

## **Розділ 1 Фундаментальні засади розвитку фінансового сектору в умовах переходу до фінансової економіки при настанні кризових явищ**

### **1.1. Фінансовий сектор в умовах переходу до фінансової економіки при настанні кризових явищ**

Фінансова економіка як галузь ринкової економіки активно розвивається завдяки поступовому розширенню, ускладненню фінансових ринків. На фінансових ринках існують та з'являються різноманітні фінансові інструменти, що, у свою чергу, породжує розвиток потоків грошових платежів. Перехід до так званої фінансової економіки обумовлений потребами учасників фінансових ринків. Звідси, фінансова економіка насамперед пов'язана з тенденціями розвитку фінансового сектору економіки.

З позиції системних складових фінансової економіки слід приділити увагу фінансовим органам, фінансовим інституціям, фінансовому сектору та фінансовій інфраструктурі взагалі.

Фінансові органи, маючи бюджетне фінансування, забезпечують функціонування державних фінансів, контролюють макроекономічний рух фінансових ресурсів, здійснюють державну регуляторну функцію щодо суб'єктів фінансового сектору та являють собою управлінську складову фінансової інфраструктури.

Фінансові інституції забезпечують рух (мобілізацію, переміщення, інвестування) фінансових ресурсів на основі надання різних фінансових послуг ведуть свою діяльність на комерційних засадах у фінансовій сфері або можуть виконувати роль організаторів торгівлі, створювати передумови для діяльності всіх суб'єктів фінансового ринку. Вони виступають інституційною складовою фінансової інфраструктури.

Фінансовий сектор як частина економічного сектору, безпосередньо пов'язана з іншими секторами економіки, діяльністю фінансових інститутів, включає в себе:

по-перше, ряд суб'єктів, основною метою яких є фінансове посередництво;

по-друге, механізми опосередкування функціонування реального сектору економіки та елементи, що обслуговують інтереси капіталу [22;23;24].

Фінансовий сектор відповідає за постійне опосередкування взаємовідносин щодо руху фінансових ресурсів між суб'єктами інших секторів економіки, що пов'язані з формуванням, розподілом фінансових послуг. Він являє собою самоорганізуючу підсистему фінансової системи, має певну структуру, характеризується відповідними йому суб'єктами, ресурсами, опосередковує фінансові потоки між суб'єктами фінансової системи, функціонує з метою збільшення норми прибутковості, нарощення частки ринку та зростання його капіталізації. Фінансовий сектор представлений сукупністю посередницьких фінансових інститутів, поєднує фінансове забезпечення між фінансовим ринком і реальним сектором економіки. Мета функціонування фінансового сектору полягає у відносному стимулюванні ефективного функціонування фінансової системи держави. [25;26;27]. Ресурси фінансового сектору формуються за рахунок отриманих процентів від надання різноманітних фінансових послуг.

Фінансовий розвиток намагається постійно мінімізувати ринкові обмеження зовнішнього фінансування галузей економіки, що допомагає суб'єктам реального сектору виходити за межі, утворені внутрішніми потоками готівки та короткостроковим кредитуванням. Розвиненість фінансового сектору країни послаблює жорсткість впливу умов торгівлі на економічне зростання, підтримує диверсифікацію індустріальної бази, посилює дієвість експортноорієнтованої моделі економіки і сприяє скороченню бідності населення .

Монетизована економіка з дійовим фінансовим сектором, на відміну від бартерної, за рахунок надання ефективних платіжних послуг формує більшу спеціалізацію, забезпечує високу прозорість, ефективне та справедливе ціноутворення, зменшення ризику ліквідності, диверсифікацію фінансових ризиків окремих суб'єктів реального сектору, регіонів, створення ефективного механізму перерозподілу фінансових ресурсів, захист вкладеного капіталу завдяки корпоративному контролю з боку фінансових посередників [28;30].

Усталеність фінансового сектору відображає його найважливішу роль у розвитку економіки, насамперед щодо накопичень. Рівень розвитку вітчизняного фінансового сектору не адекватний проблемам всієї країни і не відповідає розвиткові реального сектору економіки. Як показує практика, головними проблемами вітчизняної фінансової системи є низький рівень концентрації фінансових інститутів ринку та диверсифікації фінансових інструментів.

Фінансова інфраструктура представляє сукупність елементів опосередкування фінансових відносин, використання яких дозволяє задовольнити потреби суспільного відтворення. Ці елементи забезпечують функціонування фінансів [28;29;30].

Зокрема до фінансової інфраструктури належать фінансовий ринок, ринок фінансових послуг.

Інституції, що належать до фінансового сектору економіки, функціонують саме в сфері фінансового ринку. До організаційної структури фінансового ринку належать організатори торгівлі, неінституційні посередники, обслуговуючі організації тощо. Фінансовий ринок набагато ширше ніж фінансовий сектор.

Ринок фінансових послуг корелює з фінансовою інфраструктурою та визначається як сфера діяльності їх учасників з метою надання, споживання фінансових послуг, що забезпечують обіг відповідних фінансових активів [28;30].

Організаційна фінансова інфраструктура включає ряд відповідних організаційних структур, що сприяють функціонуванню фінансів. Вона включає складові:

1) управлінську (на яку покладено функції оперативного управління у фінансовій сфері);

2) інституційну (відповідає за мобілізацію, переміщення, інвестування ресурсів);

3) обслуговуючу (відповідає за організаційне посередництво на фінансовому ринку, за допоміжні функції на цьому ринку, а також за окремих суб'єктів, що надають послуги у фінансовій сфері).

Інструментальна фінансова інфраструктура включає різноманітні за складом та структурою фінансові інструменти, якими користуються окреми суб'єкти організаційної інфраструктури у ході власної діяльності [28].

Отже, фінансова інфраструктура є надзвичайно складним, багатоплановим явищем, яке динамічно розвивається та потребує глибокого і всебічного дослідження.

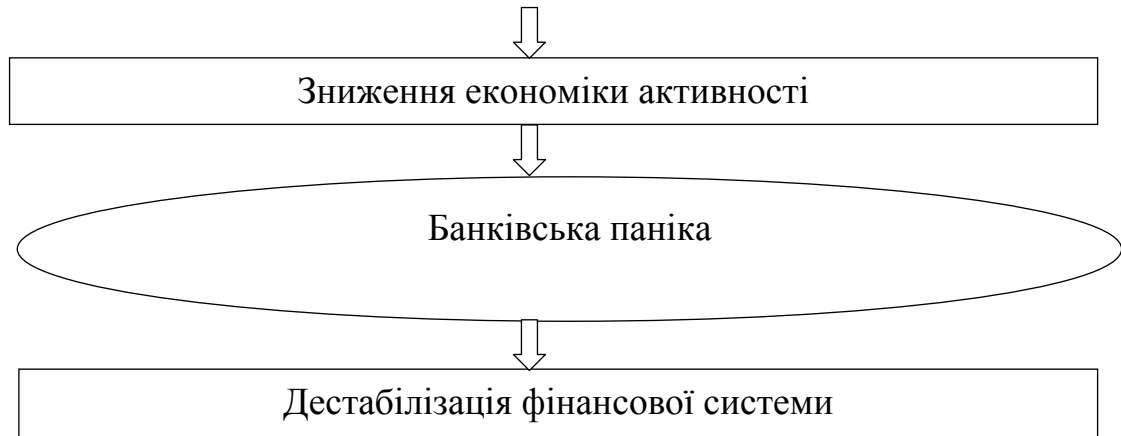
Засади фінансової реструктуризації та докорінного реформування фінансових відносин виступають безпосереднім фундаментом для подальшого розвитку фінансової системи, завдяки якому почався та досі триває стрімкий розвиток фінансової інфраструктури (організаційної, інструментальної тощо).

В сучасних умовах господарювання фінансова інфраструктура в цілому створена, достатньо масштабно функціонує, але й дотепер залишається низка невирішених проблем стосовно саме її ефективного функціонування. Сформована фінансова інфраструктура достатньо дієздатна, відповідає сучасним ринкових вимогам. Фінансові органи наділені достатніми повноваженнями для реалізації покладених на них функцій. Однак результативність їх діяльності поки не спроможна в повній мірі задовольнити суспільство. Причини подібної ситуації полягають, як правило, у зовнішніх по відношенню до фінансової системи факторах [28;30].

Досвід розвитку фінансових систем, повторюваність фінансових криз підтверджується існуванням причин нестабільності у фінансовій сфері.

Внаслідок настання кризових явищ у країнах розпочинається рецесія. При відсутності масштабних структурних реформ криза на економіку може здійснити більш сильний вплив, ніж при їх наявності. Своєчасне реформування економіки може підвищити ступінь її стійкості до кризових явищ (рис.1).





**Рис. 1.1. Типова фінансова криза**

\*фігури з закругленими кутами відображають фактори, що викликають дестабілізацію, а прямокутники – ефект від цих факторів.

Головні причини самих руйнівних останніх криз в економічних системах різних країн виходили з існуючих в конкретний проміжок часу проблем у фінансовій сфері. На початку 90-х років ХХ століття була дефляція в США, викликана заборгованістю, за нею відбулася криза європейської валютної системи у 1992–1993 роках, слідом за нею у 1994–1995 роках вибухнула криза в Мексиці, у 1997–1998 роках відбулася фінансова криза в Східній Азії та деяких країнах СНД, у 2001–2002 роках – криза в Аргентині – яка є найбільшим в історії світової валютно-фінансової системи дефолтом тощо (табл. 1.1) [10;17;21].

Таблиця 1.1

**Хронологія світових фінансових криз [4;10;11;17;21]**

Роки	Країни	Сутність фінансової кризи
1994–1995	Мексика, Бразилія, Польща, країни Південно-Східної Азії	Біржова, валютна, боргова, банківська криза
1995	Аргентина	Біржова, банківська криза
1997	Таїланд, Малайзія, Індонезія, Південна Корея, Філіппіни	Валютна, боргова, банківська криза
1997	Японія	Банківська, біржова криза
1997–1998	Чехія	Банківська, боргова, валютна криза

1998	Росія	Банківська, боргова, валютна криза
1999	Бразилія	Біржова, валютна криза
2000–2001	Туреччина	Боргова, банківська, валютна криза
2001	США	Біржова, боргова криза
2001–2002	Аргентина	Боргова, валютна, банківська криза
2002	США	Біржова, боргова, валютна криза
2008–2009	Світова	Біржова, боргова, валютна, банківська криза

Основа вищеназваних криз є єдиною, а саме такий взаємозв'язок багатьох криз з фінансовою сферою обумовлено передусім особливим значенням фінансів. Фінансові кризи є однією з перешкод на шляху досягнення стабільного та швидкого зростання економічних систем [8;11;17].

Незважаючи на те, що міжнародне співтовариство накопичило досвід розв'язання кризових проблем, щоб зрозуміти причину цих кризових явищ, нормалізувати економічну ситуацію, перш за все, необхідно знати фактори, які спричиняють розвиток відповідних явищ. Серед цих факторів виділяють:

- зростання процентних ставок;
- падіння курсів фондових фінансових інструментів на відповідних ринках;
- не прогнозоване зменшення рівня цін;
- наявність панічних настроїв у банківському секторі як наймасштабнішому сегменті фінансового сектору;
- зростання невизначеності фінансових, інвестиційних процесів [7;8;21].

Фінансові кризи незмінно виникають також при різкому зниженні темпів зростання промислового виробництва, у разі падіння його абсолютних масштабів.

Виходячи з більшості факторів, що спричиняють виникнення фінансових криз особливе значення набуває:

вирішення проблеми урегулювання руху фінансових ресурсів у економічних сферах;

розширення сфери управління фінансовими ресурсами, зростання обсягів руху таких ресурсів, капіталу;

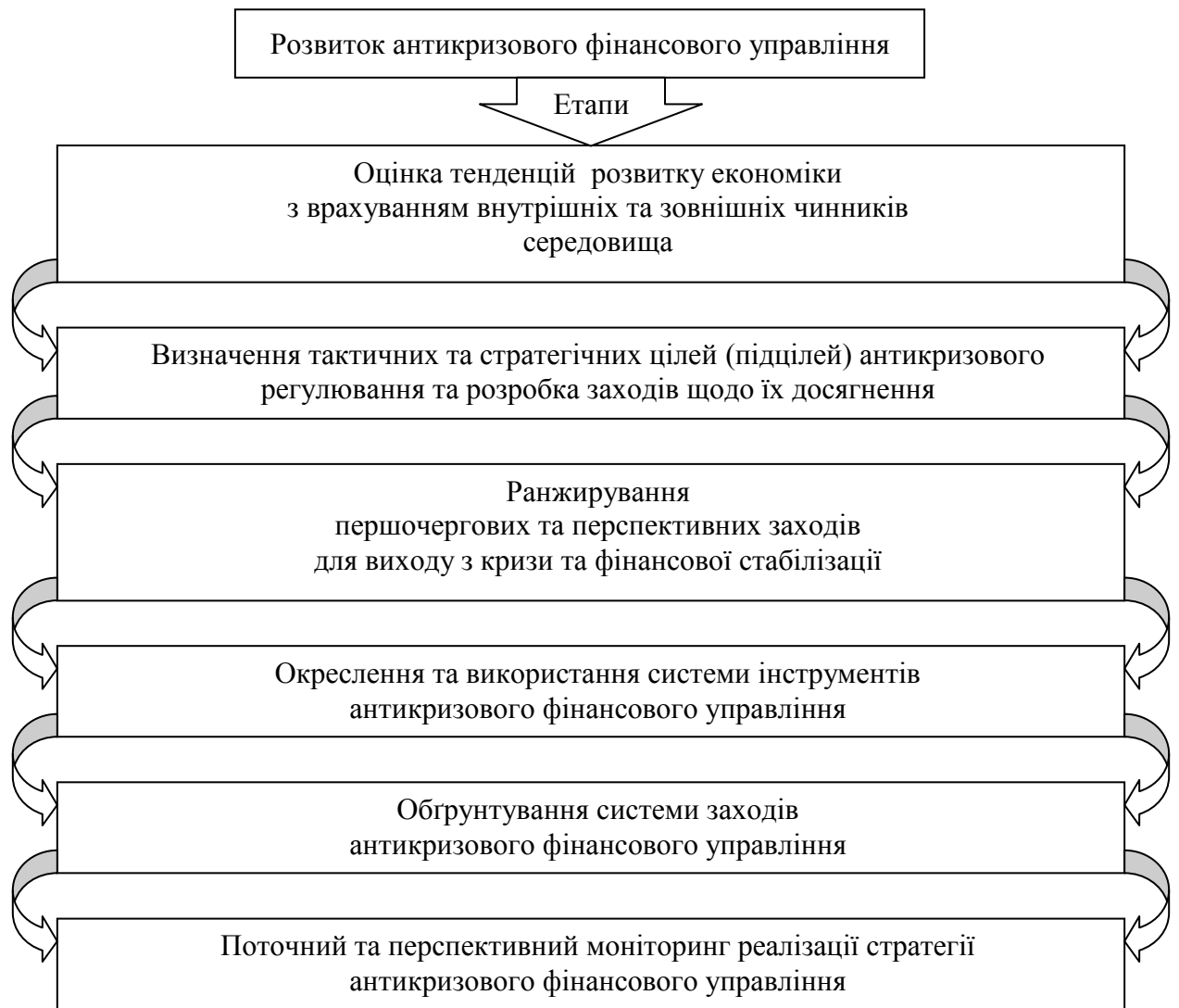
введення нових інструментів на фінансовому ринку, появи нових його учасників;

зростання інформаційної прозорості фінансових ринків;

впровадження інноваційних методів управління рухом фінансових ресурсів [10;11].

Вищеперелічене дозволить посилити антикризове фінансове управління в економіці (рис. 2).

Своєчасне впровадження засад антикризового фінансового управління обумовить поступове досягнення цілей соціально-економічного розвитку, дозволить розробити фінансову модель дій в умовах кризи, що безумовно підвищить ефективність координації та розподілу відповідних ресурсів, створить адаптивну фінансову інфраструктуру та підвищить резистентність до впливу кризового зовнішнього та внутрішнього середовища. Втім не менш важливою причиною виникнення фінансових криз є можливість переміщення великого обсягу фінансових ресурсів та капіталу за короткий термін [4;6;8;21].



**Рис. 1.2. Етапи розвитку антикризового фінансового управління в економіці**

Таким чином, масштабність та непередбаченість переміщення фінансових ресурсів, капіталу взагалі у світі такі, що позитивна динаміка макроекономічних показників (інфляції, зовнішньої заборгованості й платежів по обслуговуванню боргу) не можуть гарантувати захист від фінансової кризи. Це насамперед обумовлює розвиток інноваційних підходів до вирішення проблематики своєчасного попередження фінансових криз, розвиток методичних засад управління фінансовим ресурсами, їх рухом, неефективність яких обумовлює виникнення фінансових криз.



## **1.2. «Мильні бульбашки» у розвитку фінансового сектору в кризових умовах**

Розвиток як світової економіки загалом, так і окремих національних економік зокрема відбувається з певною періодичністю та циклічністю. Для сучасної національної економіки характерний розвиток ринкових відносин, поступовий перехід до фінансової економіки в рамках окремих періодів, підйомів, спадів. Період зростання економіки, як правило, спричинюється підйомом її реального сектора, але при цьому на сучасному етапі частіше спостерігається також паралельний активний розвиток фінансового сектору економіки, який є джерелом створення більш «легких» грошей та відповідно більш швидкого збагачення. Одним з чинників, що спричинює поступовий розвиток фінансового сектору виступають так звані «мильні бульбашки» в національних економіках різних країн. Формування та період існування «мильних бульбашок» може бути різним, проте результат один, коли лускає «мильна бульбашка» завжди починається фінансова криза, яка може мати різні варіації (локальну, швидкоплинну, глобальну, тривалу тощо). Момент переходу до фінансової економіки може бути обумовлений кризою. При цьому збільшення частоти виникнення кризових явищ (як фази циклічного розвитку економічної системи) у фінансових системах обумовлює необхідність дослідження причин виникнення та механізму функціонування «мильних бульбашок» для забезпечення в майбутньому більш сталого розвитку фінансових ринків та економіки загалом.

Особливості розвитку фінансового сектору при настанні кризових явищ та роль «мильних бульбашок» в цьому процесі розглядалися багатьма вітчизняними та зарубіжними науковцями, такими як О. Барановський, Д. Сорнетте, М. Делягін, І. Дорошенко, Б. Данилишин, В. Кабанов, О. Красота, І. Лех, В. Мазуренко, Л. Сибирка, С. Тхор, Г. Фетисов, О. Шаповалов та ін.

Проте необхідним є більш деталізований розгляд засад розвитку фінансового сектору в умовах переходу до фінансової економіки при настанні кризових явищ та подій, що передують утворенню «мильних бульбашок» на

ринках, їх появі, а також дослідження закономірностей ланцюгового формування «мільних бульбашок» на цих ринках.

Метою дослідження є вивчення окремих фундаментальних засад розвитку фінансового сектору в умовах поступового переходу до фінансової економіки при настанні кризових явищ в економічних системах, дослідження чинників утворення, роздування та лускання «мільних бульбашок» у фінансовому секторі, що, в свою чергу, сприяють розгортанню фінансових криз.

Фінансова криза як обґрунтоване прогресивне явище створює окремі проблеми фінансовій системі, порушує її рівновагу, створює напрями можливого подальшого розвитку такої системи (послаблення, усунення застарілих її елементів, окреслення можливостей ствердження елементів нової системи), провокує розлади у функціонуванні фінансового ринку, віддзеркалює прояв нестабільності окремих сфер та ланок фінансової системи, падіння розвитку валютної сфери тощо.

Окремими причинами фінансових криз виступають: макроекономічна нестабільність; поглиблення дисбалансів у фінансовому секторі; несприятливі тенденції у русі окремих форм капіталу; панічні настрої на фінансових ринках; досягнення критичного рівня зовнішньої заборгованості; регулятивні недоліки та нераціональна політика влади на макроекономічному рівні; різке зростання цін на фінансові активи, внаслідок чого відбувається завищення цін й утворюються «бульбашки» на ринках відповідних активів та інші [1; 3; 7; 9; 12; 13; 17].

Поряд з реальним сектором економіки існує також фінансовий сектор, де не відбувається розвитку реальних активів, а використовуються, як правило, окремі спекулятивні механізми. Подібні процеси можуть руйнівним чином позначатися на економіці («економіка мільних бульбашок») [3].

Під «мільною бульбашкою» розуміється:

1) кон'юнктура ринку, за якої вартість окремого фінансового інструменту, товару піднімається до рівня, що не має об'єктивної ринкової основи;

2) торгівля великими обсягами окремих фінансових інструментів, товарів за цінами, що істотно відрізняються від істинних цін (така ситуація, як правило,

характеризується ажіотажним попитом на них, у результаті чого ціна значно зростає, що, у свою чергу, викликає подальше зростання попиту) [12].

Можна навести безліч прикладів базових активів для виникнення нових «мильних бульбашок» на будь-якому сегменті фінансового ринку (фондовому, валютному, кредитному, деривативів тощо). «Мильні бульбашки» виникають як наслідок невизначеності дійсної вартості фінансових активів, результат спекуляцій чи випадок обмеженої раціональності, у результаті цінового зговору тощо. Їх складовими можуть виступати швидке зростання цін на активи, підвищення економічної активності та постійне збільшення грошової пропозиції та кредиту. «Мильні бульбашки» внаслідок надконцентрації існуючих ризиків стають причиною глибоких падінь цін на активи з подальшою втратою суб'єктами ринку, як власних вкладень в активи, так і боргових коштів, за рахунок яких фінансувалося зростання цін активів [3; 13].

Історичний досвід виникнення «мильних бульбашок» багатогранний. Зокрема, у Франції в 1716-1720 рр. відбулося доповнення золотих і срібних монет паперовими грошима, більша частина яких була не забезпечена. Крах цієї «мильної бульбашки» привів до повного розладу фінансової системи держави., У Великобританії в 1720-1721 рр. та у Франції в 1857-1858 рр. такі «мильні бульбашки» були спекулятивною манією, грошовою емісією, що не підтримувалася.

У 1980-1990 рр. фінансові буми прокотилися в багатьох промислово розвинених країнах як одноразово, так і багаторазово. При цьому «мильна бульбашка» мала тяжкі наслідки для реального сектора економіки та фінансових систем держав. У Росії спостерігалася поява і розвиток декількох прототипів «мильних бульбашок»: фінансові піраміди (1994 р.), а також «ейфорії» на фондовому ринку (у 1996 та 2000 рр) [4;6;10;11].

«Мильна бульбашка» створює спотворення в інвестиціях, що спочатку веде до фінансового буму та розширення ділової активності, а надалі – до рецесії та інфляції. Дії окремих економічних суб'єктів можуть згладити ці циклічні коливання. Є такі фази розвитку «мильної бульбашки»:

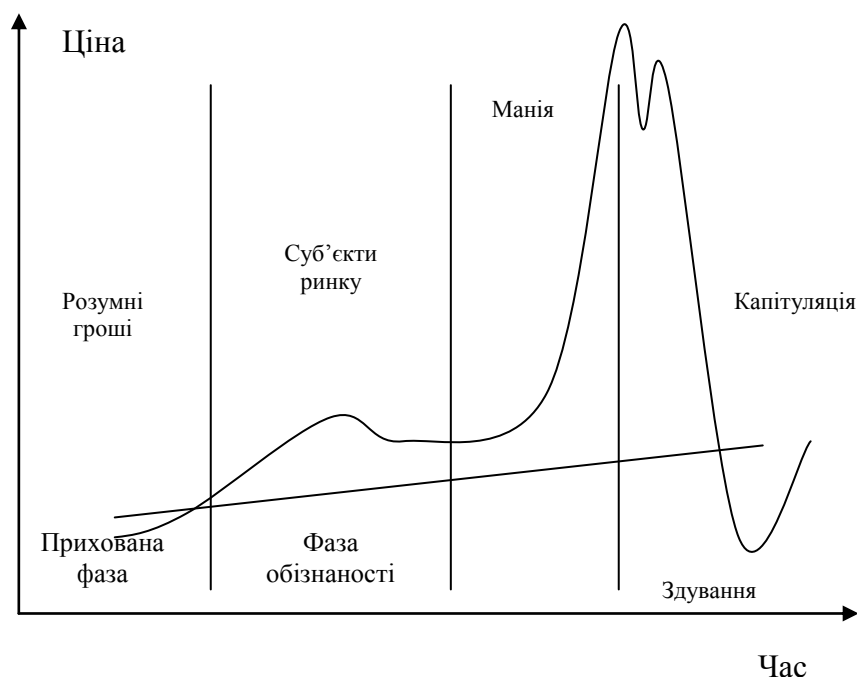
1) прихована (суб'єкти ринку, які розуміють фундаментальні основи, що змінюються та можуть привести до нових істотних можливостей, готові йти на істотний ризик оскільки їх припущення ще не почали реалізовуватися; «розумні гроші» зазвичай входять на ринок обережно; ціни у рамках фази поступово збільшуються; спостерігається очікування значних прибутків в майбутньому),

2) обізнаності (найдовша за тривалістю фаза; відбувається нарощення прибутковості, коли здається, що відбувається підйом економіки (чи її сфер), при цьому насправді формується підґрунтя для перегріву, що неминуче призведе до подальшого спаду; ряд суб'єктів ринку починають усвідомлювати імпульс, в результаті чого вводять додаткові гроші, які штовхають ціни вгору; у рамках цієї фази може статися короткостроковий розпродаж активів, коли частину суб'єктів ринку цікавить перший прибуток);

3) манії (ціни зростають, суб'єкти ринку реалізують «інвестиційні можливості в житті», чекають майбутній підйом; відбувається «гарантоване» прогнозування майбутнього зростання ціни на підставі екстраполяції минулого зростання; приплив грошей приводить до ще більших очікувань, виштовхує ціни на величезний рівень; чим вище ціна, тим більше інвестицій вливається; суб'єкти ринку розпродають свої активи портфельним інвесторам та зацікавлені в продовженні «гри» на цьому ринку; ринок стає буйніший; ціни буквально напружуються різними фінансовими інструментами, зокрема використанням кредитного важеля; відбувається основне зростання «мильної бульбашки» до тих пір, поки пропозиція за своїми цінами не компенсуватиметься максимально можливим кредитом при мінімальному внеску; з'являються перші сигнали падіння «мильної бульбашки»);

4) здування (наступає момент прозріння; імітується тимчасова слабкість перед черговим зростанням; суб'єкти ринку вводяться в оману «повернення до норми»; суб'єкти ринку намагаються позбавитися від своїх активів; відбуваються негативні очікування зменшення цін; окремі суб'єкти ринку залишаються зі своїми дешевшаючими інвестиціями, тоді як «розумні гроші» давно вийшли з гри; ціни падають набагато швидше за їх попереднє зростання при збільшенні

«мильної бульбашки»; суб'єкти ринку, що використали кредитні гроші стають банкрутами тощо) (рис. 3) [2;3;14;16;20].



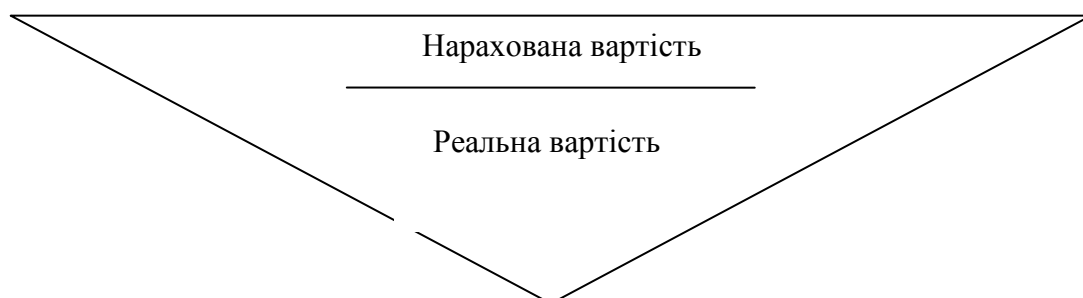
**Рис. 1.3. Стадії розвитку «мильної бульбашки» у фінансовому секторі**

Динаміка «мильних бульбашок» і крахів циклічна та обумовлена тим, що «мильна бульбашка» з'являється поступово на фоні дії окремих факторів на відносно оптимістично налаштованому ринку, надалі привабливість інвестицій з потенційним прибутком приводить до збільшення їх обсягу, часто із залученням кредитування, що спричинює зростання цін, а це, у свою чергу, приваблює менш обізнаних інвесторів, кредитування продовжує збільшуватися при невеликій маржі, що призводить до того, що попит на фінансові інструменти зростає швидше, ніж темпи, з якими реальні гроші надходять на ринок (на даному етапі поведінка учасників ринку вже практично ніяк не пов'язана з реальною дохідністю, ціни високо зростають, число нових інвесторів, які входять на спекулятивний ринок, скорочується, і ринок переходить у фазу підвищеної стурбованості, що триває доти, доки нестабільність не стає очевидною та ринок обвалюється). Такі «мильні бульбашки» є дуже небезпечними для тих суб'єктів ринку, які прагнуть здобути багато із нічого. Падіння окремих сегментів фінансових ринків країн зумовлює зміну орієнтації фінансових потоків із одних

активів в інші. Розглянувши стадії народження та лускання «мильної бульбашки», можемо відмітити чинники, які спонукають до створення та роздування спекулятивних механізмів: стрімкий ріст вартості активів; зростання ділової та економічної активності; стабільне зростання пропозиції грошей та кредиту; стагна, нераціональна поведінка окремих суб'єктів ринку; недосконале регулювання ринку та ринкових відносин; фінансова лібералізація; розповсюдження фінансових інновацій; секьюритизація; недостатність інформації про об'єкт тощо [3;14;16].

Розглянемо як окремі з цих чинників спонукали до появи тієї чи іншої «мильної бульбашки» у різних країнах у різні часи, результатом якої були кризові явища.

Вплив таких чинників як збільшення пропозиції грошей та кредиту, коли кредити видаються практично всім суб'єктам ринку без винятку, і, як наслідок, збільшується кількість неповернених кредитів, що призводить до обвалу ринку. Стрімкий ріст активів може бути віртуальним, як і ілюзії того, що економіка розвивається, якщо збільшується ціна активів. Насправді такий ріст ціни спричинений лише спекулятивними діями суб'єктів ринку, які намагаються продати раніше куплений ними актив дорожче. І таким чином, створюючи ланцюжок з продавців і покупців, ціна на даний актив необґрунтовано збільшується, однак цьому немає реальної основи для збільшення його вартості. У цьому випадку і створюється перевернена «фінансова піраміда», в основі якої лежить реальна вартість» (рисунок 4) [1;12;16;20].



**Рис. 1.4. Структура переверненої «фінансової піраміди»**

Така ситуація спостерігалася у США у 1992 р., коли заощадження американців становили 414 млрд. дол., а після бурхливого економічного зростання 1990-х рр. і початку рецесії, вони знизилися у 2,4 рази [20;21]. У світовій фінансовій кризі 2008-2009 рр. виникнення «бульбашки» стало наслідком меркантилізму деяких азіатських країн, які проявились після азіатської фінансової кризи (1997 р.) та стимулювали накопичення валютних резервів. Ці валютні запаси втілювались у різкому зростанні глобальних дисбалансів. Резерви азіатських центральних банків разом з ресурсами азіатських країн-експортерів нафти, були розміщені в значній мірі в цінних паперах казначейства США, що сприяло низьким відсотковим ставкам за облігаціями. За таких умов «полювання за прибутками» на світових фінансових ринках набирало обертів. Суб'єкти ринку звернулися до різних джерел доходів, щоб отримати віддачу на вкладений капітал. Висока схильність до ризику зробила доступ до кредитних ресурсів набагато легшим, ніж могла б запропонувати політика центральних банків і забезпечити реальна економіка. При формуванні рейтингів провідних кредитних установ до початку світової фінансової кризи не бралися до уваги можливі системні ризики, тому окремі суб'єкти фінансового сектору з усього світу придбали фінансові інструменти вважаючи, що вони безпечні. Таким чином, ринки поглинули величезну кількість фактично не забезпечених капіталом фінансових інструментів, які розглядалися як інструменти з низьким ризиком та використовувались досить активно з метою інвестування в них ще більших коштів, залучаючи для цього кредитні ресурси. Це й визначило величезні масштаби та глибину світової фінансової кризи 2008 року [10;11;12;17;21].

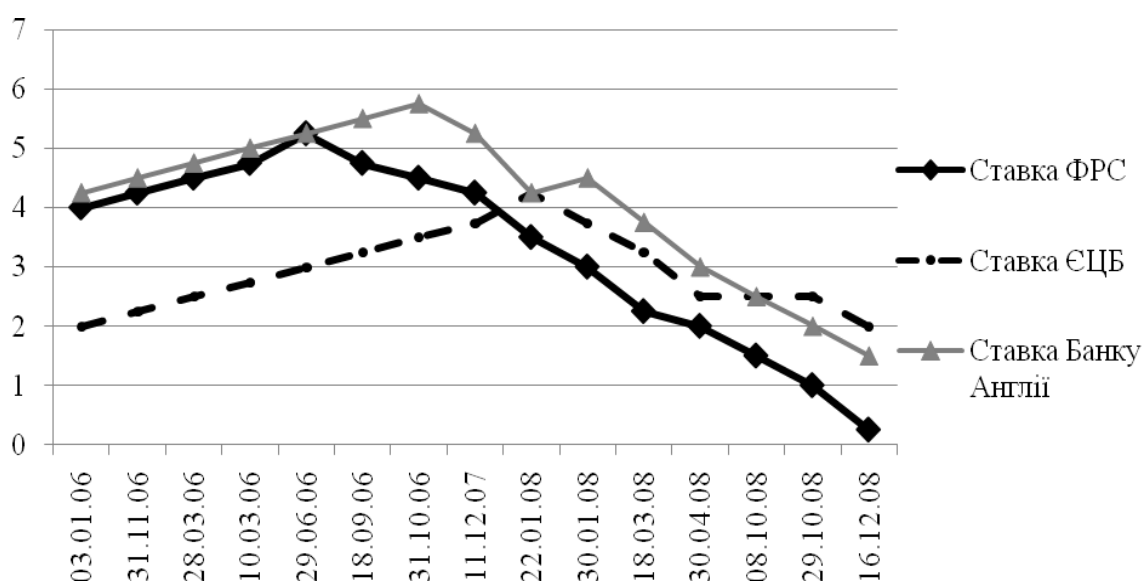
Дозвіл комерційним банкам займатися інвестиційним бізнесом створив у банківській системі США умови для продовження розвитку кризового процесу. Показовим для короткостроковості стратегій інвестиційних банків є криза «доткомів» (90-ті роки ХХ ст). У той час інвестиційні банки створили ринок акцій «доткомів» та спираючись на величезний успіх деяких з цих «доткомів» втягнули в спекуляції «сміттєвими» акціями велику кількість суб'єктів ринку. Котирування «доткомів» зростали щоденно, значна їх кількість виходила на ринок, при цьому

інвестиційні банки фальшували зі справедливою вартістю їх акцій при виведенні на біржу. На ринку акцій «доткомів» було створено так звану «мильну бульбашку», коли справедлива ціна їх акцій була значно нижчою за ринкову. «Бульбашка» лопнула в один день, коли стало зрозуміло, що більшість з «доткомів» не можуть приносити великого прибутку. При цьому суб'єкти ринку втратили велику кількість власних коштів. Подібна криза могла мати наслідки не менш масштабні, ніж криза 2008 року, але на той момент світова економіка входила у фазу свого зростання, тому збитки було за рахунок чого списати та знайти інші джерела прибутку в інших сферах (наприклад, у будівництві). Тобто наступна «мильна бульбашка» була створена вже на ринку нерухомості за рахунок того, що були зменшені вимоги щодо фінансового стану позичальників. Незважаючи на існуючу відсутність прозорості (окремі суб'єкти ринку не в повній мірі розуміли та зважали на суть сек'юритизації, яка створює диверсифікацію та ліквідність, «згладжує» ризик дефолту або банкрутства) іпотечні цінні папери вважались паперами з дуже низьким ризиком та були продані по всьому світу. Однак, проблемою сек'юритизації є те, що вона не забезпечує захист від системного ризику. Інвестиційні банки почали створювати вже похідні цінні папери від зобов'язань за іпотечними облігаціями, змішуючи портфелі облігацій за іпотечними кредитами різної якості. Створювались нові похідні цінні папери, єдиним джерелом погашення були все ті ж іпотечні кредити, заставою за якими була нерухомість. У той же час ціна на нерухомість за цей період суттєво зросла та вже перестала відповідати своїй справедливій вартості. Далі для позичальників настав момент зростання ставок, оплати тіла кредиту, і вони, не маючи достатніх доходів для оплати за зобов'язаннями, почали відмовлятися від нерухомості, яка, у свою чергу, стала дешевшати. Великий обсяг похідних цінних паперів, побудований на іпотечних кредитах, миттєво перетворився на купу паперу. На цей час у створену фінансову кризу було вже втягнуто весь світ та вона збіглась з економічним спадом у світовій економіці. Зазначимо, що Дж. Сорос встановив роль «іпотечної мильної бульбашки», як



спускового механізму, що привів до лускання ще більшої «мильної (фінансової) бульбашки» [7;11;12;15;21].

Вагомий вплив на розгортання фінансової кризи у 2008 році мала також «кредитна мильна бульбашка», що пояснюється звичкою більшості американців жити в кредит. Наявність і формування «кредитної бульбашки» ілюструє динаміка зміни ставок ЄЦБ, ФРС і Банку Англії (рис. 5), які із середини 2007 року почали різко знижуватися [14;20;21].



**Рис. 1.5. Динаміка ставок окремих суб'єктів фінансового сектору**

Економіст О. Байер зазначив, що після лускання «мильних бульбашок» на окремих ринках можливе настання краху ринку державних боргових зобов'язань, наслідком чого може стати безконтрольна емісія грошової маси, що викличе інфляцію [2].

Основною причиною руйнівного характеру кризи 2008 року стало превалювання фінансового сектора та відповідне збільшення його маси порівняно з реальним сектором економіки, що було зумовлено розвитком похідних цінних паперів, які настільки ускладнили фінансову систему, що суб'єкти ринку були вже не в змозі оцінити ризики. Особлива роль належить у роздуванні «бульбашки» позабіржовим фінансовим інструментам, таким як кредитно-дефолтні свопи, операції з якими практично не регулювалися і не враховувалися в банківських балансах. Так, свідченням суттєвих дисбалансів у фінансовому

секторі цього періоду є те, що сума всіх активів комерційних банків перевищувала світовий ВВП приблизно у 2 рази, а кошти, що оберталися на окремих сегментах ринку – щонайменше у 2,5 рази (таблиця 1.2) [9;18;19].

Таблиця 1.2

**Показники докризового розвитку світового ринку капіталів,  
млрд. дол. США [9;21]**

Регіон	ВВП	Загальні резерви мінус золото	Капіталізація ринку акцій	Боргові цінні папери			Активи комерційних банків
				державні	приватні	загальні	
Світ	48 204,4	5 091,5	50 826,6	25 634,7	43 099,7	68 734,4	70 860,5
ЄС	13 644,4	252,7	13 068,8	7 695,0	15 507,7	23 202,7	36 642,0
Єврозона	10 588,9	157,5	8 419,1	6 582,2	12 186,1	18 768,3	25 837,6
Північна Америка	14 470,0	89,8	21 269,7	6 936,0	21 135,5	28 071,6	12 122,6
Канада	1 275,3	35,0	1 700,7	702,4	633,4	1 335,8	1 917,9
США	13 194,7	54,9	19 569,0	6 233,6	20 502,1	26 735,8	10 204,7
Японія	4 366,2	879,7	4 795,8	6 750,6	1 968,7	8 719,3	6 415,4

Відсутність регуляції фінансових ринків доповнилася асиметрією інформації, відсутністю ефективної координації, контролю в системі банківського нагляду та відсутністю належної системи ризик менеджменту, диспропорції між прибутками та активами крупніших банківських установ (таблиця 1.3) [9;18;19;21].

Таблиця 1.3

**Докризове групування найбільших банків  
світової банківської системи [9;21]**

10 найбільших банків за активами				10 найбільших банків за прибутками			
Позиція	Країна	Банк	Консолідовані активи (млрд. дол. США)	Позиція	Країна	Банк	Прибуток (млрд. дол. США)
№	1	2	3	№	4	5	6
1	Велико-британія	Royal Bank of Scotland	3 783	1	США	Citigroup	22,13
2	Німеччина	Deutsche Bank	2 954	2	США	Bank of America	21,13
3	Франція	BNP Paribas	2 477	3	Велико-британія	HSBC	14,55
4	Велико-британія	Barclays	2 443	4	США	JP Morgan Chase	14,44
5	Франція	Credit Agricole	2 068	5	Велико-британія	Royal Bank of Scotland	12,1
6	Швейцарія	UBS	2 007	6	Швейцарія	UBS	9,79
7	Франція	Societe Generale	1 567	7	США	Goldman Sachs	9,34
8	Нідерланди	ABN AMRO	1 499	8	США	Wells Fargo	8,48
9	Нідерланди	ING Bank	1 453	9	США	Wachovia	7,79
10	Японія	The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ	1 363	10	США	Morgan Stanley	7,45

Крім того, розвиток інформаційних технологій, глобалізація фінансів, вільний доступ до світового ринку інвестиційного капіталу сприяли залученню до процесу утворення «мильної бульбашки» набагато більшої кількості країн, ніж у кризу «доткомів». Криза на фінансовому ринку однієї країни за ефектом доміно викликала кризу на ринках інших країн [9;19;21].

У вітчизняній національній економіці «мильна бульбашка» стала формуватися у банківському секторі, оскільки він превалює у фінансовому секторі. Найбільшого розвитку банківська система досягнула за 2004-2008 роки

економічного зростання в країні. Банки у цей період значно збільшували свої активи, при цьому банківська система за активами зрівнялася з ВВП країни, що відповідає рівню розвинутих країн. В той же час такий розвиток йшов випереджаючими темпами порівняно з розвитком самих фінансових інститутів. Конкуренція між банківськими установами зростала, але не досягла рівня, що відповідає розвинутих країнам. Основним чинником постійного зростання активів є перехід банків до активного кредитування населення. Саме масове кредитування призвело до формування «мильної бульбашки» у вітчизняній банківській системі. Банки в цей період постійно зменшували вимоги до позичальників. Саме надлишок ліквідності, який характеризував розвиток даного сегменту фінансового сектору, став головною причиною надування «мильної бульбашки». В цей же період вітчизняна банківська система дійшла до піку свого зростання, накопичивши при цьому велику кількість кредитів (особливо іпотечних) із граничною кредитоспроможністю позичальників. За рахунок іпотечного кредитування в країні було створено «мильну бульбашку» на ринку нерухомості. Результатом цього стало те, що вітчизняна нерухомість виявилася дорожчою за нерухомість окремих розвинених країн, при цьому значно поступаючись їй в якості. Таким чином, за рахунок кредитних коштів у іноземній валюті купувався значно переоцінений товар. Лусканню «мильних бульбашок» у 2008 році, які утворились на вітчизняному фінансовому ринку, передувала низка подій (заборона достроково знімати гроші з банківських депозитів, підвищення відсоткових ставок по раніше виданим кредитам, надання МВФ траншу для виплат західним кредиторам боргів вітчизняних суб'єктів підприємництва при одночасних умовах скасування валютного коридору і введення плаваючого курсу національної валюти). Як наслідок цих факторів маємо, що «заморожені» депозити населення різко знецінилися в результаті девальвації національної валюти, валютні кредити збільшилися, а підвищення банками відсоткових ставок по кредитах зробило неможливим для населення обслуговування власних боргів, і як наслідок відбулось лускання утворених кредитних та іпотечних «мильних бульбашок» [4;7;10;16;19].

В сучасних умовах економічного розвитку «мільні бульбашки» не дуже рознесені в часі, а йдуть одна за одною. Стадна поведінка суб'єктів ринку як один із чинників виникнення «мільних бульбашок» відіграє важливу у формуванні досліджуваних механізмів та негативно впливає на розвиток економіки, призупиняє її та провокує зворотний рух. Один суб'єкт ринку у разі недостатності інформації (чи інших факторів) приймає невірне рішення щодо вкладення капіталу у той чи інший об'єкт, проте впевнений у правильності свого рішення та відповідно створює підґрунтя для масових вкладень іншими суб'єктами ринку у даний об'єкт. Таким чином, створюється стадна поведінка суб'єктів ринку, йде масовий потік капіталу, що провокує виникнення «мільних бульбашок» та призводить до краху тієї сфери економіки, куди масово вкладались інвестиції. Недосконале регулювання ринку, ринкових відносин створює фундамент для виникнення фіктивних підприємств чи підприємств, метою діяльності яких є швидке отримання великих прибутків, нарощення грошової маси, яка нічим не забезпечена. По суті це є «фінансова піраміда», яка рано чи пізно буде знищена. Тому для кожної держави важливим є питання вдосконалення регулювання її ринків, ринкових відносин за допомогою нормативно-правової бази, яка не повинна мати лазівок, через які можна буде нехтувати суб'єктам ринку законодавством. Фінансова лібералізація як чинник виникнення «мільних бульбашок» впливає із попереднього чинника (недосконалого регулювання ринку, ринкових відносин). Держави часто віддають перевагу такій лібералізації ринкових відносин, що призводить до негативних наслідків у економічних системах, протиправних дій з боку учасників ринкових відносин. З розвитком ринкових відносин можна стверджувати, що ринок як система відносин діє не хаотично, а згідно деяких правил. Нераціональність поведінки суб'єктів ринку призводить до виникнення спекулятивних механізмів. Коли суб'єкти ринку не виконують необхідних інструкцій, діють нераціонально, тоді виникають ситуації, які призводять до кризових явищ. Розповсюдження фінансових інновацій, недостатність інформації про об'єкт інвестування також є чинниками формування (виникнення) «мільних бульбашок» (коли на ринок з'являється новий об'єкт

інвестування, то інформація про нього недосконала, суперечлива, внаслідок чого виникає реальна загроза появи спекуляцій) [2;3;6;14;17;18;20].

Зростання цін на фінансові активи (пайові, боргові папери, грошові кошти, нерухомість тощо) може бути адекватним (за ним спостерігається поліпшення ситуації в реальному секторі економіки). Якщо нічого подібного не спостерігається, а ціни зростають, то фінансовий бум, як правило, перетворюється на «мільну бульбашку», причинами виникнення якої можуть виступати розглянуті вище чинники. Визначивши чинники виникнення «мільних бульбашок» внесемо систему пропозицій щодо регулювання фінансового ринку, ринкових відносин для запобігання виникнення «мільних бульбашок»: зробити відповідні корективи до законодавства з метою більш ефективного контролю у фінансовому секторі; поступово згладжувати коливання кон'юнктури ринків; дотримуватися протициклічної політики; втручатися у фінансовий сектор на початковій стадії розвитку «мільної бульбашки» (у цьому випадку, як правило, вдається оптимізувати втрати економіки з позиції ВВП та інфляції).

Висновки. У даному дослідженні засад розвитку фінансового сектору в умовах поступового переходу до фінансової економіки особлива увага була приділена саме виникненню «мільних бульбашок» у такому секторі, які спричиняють розгортання кризових явищ. Саме такими явищами може бути обумовлений момент переходу до фінансової економіки. В сучасній економіці глобалізація та розвиток фінансових ринків спричинили те, що «мільні бульбашки» стали ледве не повсякденним явищем. Отже, у ході проведеного дослідження визначено чинники, що призводять до виникнення «мільних бульбашок» у економіках країн та систематизовано сучасні можливості запобігання їх появи.

«Мільні бульбашки» утворюються внаслідок недостатньо зваженої поведінки суб'єктів ринку, а саме їх необґрунтованих очікувань зростання цін на певний вид активів. Суб'єкти ринку починають вкладати власні та позикові кошти в ці активи та мають на меті вигідно їх перепродати в майбутньому. Такі вкладення спочатку викликають підвищення цін на активи, що створює стимули

для подальших спекуляцій. Але згодом приплив грошей завершується, ціни перестають зростати, оптимістичні очікування змінюються песимістичними, суб'єкти ринку поспішають продати придбані активи, і процес з неймовірною швидкістю розкручується у зворотному напрямку, викликаючи численні банкрутства.

У дослідженні визначено систему пропозицій щодо регулювання фінансового ринку та ринкових відносин для запобігання вищепереліченим явищам в умовах поступового переходу до фінансової економіки.

### **Література**

1. Абалкин Л.И. Логика экономического роста : учеб. пособие / Л.И. Абалкин. – М.: Ин-т экономики РАН, 2002. – 228 с.

2. Байер А. Картина мира: последний пузырь [Электронный ресурс]. – Режим доступа <http://www.vedomosti.ru/newspaper/article.shtml?2008/11/21/170106>

3. Барановський О. І. Економіка мильних бульбашок" / О. І. Барановський // Економіка і прогнозування. – 2009. – № 1. – С. 7-23.

4. Бобров Є.А. Аналіз причин виникнення світової фінансової кризи та її вплив на економіку України / Є.А. Бобров // Фінанси України. – 2008. – № 12. – С. 33–43.

5. Данилишин Б. Світова фінансова криза — тест для України [Електронний ресурс] // Офіційний сайт «Дзеркало тижня» №38, 11 жовтня 2008 - Режим доступу до журн: <http://dt.ua/POLITICS>

6. Делягин М.Г. Мировой кризис. Общая теория глобализации: учеб. пособие / М.Г. Делягин. – М.: Инфра-М, 2003. – 768 с.

7. Дорошенко І.В. Фактори та наслідки глобальних кризових явищ на фінансових ринках / І.В. Дорошенко // Проблеми підвищення ефективності інфраструктури. Збірник наукових праць: Випуск 31. – Київ: НАУ, 2011.

8. Кабанов В.Г. Методологічні засади ідентифікації кризових явищ на ринку фінансових інвестицій / В.Г. Кабанов // Фінанси України. – 2009. – №4. – С. 109–117.

9. Колінець Л.Б. Антикризове регулювання економіки в умовах світових економічних криз: орієнтація на реалізацію стратегії економічного розвитку / Л.Б. Колінець // Економічний аналіз. – 2010. – №5. – С. 276-279.

10. Красота О.В. Розгортання світової економічної кризи в Україні та можливості обмеження рецесії / Красота О.В. // Вчені записки УЕП “КРОК”. – К., 2009. – Вип. 19. – С. 27-37.

11. Лех І.А. Світова фінансова криза та промисловий сектор економіки України / І.А. Лех // Вісник Львівського університету. Серія економічна. – Львів: ЛНУ імені Івана Франка. – 2009. – Вип. 41. – С. 342-348.

12. Мазуренко В.І. Світові фінансові кризи та національна економічна безпека: теорія і методологія : монографія / В.І. Мазуренко. – К.,2007. – 511 с.

13. Сибирка Л. А. Фінансова криза: сучасні підходи до трактування / Л. А. Сибирка // Вісник КНУТД. – 2011. – №6. – С. 245-249.

14. Сорнетте Д. Как предсказывать крахи финансовых рынков: критические события в сложных финансовых системах: биржевая література / Д. Сорнетте. – М.: SmartBook: Изд-во «И-трейд», 2003. – 400 с.

15. Сорос Дж. Период великого разрушения благосостояния [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <[http://politika.co.ua/articles?article\\_id=1025](http://politika.co.ua/articles?article_id=1025)>.

16. Тхор С. О. Спекулятивні бульбашки та їх вплив на розвиток кризових явищ / С. О. Тхор // Економічний вісник Донбасу. – 2011. –№ 3 (25). – С. 123-126.

17. Фетисов Г.Г. О мерах по преодолению мирового кризиса и формированию устойчивой финансово-экономической системы / Г.Г. Фетисов // Вопросы экономики. – 2009. – №4. – С.31-41.

18. Черников Д. Глобальная зачистка / Д. Черников, С. Кашин // Секрет фирмы. – 2008. – № 50 (282). – С. 10-18.

19. Шаповалов О.О. Передумови й особливості прояву сучасної фінансової кризи / О.О.Шаповалов // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. – 2009. – Вип.27. – С. 282-291.

20. Экономике мира падают жертвами «мыльных пузырей» [Електрон. ресурс]. – Режим доступу [www.vladinvest.ru/articles/bubbles.html](http://www.vladinvest.ru/articles/bubbles.html)



21. IMF Global Financial Stability Report. Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness. – Washington: International Monetary Fund, 2007. – April. – 179 p.

22. Левина И. К вопросу о соотношении реального и финансового секторов / И. К. Левина // Вопросы экономики. – 2006. – № 9. – С. 83–103.

23. Міщенко С. В. Формування ефективної структури фінансового сектору України : дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08 / Міщенко Світлана Володимирівна. – К., 2009. – 246 с.

24. Науменкова С. В. Сучасна модель фінансової системи: порівняльний аналіз основних підходів / С. В. Науменкова, С. В. Міщенко // Фінанси України. – 2006. – № 6. – С. 44–56.

25. Дяченко Ю. Ю. Реструктуризація фінансового сектору в Україні : автореф. дис. ... канд. екон. наук : спец. 08.00.01 “Економічна теорія та історія економічної думки” / Ю. Ю. Дяченко. – К., 2010. – 19 с.

26. Проект Стратегії розвитку фінансового сектору України до 2015 року [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [www.u-fin.com.ua/konsercia/002.docndei.me.gov.ua/downloads/strategy.pdf](http://www.u-fin.com.ua/konsercia/002.docndei.me.gov.ua/downloads/strategy.pdf).

27. Школьник І.О. Фінансовий сектор України: теоретичний аналіз економічної дефініції / І.О. Школьник, А. Ю. Семенов // Вісник Української академії банківської справи. – 2013. – № 1 (34). – С. 31–36.

28. Федосов В.М. Інституційна фінансова інфраструктура України: сучасний стан та проблеми розвитку [Текст] / В.М. Федосов, В.М. Опарін, С.В. Львовчкін // Фінанси України. – 2008. – № 8. – С. 3-21.

29. Управління фінансовою інфраструктурою національної економіки України : монографія / за заг. ред. д-ра фіз.-мат. наук, проф. С. О. Смирнова / О. М. Грабчук, М. В. Корнєєв та ін. – Дніпропетровськ, 2011. – 187 с.

30. Інвестиційно-інноваційні аспекти впливу фінансової інфраструктури на розвиток національного господарства України : монографія / за заг. ред. д-ра фіз.-мат. наук, проф. С. О. Смирнова / О. М. Грабчук, М. В. Корнєєв та ін. – Дніпропетровськ, 2010. – 307 с.