

УДК 336.71

*Ольга Абакуменко, Тарас Дорош***ОБҐРУНТУВАННЯ НЕОБХІДНОСТІ ВІДСТУПУ ВІД СУЧАСНИХ  
ІНСТРУМЕНТІВ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ***Ольга Абакуменко, Тарас Дорош***ОБОСНОВАНИЕ НЕОБХОДИМОСТИ ОТКАЗА ОТ СОВРЕМЕННЫХ  
ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ***Olha Abakumenko, Taras Dorosh***THE RATIONALE OF REJECTION THE MODERN TOOLS OF MONETARY  
POLICY**

*Наведено аргументи необхідності відступу від сучасних інструментів реалізації грошово-кредитної політики у світі. Доведено низьку ефективність програм кількісного пом'якшення та висловлено припущення, що грошові кошти від третьої програми абсорбував саме фінансовий ринок, створивши таким чином передумови для спекуляцій на окремих його сегментах. Висловлені пропозиції в контексті антикризової політики на фінансовому ринку, які ґрунтуються на постулатах австрійської школи економіки щодо припинення державного втручання в економіку, передусім ліквідації банківської діяльності з частковим резервуванням та центрального банку і введення золотого стандарту.*

**Ключові слова:** грошово-кредитна політика, фінансова криза, фінансовий сектор, програми кількісного пом'якшення.

*Рис.: 6. Табл.: 1. Бібл.: 6.*

*В статті приведені аргументи необхідності відхилення сучасних інструментів реалізації грошово-кредитної політики в світі. Доведено низьку ефективність програм кількісного пом'якшення та висловлено припущення, що грошові кошти від третьої програми абсорбував саме фінансовий ринок, створивши таким чином передумови для спекуляцій на окремих його сегментах. Висловлені пропозиції в контексті антикризової політики на фінансовому ринку ґрунтуються на постулатах австрійської школи економіки щодо припинення державного втручання в економіку, передусім ліквідації банківської діяльності з частковим резервуванням та центрального банку і введення золотого стандарту.*

**Ключевые слова:** денежно-кредитная политика, финансовый кризис, финансовый сектор, программы количественного смягчения.

*Рис.: 6. Табл.: 1. Библ.: 6.*

*The paper presents the arguments of the necessity to rejection the modern tools of monetary policy implementing in the world. The low effectiveness of the quantitative easing programmes proved. It is suggested that funds from the third programme factored in the financial market, thus creating the preconditions for speculation for specific market segments. The proposals in the context of anti-crisis policies in the financial market based on the postulates of the Austrian school of Economics concerning the cessation of state intervention in the economy, primarily the elimination of banking with a fractional reserve and the Central Bank and the introduction of the gold standard.*

**Key words:** monetary policy, financial crisis, financial sector, the quantitative easing programs.

*Fig.: 6. Tabl.: 1. Bibl.: 6.***JEL Classification:** E42, E50, E52

**Постановка проблеми.** Стимулювання економіки грошово-кредитними методами особливо активно розпочалося після розпаду Бретон-Вудської грошово-валютної системи у 1973 році. Цьому посприяло не лише безрезультативність кейнсіанських методів, які заганяли економіку в стагфляцію, а й відмова уряду США від своїх зобов'язань, які склалися після введення золотодевізного стандарту. Наступна світова валютна система – Ямайська – продукувала фіатні (фідуціарні) гроші, які забезпечуються лише авторитетом та гарантіями держави і не мають під собою традиційного забезпечення у вигляді дорогоцінних металів/ економічного потенціалу країни. Разом із домінуючою на той час монетаристською концепцією, яка була основою економічної політики багатьох держав та полягала в недопущенні дефляції, емісія фіатних грошей стала її [економічної політики] головним методом.

Інтервенції на вільному ринку та вплив на процентну ставку стали основними інструментами держави у стимулюванні економічної активності. Через центральний банк у багатьох розвинених країнах (США, Велика Британія, Японія) проводилася політика «дешевих грошей», яка полягала у поступовому зниженні процентних ставок та додатковій емісії грошей. До певного часу така політика була ефективною. Першою, хто по-

**ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ**

чав страждати від проведених монетарних заходів, стала економіка Японії, яка намагалася здешевлювати власну валюту з метою стимулювання експорту.

В останні 15 років спостерігається вичерпання можливостей до зниження рівня процентних ставок – так звана «пастка ліквідності», яка полягає в тому, що центральний банк не може знизити процентну ставку, тому що вона й так знаходиться на мінімально можливому рівні. Зважаючи на це, під час та після останньої фінансової кризи були випробувані відносно нові методи стимулювання економічної активності – програми кількісного пом'якшення (quantitative easing – QE). Не можна однозначно говорити, що подібні програми не проводилися в минулому, головною особливістю «недавніх» програм кількісного пом'якшення є офіційні заяви регуляторів про їх проведення.

Відповідно до офіційної теорії, попередньою метою програм кількісного пом'якшення є зниження рівня дохідності фінансових інструментів, передусім боргових, таким чином впливаючи на загальну дохідність на фінансовому ринку. Центральний банк, який має повноваження і можливості необмеженої емісії грошової маси, висуває додатковий попит на такі цінні папери, які емітуються економічними суб'єктами, у т. ч. державою та суб'єктами господарювання, зокрема банківськими установами. Як результат, останні отримують додаткові грошові засоби, які спрямовують на кредитування, здійснення інвестицій, державних програм тощо. Таким чином вдається стимулювати економічне зростання: збільшувати виробництво, знижувати безробіття, тримати відповідний рівень інфляції. Крім того, у ході таких програм підсилюється увага до більш дохідних фінансових інструментів, які не пов'язані з борговими відносинами, передусім, до акцій. Через канал корпоративного фінансування також відповідно до теорії може здійснюватися реалізація інвестицій. У загальному ці всі заходи і відповідний ланцюжок реакцій економічних агентів мають справити позитивний вплив на економіку.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Ідентифікація ефективності грошово-кредитної політики центробанків, основних інструментів та важелів її реалізації останніми роками є популярним та актуальним питанням серед вітчизняних та зарубіжних учених. Значну увагу зазначеній проблемі приділяли А. Гальчинський, В. Геєць, М. Савлук, А. Мороз, В. Стельмах, В. Міщенко, Р. Лисенко, С. Мисак, О. Дзюблюк, В. Корнєєв та інші.

**Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми.** Зважаючи на мінливість зовнішнього середовища та глобалізацію світової фінансової системи, актуалізується необхідність критичного визначення адекватності використовуваних інструментів грошово-кредитної політики в умовах загострення кризових явищ в економіці.

**Мета статті.** Головною метою цієї статті є обґрунтування необхідності відступу від сучасних інструментів грошово-кредитної політики, яку проводять центробанки провідних країн світу.

**Виклад основного матеріалу.** З погляду вчення австрійської школи економіки обидва методи: як і зниження процентної ставки, так і програми кількісного пом'якшення, спрямовані на одну мету – вплив на тимчасову перевагу економічних суб'єктів, тобто штучне зниження ринкової ставки доходності. Від проведення даних заходів слід очікувати, як доводить практика, розтрачання ресурсів, економічний бум та загальноекономічну циклічність. Беручи до уваги відносно невеликий проміжок часу, який пройшов від моменту здійснення таких монетарних програм, не вдається аналізувати прямі наслідки такої політики. Однак непрямі наслідки можемо спостерігати вже сьогодні. На основі статистичних даних спробуємо ідентифікувати їх серед поверхневих результатів кількісного пом'якшення, які можуть видаватися на перший погляд. Для прикладу використаємо економіку США, що відчули на собі проведення наймасштабніших офіційних програм «кількісного пом'якшення». Крім інших подібних заходів, після фінансової кризи 2007–2009 рр. вона пережила загалом три такі програми:

## ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ

1) грудень 2008 – березень 2010 рр. За цей час на фінансовий ринок було «влито» близько 1,7 трлн дол. США;

2) листопад 2010 – червень 2011 рр. на загальну суму 900 млрд дол. США;

3) вересень 2012 – грудень 2013 рр., під час якої центробанком скуповувалися цінні папери на суму від 40 до 85 млрд дол. США щомісячно (загалом близько 1,6 трлн дол. США).

Для визначення результатів програм спочатку проаналізуємо типові агреговані макроекономічні показники, тобто яким чином відреагувала економіка на різке вливання грошової маси (рис. 1 та рис. 2).

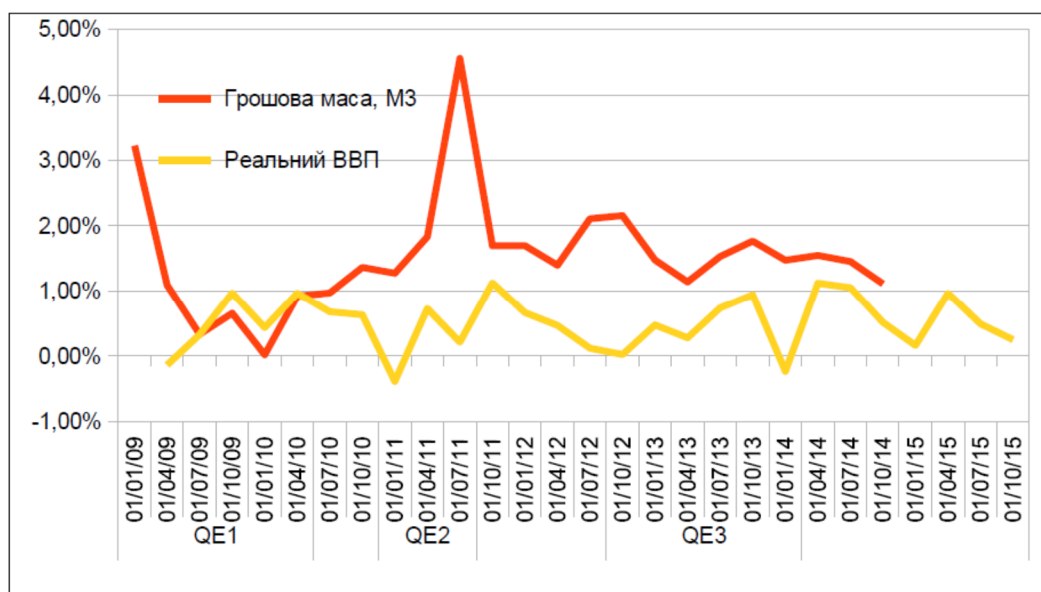


Рис. 1. Динаміка приросту грошової бази і реального ВВП (у доларах 2009 р.) США у 2009–2015 рр. (% до попереднього кварталу)

Джерело: [1].

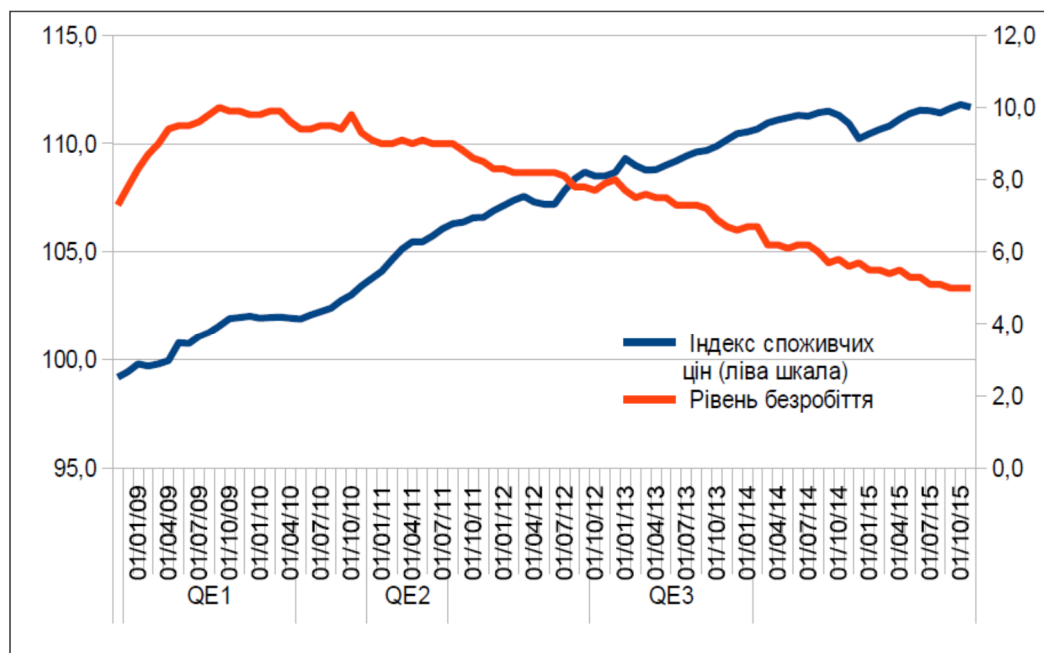


Рис. 2. Динаміка темпів інфляції та рівня безробіття у США у 2009–2015 рр.<sup>1</sup>

Джерело: [1].

<sup>1</sup> Під час розрахунку темпу інфляції грудень 2008 року приймається як 100.

## ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ

Одразу слід зазначити, що темпи приросту грошової маси в період проведення таких програм значно перевищували відповідні показники ВВП. Крім того, цікавим є той факт, що темпи приросту валового продукту підвищувалися в періоди безпосереднього вливання грошей, і зменшувалися в періоди їх припинення. Однак незважаючи на це, протягом всього періоду ВВП ріс додатнім темпами, а загальний приріст реального ВВП за 6 років становив 14,5 %. Доцільно також розглянути темпи приросту реального експорту товарів і послуг. За досліджуваній період цей показник становив 37,21 %, причому прослідковується тенденція, подібна до попереднього показника, коли найвищі темпи приросту збігаються з періодами активного проведення кількісного пом'якшення. Частково це можна пояснити і падінням курсу долара США в ці періоди, хоча загалом прослідковуємо тенденцію до його підвищення.

Цей період характеризується ще однією позитивною тенденцією – зниженням рівня безробіття: так з максимуму у вересні 2009 року – 10,0 %, спостерігаємо зниження до 5,1 % у вересні 2015. Загалом складається поверхневе враження про позитивний ефект від проведених монетарних програм. Хоча не маємо підстав стверджувати, що за інших рівних умов ми могли б отримати такий самий ефект. З такою ж впевненістю можемо стверджувати, що причиною економічного зростання став поступовий відхід економіки від кризових явищ.

На користь твердження про те, що програми кількісного пом'якшення не мали ніякого позитивного ефекту на нефінансовий сектор економіки може свідчити показник інфляції. За періоди проведених програм (грудень 2008 – грудень 2013 рр.) показник інфляції зріс на 10,5 в. п., тобто щорічна інфляція становила близько 2,0 %, що, власне, відповідає монетаристським рекомендаціям. Цей показник інфляції доцільно порівняти з обсягом емітованої грошової маси (рис. 3).

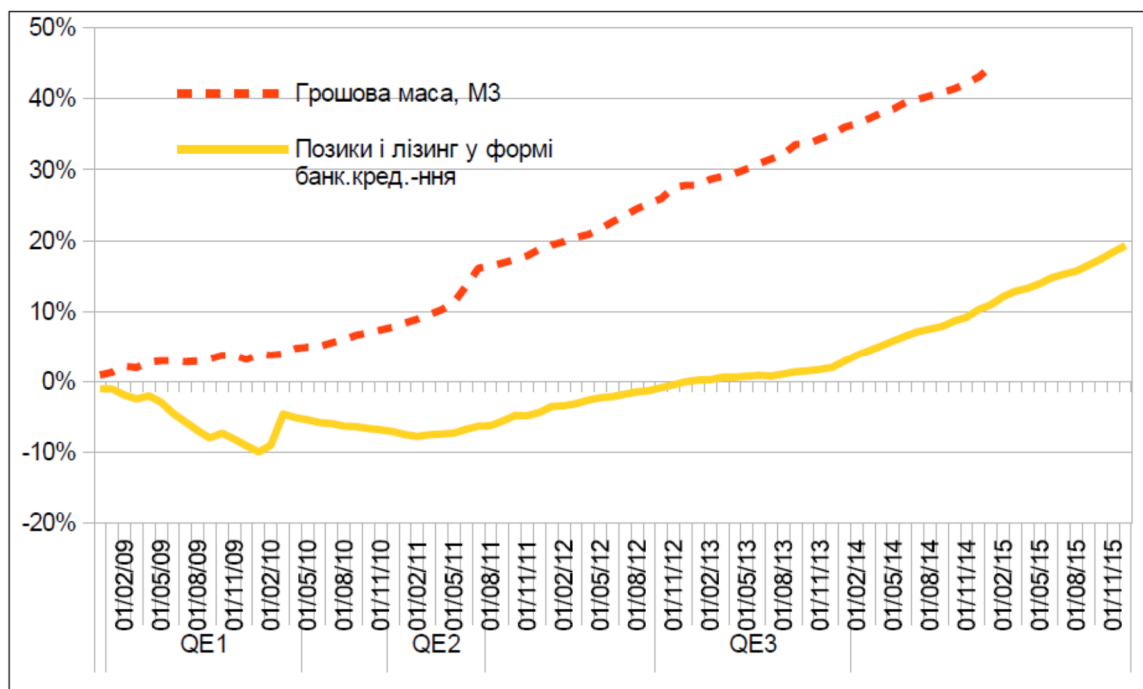


Рис. 3. Динаміка показника базового приросту грошової бази і банківського кредитування у США у 2009–2015 рр. (% до грудня 2008 р.)

Так, за період кінець 2008 – кінець 2013 рр. грошовий агрегат М3 зріс майже на 35,0 %, а якщо порівнювати з початком 2015 року – то на 44,56 %, що також може слугувати доказом проведення додаткових монетарних програм після їх офіційного завершення. Вливання в економіку додаткової третини від наявної грошової маси однозначно мало б привести

## ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ

до гіперінфляції, проте відповідно до статистичних даних ми спостерігаємо збалансовану інфляцію. Важливо також відзначити, що позитивні темпи зростання банківського кредитування ми спостерігаємо лише після завершення офіційних програм, тобто в кінці 2013 року. Під час проведення кількісного пом'якшення обсяги кредитування у порівнянні з кінцем 2008 року лише зменшувалися, що свідчить про те, що додаткова ліквідність, видана державою і центробанком, довгий час зберігалася в комерційних банках, очевидно з метою покриття бухгалтерських збитків, завданих кризою. Зниження обсягів кредитування також можна пояснити більш виваженим підходом комерційних банків до видачі нових кредитів. Зважаючи на вищевикладені міркування, стає очевидним, що новоемітована під час програм кількісного пом'якшення грошова маса не потрапила у реальний сектор економіки. Продовжуючи міркування далі, можна припустити, що додатковий обсяг емісії грошей або знаходиться в банківських установах, або був абсорбований іншими секторами фінансового ринку, або ж опинився за межами країни, що є малоімовірним, зважаючи на цілі програм. Найбільш вірогідним місцем прикладання додаткової грошової маси є фондовий ринок. Спробуємо перевірити цю гіпотезу на основі наявних статистичних даних. Для цього проаналізуємо, через які канали могла потрапити додаткова грошова маса в економіку.

Перший канал – через банківські кредити. Але, як вже було зазначено, обсяги банківського кредитування скорочувались, крім того, для великого американського корпоративного бізнесу не є характерним фінансування через банківське кредитування. Тому найбільш ймовірним каналом стало фінансування через емісію корпоративних облигацій. Підтвердженням цьому є те, що період проведення програм кількісного пом'якшення обсяги заборгованості нефінансового корпоративного сектору в США через випуск боргових зобов'язань зросла більше ніж на третину (35,80 %). Цілком логічно припустити, що як джерело фінансування нефінансові корпорації замість випущених облигацій використовували новоемітовані грошові кошти.

Продовжуючи міркування у тому ж руслі, необхідно зрозуміти, яким чином використовувалися кошти, отримані від боргової емісії. Однозначно, що найбільш доцільним варіантом є капітальні вкладення, оскільки вони дозволяють розширювати виробництво, що, власне, і приводить до зростання реального ВВП. Проте в реальності відбувається протилежне: темпи приросту реальних валових приватних внутрішніх інвестицій у США мають тенденцію до зниження. За останні 10 років приріст цього показника відбувся лише на рівні 7,15 %, а якщо порівнювати з докризовим рівнем (початок 2008 року) — на 13,4 % і станом на початок жовтня 2015 року він становив 2,85 трлн дол. США. Зважаючи на обсяги програм кількісного пом'якшення, найменш ймовірним видається те, що велика частина цих грошей спрямувалася на інвестиції та капітальні видатки. Якщо останнє припущення є правильним, то керівники компаній не були зацікавлені в отриманні стратегічних прибутків, а швидше орієнтувалися на тактичні цілі.

Вже доволі звичайною є практика прив'язки винагороди топ-менеджерів до ринкової вартості акцій компанії. Для того, щоб збільшити її ринкову ціну, часто використовується такий інструмент, як викуп акцій (buybacks). Суть цієї операції полягає в тому, що у випадку значної недооцінки вартості цінного папера, компанія здійснює викуп до моменту зростання потрібної величини капіталізації. Згодом у разі досягнення цієї мети раніше викуплені акції знову продавалися, а компанія отримувала додаткові грошові кошти. Однак це не єдиний позитивний ефект від цієї операції: часте проведення buybacks дозволяє підвищувати котирування власних цінних паперів, збільшувати прибуток на одну акцію, а також підвищувати їх ринкову ціну, тобто робити більш привабливими для інвесторів.

Маючи в розпорядженні необхідні статистичні дані, спробуємо довести, що саме новоемітовані під час програм кількісного пом'якшення додаткові грошові засоби дозволили активно проводити такі операції на фондовому ринку (рис. 4 та рис. 5).

## ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ

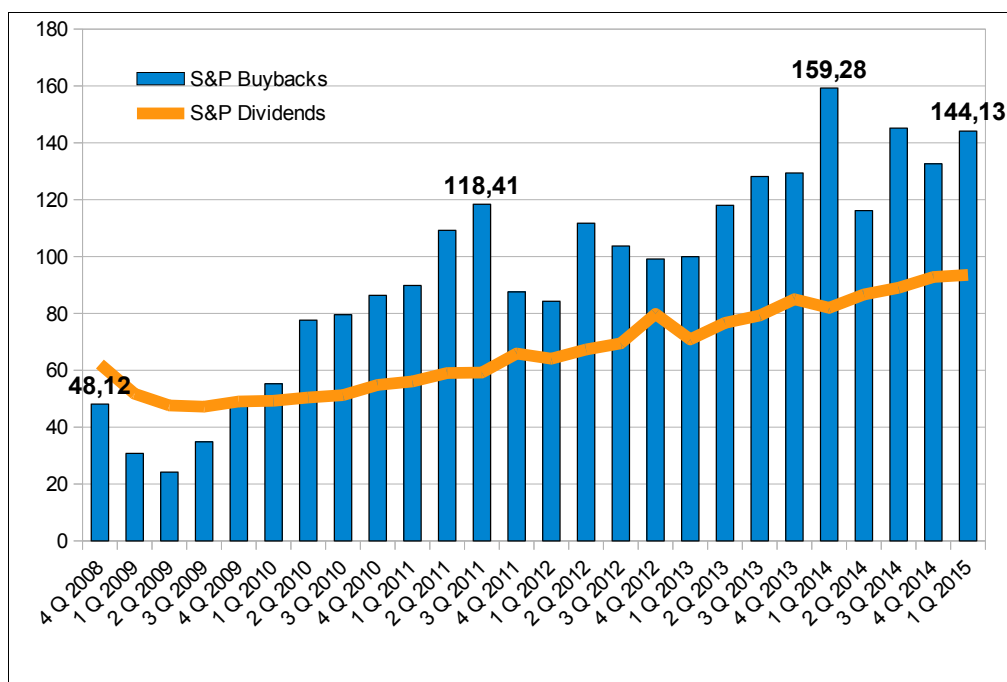


Рис. 4. Динаміка виплати дивідендів та здійснення викупів акцій американських корпорацій у 2009–2014 рр. (млрд дол. США)

Джерело: [2].

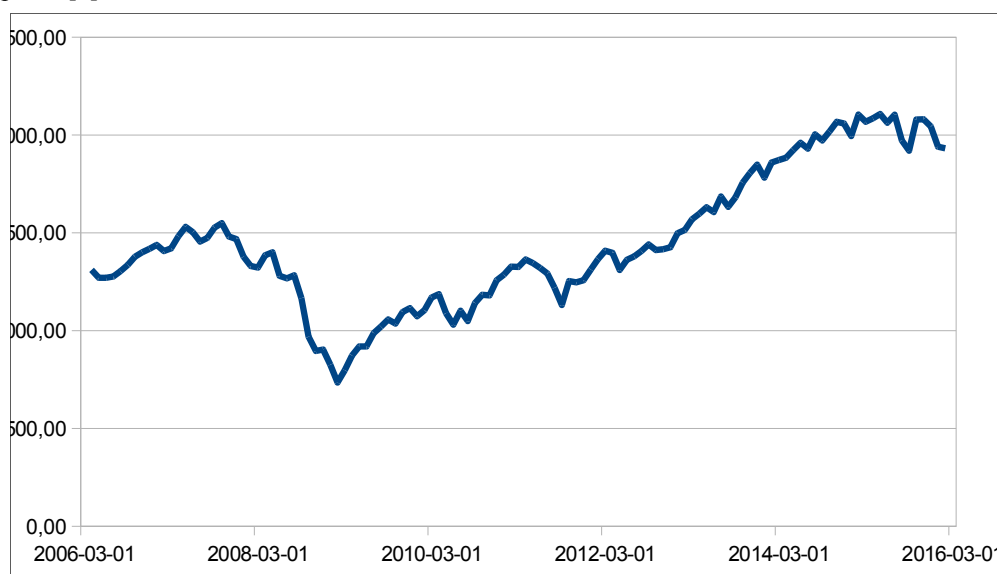


Рис. 5. Динаміка індексу S&P 500 за останні 10 років

Джерело: [1].

З рис. 4 прослідковується чітка тенденція до зростання обсягів операцій з викупу власних акцій після 2009 року. Починаючи від кінця 2008 року було здійснено операцій з викупу акцій на суму, близьку до 2,5 трлн дол. США, а середній темп квартального приросту за цей період становив 6,62 %. Загалом обсяг цих операцій за досліджуваний період зріс майже в 3 рази. Цікавим є той факт, що найбільш активними в операціях викупу є ІТ-компанії: станом на початок 2015 року майже 25,0 % викупів здійснювали саме ці компанії. Наступними ідуть фінансові компанії, корпорації із сектору охорони здоров'я та промислові корпорації.

Варто зазначити, що проведення активних операцій з викупу цінних паперів призвело до значного зростання індексу S&P 500. Так, за останні 10 років його значення зросло на

## ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ

47,43 % і станом на лютий 2016 року він становив 1932,23 пункти. Порівнюючи це значення з найменшим за період (лютий 2009), зростання можна охарактеризувати у 2,63 разу. Вищезазначене підтверджує раніше висунуту гіпотезу. Ще одним аргументом на її користь може слугувати динаміка іншого показника – виплати дивідендів. За цей же період обсяги їх виплати зросли більше ніж на половину (50,43 %), причому найбільші значення спостерігаються після завершення програм кількісного пом'якшення. Тенденція високих виплат дивідендів може йти всупереч з іншою тенденцією, яка спостерігається на нефінансовому секторі економіки США – зниження темпів приросту прибутків, яка особливо спостерігається з 2011 року. Єдиним раціональним поясненням цього є використання грошей, які надійшли в економіку через монетарні програми.

Як підсумок доцільно розглянути і проаналізувати динаміку процесів злиття і поглинання в економіці США, яка наведена на рис. 6.

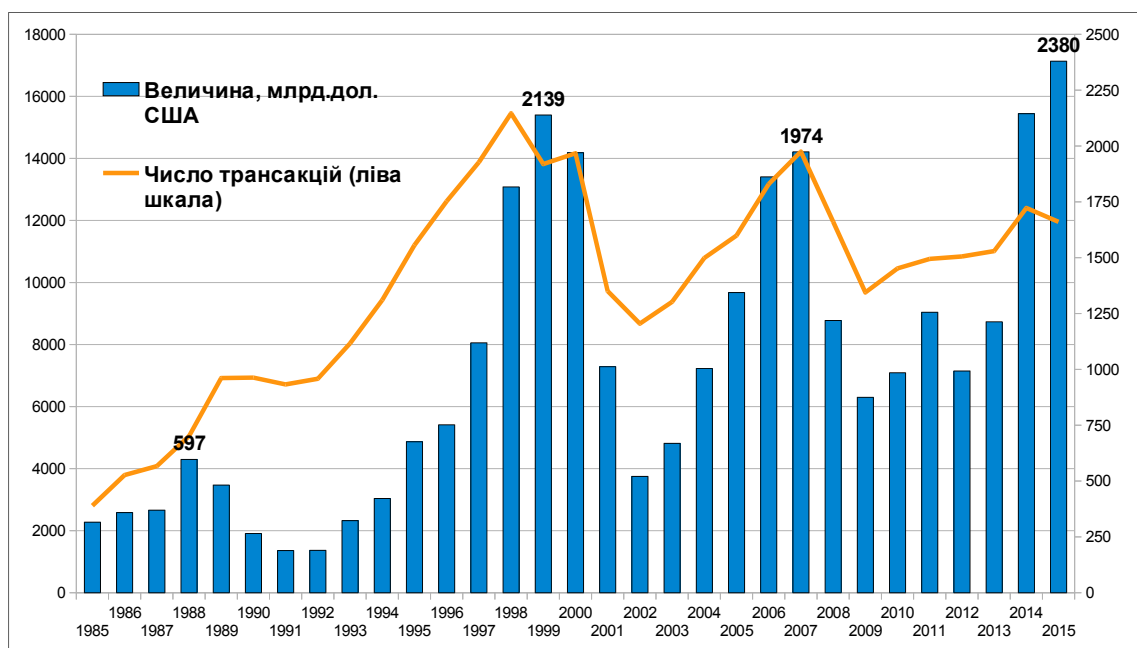


Рис. 6. Динаміка процесів злиття і поглинання корпорацій у США в 1985–2015 рр.

Джерело: [3]

Як видно з рис. 6, з 2009 року почала відновлюватися тенденція до зростання як кількості, так і вартості цих процесів. У 2014 та 2015 рр. вартість процесів поглинань та злиття корпорацій досягла свого історичного максимуму – 2380 млрд дол. США, перевищивши при цьому аналогічні показники в періоди фондових бумів у 1999 та 2007 рр. Загалом за 30 досліджуваних років вартість цих процесів зросла у 7,5 разу, лише за післякризовий період – у 2,72 разу. Враховуючи падіння темпів приросту прибутків та зниження капітального інвестування, найменш ймовірним є те, що подібні заходи фінансувалися з власних ресурсів. Знову ж таки, найбільш раціональним поясненням стає використання додаткової грошової маси, яка з'явилася у ході проведення монетарних програм ФРС.

Таким чином, вдалося обґрунтувати гіпотезу про те, що монетарні програми центрального банку на кшталт програм кількісного пом'якшення не здатні активізувати економічну діяльність та сприяти підвищенню темпів приросту валового продукту. Найбільш раціональним поясненням покращення стану агрегованих монетарних показників, які було розглянуті на початку, є відхід економіки від наслідків кризових явищ 2007–2009 рр. Очевидним залишається те, що головною метою центробанку у ході проведення подібних програм є швидше підтримання потрібного рівня інфляції, аніж стимулювання економіки, хоча, якщо брати до уваги тезис, що певний рівень інфляції стимулює економіч-

## ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ

них суб'єктів до інвестування, подібні дії не позбавлені сенсу. Проте в будь-якому випадку такі монетарні заходи приховують у собі небезпеку, їхній економічний вплив не до кінця вивчений економічною наукою. Видатний економіст Нуріель Рубіні виділяє 10 можливих проблем, пов'язаних з проведенням програм кількісного пом'якшення. Незважаючи на це, з 2015 року ЄЦБ також запустив масштабну програму кількісного пом'якшення, викуповуючи високорейтингові корпоративні та державні облигації з метою недопущення дефляційних ризиків у Єврозоні.

Наслідки такої програми спрогнозувати важко саме тому, що невідомо, який сектор економіки зможе абсорбувати новоemitовані гроші, адже фондовий ринок ЄС розвинений слабше, ніж у США. Гіпотеза про те, що гроші розповсюдяться по всій економіці рівномірно вже давно не має під собою підстав. Програми кількісного пом'якшення можна розглядати як один із підходів до управління кризовими явищами на фінансовому ринку – у ході їх проведення було надано великі обсяги ліквідності для системно важливих банківських установ. Проте залишається відкритим питання їх впливу на довгострокові тенденції в економіці. Згідно з підходом австрійської школи економіки такі дії мають неминуче призвести до загальноекономічного циклу.

З огляду на вищевикладене, вважаємо за недоцільне включати програми кількісного пом'якшення до списку методів антикризової політики на фінансовому ринку. Складність проблеми визначення та реалізації антикризових дій полягає в тому, що найбільш раціональне вирішення питання циклічності фінансового ринку пов'язане з політичними аспектами. Тому доцільно поділити заходи антикризової політики на два блоки. Перший вміщуватиме пропозиції, які з огляду на ті чи інші політичні обставини найбільш ймовірно не зможуть бути реалізовані у практичному житті. Однак саме їх реалізація здатна на найнижчому рівні попередити кризові явища на фінансовому ринку. Вони пропонують загальне переформатування сучасної світової фінансової системи. Це, передусім, пропозиції австрійської школи економіки. Другий буде вміщувати пропозиції, які можуть бути реалізовані в межах нинішньої економічної та політичної парадигм. Одразу доцільно зауважити, що їх реалізація не здатна попередити кризові явища, але можливо зменшити їх негативний вплив. Висунуті нами пропозиції вміщені в таблиці.

Таблиця

*Пропозиції щодо попередження та усунення наслідків кризових явищ на фінансовому ринку*

| <b>Перший блок</b>  | <b>Другий блок</b>  |
|---|---|
| 1. Відміна дозволу вільної емісії фіатних грошових засобів  | 1. Законодавчі обмеження щодо вільної емісії фіатних грошових засобів   |
| 2. Введення "вільних грошей" Гезеля, які б забезпечувалися золотим стандартом   | 2. Введення законодавчих обмежень щодо величини активів банківських та інших фінансових установ                       |
| 3. Свобода вибору грошової одиниці  | 3. Підвищення резервних вимог банківської діяльності.   |
| 4. Свобода повної банківської діяльності  | 4. Законодавче розмежування власне банківської (депозитно-кредитної) та інвестиційної діяльності банків               |
| 5. Зобов'язання учасників банківської системи дотримуватися традиційних принципів права, зокрема, повного забезпечення вкладів до запитання | 5. Економічна політика держави, що забезпечує конкурентоспроможність та диверсифікацію ризиків                        |
|   | 6. Пригнічення політики держави, спрямованої на кредитне стимулювання попиту  |
|   | 7. Введення попереджальних заходів, зокрема створення буферів капіталу (регіональні та національні антикризові фонди) |
|   | 8. Підсилення макропруденційного нагляду за станом фінансового ринку, зокрема банківської системи                     |
|   | 9. Переведення торгівлі ОТС-деривативами на біржову основу  |
|   | 10. Нагляд за діяльністю рейтингових агенцій  |



**ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ**

Перший теоретичний підхід до управління кризовими явищами на фінансовому ринку полягатиме в реалізації пропозицій австрійської школи економіки щодо припинення державного втручання в економіку, передусім ліквідації банківської діяльності з частковим резервуванням та центрального банку і введення золотого стандарту. Наведемо основні моменти запропонованої реформи [4].

*1. Свобода вибору грошової одиниці.* Реалізація запропонованого нововведення полягатиме у відміні монопольного права держави на випуск єдиного законного платіжного засобу та переведення такого права у приватні руки – банківські установи. Основним позитивним моментом існування золотого стандарту є те, що золото, кількість якого постійно перебуває в дефіциті, не дозволяє створювати незабезпечену товарами і послугами грошову масу, тобто є не тільки автоматичним попереджувальним заходом проти інфляції, але в сучасних економічних умовах формуватиме дефляцію грошей, оскільки товарна маса зростає швидшими темпами, ніж грошова. Незважаючи на це, історія свідчить, що навіть в умовах золотого стандарту державі вдавалося збільшувати грошову масу, що призводило до катастрофічних наслідків для економіки. Тому представники АШЕ обґрунтовують необхідність передання права емісії грошей банківським інститутам: золото слугуватиме тим інструментом, який перевірятиме банки на чесність ведення свого бізнесу. Кожен банк зможе випускати власну грошову одиницю, стабільність якої буде підтримуватися золотим забезпеченням та вимогами 100 % резервування вкладів. У ході еволюції економічних відносин будуть відібрані ті банківські валюти, які заручилися підтримкою і довірою економічних суб'єктів. Водночас існують небезпеки введення золотого стандарту, тому вважаємо, що ця пропозиція АШЕ має бути доповнена іншою – так званими «вільними грошима». У своїй книзі «Природний економічний порядок» [5] Сильвіо Гезель намагається обґрунтувати необхідність переходу до нового типу грошей – так званих «вільний грошей», грошей, на які накладається від'ємний відсоток. Автор, на відміну від представників АШЕ, зміг побачити негативну рису золотого стандарту – дефляція «золотої» грошової одиниці, що призведе до виведення грошей з обігу та, як наслідок, пригнічення економічної активності. Для того, щоб гроші завжди були в обігу та виконували свою головну функцію – засіб обміну, – Гезель пропонує надати їм таких самих характеристик, як і будь-якому іншому товару, а саме – здатність до втрати своєї початкової вартості, тобто псування. Відповідно до рекомендацій Гезеля таке нововведення дозволить «прирівняти у можливостях» загальний еквівалент – гроші та будь-який інший товар.

*2. Свобода повної банківської діяльності.* Представники АШЕ у комплексі інших реформ вимагають ліквідації банківського законодавства, інституту центрального банку, а також інших державних органів, що контролюють фінансову та банківську діяльність. З огляду на вищевикладене, така реформа є необхідною та обґрунтованою, оскільки наявні інститути регулювання банківської діяльності забезпечували життєздатність банківської системи в умовах часткового резервування. Єдиним нормами, якими мають керуватися у своїй діяльності банки, – це система загальноправових принципів, яка ґрунтується на дотриманні повного резерву на банківські вклади.

*3. Зобов'язання учасників банківської системи дотримуватися традиційних принципів права,* зокрема, повного забезпечення вкладів до запитання.

Другий блок пропозицій полягатиме у збереженні діючої системи, однак, в той же час, у створенні механізмів та методів попередження кризових явищ. Саме такий напрям обрала світова економічна спільнота. Після глобальної фінансової кризи 2008–2009 рр. нею усвідомлена необхідність внесення суттєвих змін у нагляд і регулювання фінансової сфери на глобальному рівні. У 2009–2010 роках, використовуючи досвід і напрацювання міжнародних фінансових інститутів (Рада з фінансової стабільності, Базельський комітет банківського нагляду, Міжнародна організація комісій з цінних па-

## ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ

перів, МВФ, ОЕСР, БМР та інші), були проведені саміти на чолі з G20, на яких були узгоджені основні принципи і напрямки реформи. В межах цих інститутів вже розроблені або розробляються уніфіковані стандарти регулювання фінансової сфери (щодо зміцнення стабільності банківських систем (Базель III), підвищення прозорості діяльності та регулювання «тіньової банківської системи» і ринку похідних цінних паперів тощо), які з певним коригуванням та пристосуванням до національних фінансових ринків імплементуються урядами держав, у тому числі країнами ЄС, які постраждали не тільки від кризи 2008–2009 рр., але і європейської кризи державних боргів.

Одним з найважливіших напрямків фінансової реформи, які були узгоджені на самітах G20 у 2009–2010 рр. — зміцнення стабільності банківської системи, яка опинилася в центрі глобальної кризи 2008-2009 рр. Саме для усунення цих недоліків була укладена нова угода – Базель III. Головними аспектами цієї угоди є реформа капіталу, ліквідності та зміни у сфері управління ризиками і ринкової дисципліни. Тобто головним методом попередження потенційних кризових явищ у банківській системі стало підвищення кількісних вимог щодо достатності капіталу та наявності ліквідних активів.

Такими, що реально можуть підвищити стійкість банківського сегмента, стали плани регуляторів фінансового ринку США щодо введення в дію заборони банкам на проведення спекулятивних операцій з деривативами – так зване «правило Волкера». Воно стало своєрідним відродженням норм закону Гласса-Стіголла, який діяв у США з років Великої депресії до 1999 року та передбачав розмежування власне банківської та інвестиційної діяльності. Такі дії викликали хвилю обурень серед представників фінансової еліти США, передусім власників великих інвестиційних банків з Уолл-Стріт, що призвело до затримки прийняття відповідного законодавства.

Достатньо результативним щодо регулювання фінансових ринків став досвід Європейського Союзу (ЄС): прийнято пакет нормативно-правових актів – CRD IV Package, що вміщує Директиву про вимоги щодо достатності капіталу і Регламент достатності капіталу [6]. Фактично ці законодавчі акти вводять нові кількісні та якісні вимоги і нормативи щодо достатності капіталу, його ліквідності, співвідношення позикового капіталу до власного тощо, які повинні бути єдиними для всіх країн ЄС. Крім того, планується створити єдиний збір правил (Single Rulebook) для всіх країн ЄС. Цей пакет поширюється на діяльність всіх комерційних, інвестиційних банків та компаній. При узгодженні цього пакета законодавчих актів між окремими країнами, а також національними регуляторними інститутами виникали розбіжності щодо певних положень і норм, через що прийняття пакета затрималося у часі, проте національні фінансові регулятори отримали більше свободи у своїх діях.

Пакет CRD IV не приймався незалежно, а у взаємодії з іншими директивами ЄС, які також були прийняті у світлі міжнародної реформи фінансового сектору економіки, а саме:

1. *Регламент щодо інфраструктури європейського ринку (EMIR)*. EMIR — головний законодавчий акт ЄС, який має забезпечити посилення регулювання і прозорість ринку деривативів. Регламент документа передбачає обов'язковий кліринг для фінансових стандартизованих угод з деривативами через центральних контрагентів; для позабіржових угод з похідними цінними паперами вимагається вище значення маржі й обов'язкове надання звітності про угоди в торгівлі депозитарії, також встановлюються жорсткі вимоги щодо оцінки ризиків. Крім того, документ передбачає вимоги до корпоративного управління, оцінки ризиків та публічній звітності самих центральних контрагентів і торгових депозитаріїв, як наслідок — більша прозорість операцій з деривативами, а також їх подорожчання, що зробить їх менш привабливими.

2. *Директива «Про ринок фінансових інструментів» (MIFID II)*, яка включає переглянуту Директиву MIFID і відповідний регламент, які були прийняті Радою і Парламе-

**ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ**

нтом Євросоюзу в 2012 році. Директива MIFID II відтепер поширює сферу своєї дії не тільки на багатосторонні торгові операції (Multilateral Trading Facilities) та організовані ринки, але й на так звані торговельні майданчики (Organised Trading Facilities), діяльність яких раніше не регулювалася. Одночасно посилюється регулювання операцій фінансових посередників з товарними деривативами, вводяться ліміти за категоріями учасників з метою жорсткішого контролю спекулятивних угод.

Окремим і дуже актуальним питанням стало регулювання діяльності рейтингових агентств. Нині саме ESMA відповідає за нагляд за рейтинговими агентствами. Документами Європейської комісії введена процедура реєстрації, яка дозволяє європейським регуляторам відслідковувати активність рейтингових агентств. Основна мета – уникнути наявних і можливих конфліктів між агентствами та об'єктами їх оцінювання.

Створення єдиної системи фінансового нагляду не змогло вирішити проблем банківської кризи і тісно з нею пов'язаної кризи державних боргів країн ЄС. Саме тому після проблем європейських банків весною 2012 року була озвучена ідея створення Банківського союзу, в якому вся банківська система ЄС мала б єдині правила нагляду та контролю в особі ЄЦБ. Незважаючи на те, що створення єдиного європейського Банківського союзу стикається з багатьма проблемами і суперечностями, реалізація ідеї уніфікації нагляду та контролю за банківською системою дозволить створити передумови недопущення чергових фінансових криз та швидкого реагування на наслідки їх протікання.

Проект створення ESRB і трьох регуляторів є безпрецедентним для ЄС. Розроблення ЄС нової системи фінансового регулювання виходить далеко за межі союзу. Спроба поширити регулювання на фінансові інститути, що активно діють в ЄС, але розміщуються за його межами, сприймається досить неоднозначно, особливо зі сторони США. Результативність такого підходу до вирішення світових фінансових проблем покаже час. Проте спроби світової спільноти створити стійку інтегровану систему фінансового контролю та нагляду свідчить не лише про бажання уникнути фінансових потрясінь у майбутньому, а про розуміння нею неминучості таких подій.

**Висновки.** Підсумовуючи, зазначимо, що монетарні програми «кількісного пом'якшення» не сприяють виходу економіки з кризового стану, а формують передумови до виникнення фондових бульбашок. Тому подібні програми не були включені до списку головних методів антикризової політики, які було розділено на два блоки: теоретичні пропозиції, що мають на меті переформатування діючої фінансової системи, передусім до них відносяться рекомендації австрійської школи економіки та пропозиції, що мають більшу ймовірність бути реалізованими, зважаючи на політичну та економічну парадигму. Деякі з них вже були реалізовані світовою фінансовою спільнотою, урядами держав та їх об'єднань або знаходяться на стадії впровадження. До таких належать:

- введення законодавчих обмежень щодо величини активів банківських та інших фінансових установ;
- підвищення резервних вимог банківської діяльності;
- законодавче розмежування власне банківської (депозитно-кредитної) та інвестиційної діяльності банків;
- економічна політика держави, що забезпечує конкурентоспроможність та диверсифікацію ризиків;
- пригнічення політики держави, спрямованої на кредитне стимулювання попиту;
- введення попереджальних заходів, зокрема створення буферів капіталу (регіональні та національні антикризові фонди);
- підсилення макропруденційного нагляду за станом фінансового ринку, зокрема банківської системи;
- переведення торгівлі OTC-деривативами на біржову основу.

**Список використаних джерел**

1. *Economic Research Federal Reserve Bank of st. Louis* [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://research.stlouisfed.org>.
2. *PR Newswire A UBM plc company. S&P 500 Q1 2015 Buybacks Rise 8.7% Over Q4 2014* [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.prnewswire.com/news-releases/sp-500-q1-2015-buybacks-rise-87-over-q4-2014-300104768.html>.
3. *IMMA. Mergers&Acquisitions – United States* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://docs.google.com/spreadsheets/d/1wuMYy3W9DyRhUSRkfJzaJQJ\\_Tv\\_LLpBvmJezXwtAkWm/pub?output=xlsx](https://docs.google.com/spreadsheets/d/1wuMYy3W9DyRhUSRkfJzaJQJ_Tv_LLpBvmJezXwtAkWm/pub?output=xlsx).
4. *Хесус У. С. Деньги, банковский кредит и экономические циклы / Уерта де Сото Хесус ; пер. с англ. под ред. А. В. Куряева. – Челябинск : Социум, 2008. – 663 с.*
5. *Гезель Сильвио. Естественный экономический порядок [Электронный ресурс] / Гезель Сильвио. – Режим доступа : <http://www.e-reading.club/book.php?book=142188>.*
6. *Худякова Л. С. Реформа регулирования финансового сектора в Европейском Союзе / Л. Худякова, Е. Сидорова // Деньги и кредит. – 2014. – № 4. – С. 28–34.*

**References**

1. *Economic Research Federal Reserve Bank of st. Louis*. Retrieved from <http://research.stlouisfed.org>.
2. *PR Newswire A UBM plc company. S&P 500 Q1 2015 Buybacks Rise 8.7% Over Q4 2014*. Retrieved from <http://www.prnewswire.com/news-releases/sp-500-q1-2015-buybacks-rise-87-over-q4-2014-300104768.html>.
3. *IMMA. Mergers&Acquisitions – United States*. Retrieved from [https://docs.google.com/spreadsheets/d/1wuMYy3W9DyRhUSRkfJzaJQJ\\_Tv\\_LLpBvmJezXwtAkWm/pub?output=xlsx](https://docs.google.com/spreadsheets/d/1wuMYy3W9DyRhUSRkfJzaJQJ_Tv_LLpBvmJezXwtAkWm/pub?output=xlsx).
4. Khesus, U.S. (2008). *Dengi bankovskii kredit i ekonomicheskie tsikly [Money, Bank Credit, and Economic Cycles]* (Kuriaeva, A.V., Trans.). Cheliabinsk: Sotsium (in Russian).
5. Gezel, Silvio. *Estestvennyi ekonomicheskii poriadok [Natural Economic Order]*. Retrieved from <http://www.e-reading.club/book.php?book=142188>.
6. Khudiakova, L., Sidorova, E. (2014). *Reforma regulirovaniia finansovogo sektora v Evropeiskom Soiuze [Regulatory reform in the EU financial sector]. Dengi i kredit – Money and Credit*, no. 4, pp. 28–34 (in Russian).

**Абакуменко Ольга Вікторівна** – доктор економічних наук, професор, професор кафедри фінансів, банківської справи та страхування, Чернігівський національний технологічний університет (вул. Шевченка, 95, м.Чернігів, 14027, Україна).

**Абакуменко Ольга Вікторівна** – доктор економічних наук, професор, професор кафедри фінансов, банківського дела и страхования, Черниговский национальный технологический университет (ул. Шевченко, 95, г. Чернигов, 14027, Украина).

**Abakumenko Olga** – Doctor of Economics, Professor, Professor of Department of Finance, Banking and Insurance, Chernihiv National University of Technology (95 Shevchenka Str., 14027 Chernihiv, Ukraine).

**E-mail:** abakumenko.olga@gmail.com

**Дорош Тарас Степанович** – студент, Чернігівський національний технологічний університет (вул. Шевченка, 95, м. Чернігів, 14027, Україна).

**Дорош Тарас Степанович** – студент, Черниговский национальный технологический университет (ул. Шевченко, 95, г. Чернигов, 14027, Украина).

**Dorosh Taras** – student, Chernihiv National University of Technology (95 Shevchenka Str., 14027 Chernihiv, Ukraine).

**E-mail:** dorosh.t@ukr.net