансових інструментів не співставляються із обсягами зобов'язань фінансового сектора, що некоректно. До того ж, ними не пропонуються альтернативні механізми фінансового забезпечення економічного розвитку.

У суспільстві існує баланс влади і не може виникати вакууму. Якщо запровадити рестрикції щодо економічної влади фінансового сектора, то таку владу набуде держава. Але дискусія щодо потенціалу ефективності останньої виходить за межі нашого дослідження. На сучасному етапі, в умовах технологічних змін, структурних зрушень і, відповідно, потреби у швидкому оновленні необоротних активів, наявність розвиненого фінансового сектора залишатиметься, поряд з іншими чинниками, необхідною передумовою довгострокового економічного розвитку. І навпаки – невисокий рівень розвитку цього сектора зумовлює нижчу міжгалузеву мобільність капіталу за інших рівних обставин, що призведе до нижчих темпів економічного зростання у довгостроковому періоді.

Протягом відносно стабільних періодів економічного розвитку, особливо з початку 90-х після краху комуністичної ідеології, засадничі елементи концепції «фінансового поглиблення» не ставились під сумнів у зв'язку із браком у

²⁸ Galetovic A. Finance and Growth: A Synthesis and Interpretation of the Evidence, International Finance Discussion Papers. – Washington DC. – 1994. – №477. – 37 p.

опонентів фактологічних підтверджень. Зокрема, поза увагою залишалось питання впливу цього процесу на макроекономічну стабільність. На початку доповіді ми акцентували увагу на втраті монетаристською теорією здатності пояснювати процеси «фінансового поглиблення». Разом із цим втратило актуальність питання щодо майбутніх меж «фінансового поглиблення». Проте вже фінансова криза 2008–2010 рр. була сповна використана прихильниками концепції «фінансiалiзацiї економiки» як доказ того, що «фінансове поглиблення» зумовлює зростання вірогідності фінансових криз. Така вірогідність цілком слушно пов'язується із втратою суспільством контролю над операціями фінансового сектору, зумовленого надто пізньою реакцією державних регуляторів на фінансові інновації. Можна визнати те, що безконтрольність нових видів фінансових операцій призвела до можливості виникнення численних фінансових пірамід, що врешті-решт спричинило фінансову кризу.

Заслугують на увагу також альтернативні підходи та оцінки щодо впливу розвитку фінансового сектору на економічне зростання, які базуються на теорії циклів, зокрема гіпотеза "фінансової нестабільності" Х.Ф.Мінські²⁹. Боргова економіка, у якій фінансове забезпечення підприємств реального сектора здійснюється фінансовим сектором за рахунок акумуляції заощаджень сектору домогосподарств, є нестабільною. З точки зору теорії економічного циклу у фазі погравлення підприємства покладаються більшою мірою на внутрішні джерела фінансування (власний капітал), обсяги кредитування зростають повільно внаслідок обережності комерційних банків. Розширення обсягів зовнішнього фінансування інвестицій у фазі економічного піднесення сприяє економічному зростанню в короткостроковій перспективі. При цьому дуже важливий момент, який потрібно враховувати, це те, що фінансовий сектор буде зацікавлений у фінансуванні виробників до того моменту, поки їх фінансовий стан не почне погіршуватися. З теоретичної точки зору, навіть у разі погіршення фінансового стану підприємств реального сектору (збитковості роботи підприємств), інститути фінансового сектору можуть функціонувати доти, поки регулярно сплачуються проценти за

борговими зобов'язаннями. Через вірогідну нездатність підприємств виконувати свої зобов'язання перед фінансовим сектором виникає ризик фінансової кризи. Механізм непрямого інвестування в даному випадку спрацьовує в зворотному напрямі: джерела фінансування активів фінансового сектору скорочуються в результаті розгортання «банківської паніки», а обсяги активів цього сектору зменшуються через їхнє знецінення та скорочення фінансових вимог до інших інституційних секторів. Можливості центрального банку та уряду щодо надання фінансової підтримки фінансового сектору є не безмежними. Механізм непрямого інвестування повністю побудований на довірі: якщо фінансові інститути не здатні своєчасно виконувати зобов'язання перед вкладниками (банки) та учасниками (інвестиційні фонди, недержавні пенсійні фонди), то допомога центрального банку та уряду ліквідними коштами не рятує ситуацію – дуже велика різниця в масштабах операцій. Масштабне втручання може повернути фінансовий сектор у стан рівноваги лише за рахунок тих же вкладників – виконання зобов'язань матиме місце, проте зростання загального рівня цін у реальному вимірі знецінить фінансові активи вкладників. Іншими словами, скорочення реальної вартості заощаджень спричинить якщо не банкрутство позичальників, то інфляцію. Слід визнати, що низка фінансових криз, включаючи останню фінансову кризу 2008-2009 рр., продемонструвала саме такий перебіг подій. Це підтверджує слушність гіпотези Х.Ф.Мінські лише у короткостроковій перспективі.

Разом із тим, прихильниками концепції «фінансiалiзацiї економiки» не було запропоновано ніяких альтернативних напрямів розвитку механізмів координації фінансових систем, які б замінили фінансовий сектор. Цінність будь-якого підходу полягає у наявності конструктивної складової. На нашу думку, концепція «фінансiалiзацiї економiки», хоч і містить окремі слушні елементи, не може розглядатись як наукова концепція у зв'язку із відсутністю в ній методологічної основи (і присутністю основи політичної). Найслабшим місцем концепції «фінансiалiзацiї економiки» є те, що ігнорується структура активів фінансового сектору. Якщо це не власний капітал або позичковий капітал реального сектору, то єдиним напрямом такого "неефективного" розміщення фінансових ресурсів залишається зовнішній сектор та фінансовий сектор. Дійсно, розвиток внутрішньосекторальних фінансових відносин

²⁹ Minsky H. The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to "Standard" Theory / John Maynard Keynes. Critical Assessments: Ed. Wood J.C. – London: Macmillan, 1983. – P. 292.

у фінансовому секторі може призводити до послаблення фінансової стійкості останнього. Після кризи урядами, центральними банками та міжнародними організаціями було визнано необхідність удосконалення механізмів функціонування фінансового сектору, спрямованих на уникнення помилок, які зумовили цю кризу. Отже, проблема вирішується шляхом встановлення нормативних вимог щодо розмірів власного капіталу фінансового сектора та напрямів розміщення фінансових ресурсів. Разом із тим мова йде лише про обмеження економічної влади фінансового сектора, а не про перегляд стратегічного вектору розвитку фінансової системи. Особливо небезпечними у цьому контексті є заклики щодо посилення «ролі держави», тобто надання номенклатурі додаткової економічної влади.

Феномен стрімкого зростання обсягів непрямого фінансування капіталу через фінансовий сектор привернув увагу великої кількості економістів. Прихильники концепції "фінансового поглиблення", до яких ми відносимо і себе, наводять беззаперечні докази на користь існування стійкої довгострокової тенденції до зростання ролі фінансового сектору в економічному розвитку. Структурні відмінності у фінансових системах визначаються особливостями пенсійного забезпечення та типом економічної моделі, але загальна тенденція до фінансового поглиблення із підвищенням рівня економічного розвитку існує. Разом із тим немає країн із низьким рівнем економічного розвитку і високорозвиненим фінансовим сектором. Проте розвиток фінансового сектору є необхідною, але не достатньою передумовою економічного зростання. Спроможність цього сектору ефективніше за інші сектори забезпечувати акумуляцію та розміщення фінансових ресурсів не знаходить свого підтвердження на практиці за будь-яких умов. До негативних наслідків посилення ролі фінансового сектору можна віднести зростання ризиків фінансової нестабільності (гіпотеза Х.Ф.Мінські), неефективне розміщення фінансових ресурсів та вимивання ресурсів з реального сектору (концепція «фінансіалізації економіки»).

У довгостроковому періоді позитивні наслідки «фінансового поглиблення» для економічного розвитку, які полягають у зниженні вартості фінансових ресурсів та інтенсифікації міжгалузевої мобільності капіталу, переважають негативні. Погоджуючись із слушністю висновків про загрози нерегульованого зростання фінансового сектору для стабільно-

сті фінансової системи, ми не вважаємо переконливими аргументи концепції "фінансіалізації економіки" щодо негативного впливу «фінансового поглиблення» на економічне зростання в довгостроковій перспективі. Антиліберальна за своєю сутністю концепція "фінансіалізації економіки" є неконструктивною і не містить жодних конкретних пропозицій щодо альтернативних та ефективніших способів фінансування капіталу. Проблеми, пов'язані із відривом фінансового сектору від реальної економіки та зростанням імовірності фінансових криз у зв'язку із розширенням масштабів спекулятивних фінансових операцій, можуть бути вирішені обмеженням економічної влади фінансового сектора на основі впровадження жорсткіших регуляторних норм та правил. Що стосується засадничих підходів концепції «фінансового поглиблення» щодо визначення ролі фінансового сектору в економіці, то вони не потребують перегляду. Ефективнішою, аніж інститути фінансового посередництва, інституційної ланки у процесі трансформації заощаджень в інвестиції опонентами концепції «фінансового поглиблення» не пропонується.

Еталоном бажаних пропорцій розподілу економічної влади у суспільстві між сектором загальнодержавного управління та фінансовим сектором може бути краща практика демократичних країн, у яких сукупна вартість для суспільства послуг фінансового сектора становить від 4 до 6 % ВВП, а сукупна вартість державного та ринкового механізмів координації не перевищує 10-12% ВВП³⁰. У майбутньому із зростанням національного багатства та підвищенням рівня економічного розвитку роль частка фінансового сектора у ВВП повинна зростати з одночасним скороченням вартості для суспільства «публічної адміністрації». Така зміна пропорцій у розподілі економічної влади може бути ключовим параметром стратегії розвитку фінансових систем. Перспективним напрямом подальших досліджень у цій сфері також вважаємо ґрунтовне вивчення тенденцій у структурі активів фінансового сектора та обґрунтування його оптимальних масштабів, тобто меж процесу «фінансового поглиблення».

Стаття поступила в редакцію 30.01.2013

³⁰ вартість «фінансового сектора» для суспільства не включає фінансових послуг нерезидентам