

## СТРУКТУРНІ АСПЕКТИ РОЗВИТКУ ЄВРОПЕЙСЬКОГО ФІНАНСОВОГО ПРОСТОРУ: КОМПАРАТИВНИЙ АНАЛІЗ УКРАЇНИ ТА ПОЛЬЩІ.

***Анотація.** В роботі представлені результати аналізу тенденцій розвитку структури фінансового ринку європейських країн, і зроблено висновки щодо формування різноспрямованих трендів посилення як банківського, так і фондового впливу в залежності від інституційних особливостей кожної конкретної країни. В статті обґрунтовано необхідність визначення структурних аспектів розвитку фінансового ринку України для формування основ усталеного посткризового економічного зростання в системі європейських економічних зв'язків. В цьому контексті проведено компаративний аналіз українського та польського фінансового простору; на цій основі визначено проблеми, що потребують нагального вирішення в українській системі фінансових координат, та доведено, що формування ефективної структури фінансового ринку України пов'язане з необхідністю збереження банківсько-орієнтованої моделі фінансування при чіткому розділенні фондової та банківської складових фінансового ринку.*

***Ключові слова:** структура фінансового ринку, банківська модель фінансування, фондова модель фінансування, компаративний аналіз, Україна, Польща.*

**Постановка проблеми.** В сучасному економічному дискурсі у зв'язку із кризовими тенденціями актуальним питанням є вплив структури фінансової системи на економічне зростання. Адже практика протікання локальних криз на ринках з різними моделями інвестиційного фінансування показує, що банки найчастіше допомагають пом'якшити шоки ендогенного нефінансового характеру і виступають певним буфером для реального сектора. У той же час у разі переважно фінансової кризи реакція банків часто непередбачувана, в деяких випадках падіння ВВП в країнах з банківською моделлю фінансування в три рази перевищує падіння ВВП в країнах з фондовою (ринковою) моделлю фінансування [1].

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Питання впливу структури фінансової системи на економічне зростання виникло ще сьогодні і вже достатньо давно дискутується в економічній теорії. Особлива увага приділяється:

- зв'язку між рівнем економічного розвитку і структурою фінансової системи;
- механізмам взаємодоповнення фондових ринків і банків;
- моменту, коли починаються зміни у механізмах взаємозв'язку розвитку фінансової системи і економічного зростання;
- ролі банків і фондових ринків в розвитку економічного циклу.

Так Бойд і Сміт, Левін і Зеворс [2] вважають, що як банки, так і фондовий ринок однаково позитивно впливають на зростання. Інші вважають, що проблема заростання більш глибока, і що фінансові ринки мають вторинний вплив на економічний розвиток. До цікавих висновків прийшли Е. Деміргук-Кант, Е. Фейсп, Р. Левін [2], які в своїх роботах показали, що по мірі зростання економіки обсяги виробництва стають менш чутливими до змін у банківському кредитуванні і ще менше чутливими – до змін у обсягах фондових операцій. Вони також доводять, що послуги, що надаються фінансовими посередниками, більш важливі на етапі становлення країни. Чекетті та Харойбі [3] досліджують, як розмір фінансової системи впливає на продуктивність, вони вважають що поки економіка не є високо розвинутою, але розвивається, більш сильна та розгалужена фінансова система йде рука об руку із високими темпами продуктивності праці, але падає таким момент, коли подальший розвиток фінансової системи призводить до зниження продуктивності. *Достатньо емпіричних підтверджень мають аргументи щодо впливу моделі інвестиційного фінансування в контексті рівня розвитку кожної конкретної країни, її інституційних особливостей (Е. Деміргук-Кант).*

**Постановка завдання.** Метою даної роботи є систематизація фінансово-структурних тенденцій, що розвиваються в європейському економічному просторі, та комплементарний

аналіз процесів, що розвиваються в українському та польському фінансово-інституційних середовищах як близьких за рівнем монетизації<sup>1</sup>.

**Результати.** Частіше фінансові системи сполучають різні механізми посередництва, в той час одна з них є завжди домінуючою. Про фінансову структуру країн свідчить співвідношення кредитних активів банківської системи та загального обсягу активів приватного сектору, що включає, крім кредитів, ще облігації та капіталізацію ринку акцій [1] (у відсотках). Вище значення цього показника означає більшу орієнтацію на банківське фінансування у визначеній країні.

Дослідження фінансової структури 41 країн світу протягом двох періодів [1], в 1990-ті та 2000-ні, свідчать про моделі фінансування в розвинутих країнах в принципі липаються незмінними, в США – менше 20% фінансового ринку належить банкам, в той час як в Австрії, Угорщині, Новій Зеландії – більше 60 %. Втім в країнах, що формують свої фінансові системи, співвідношення банківського та фондового впливу не є константним. *Причому, як правило, зростання фондового посередництва відбувається по мірі зростання ВВП на душу населення.* Західні дослідники (Аллен і Гейл [4], Бойд і Сміт [5]) пояснюють цей факт зростанням фінансової грамотності населення у зв'язку із зростанням доходів, що зумовлює більш активну участь населення у фінансових операціях – купівлю акцій, використання послуг пенсійних фондів, страхових компаній. Іншим фактором є те, що в розвинутих країнах з високим рівнем ВВП на душу населення ефективніші інститути, кращий захист прав власності, сильніша правова та судова системи. *Фінансова структура економіки є також відображенням галузевої структури та домінування певних підприємств.* Так, для сільського господарства важливий індивідуальний підхід до процесу отримання фінансових ресурсів в залежності від специфіки сільськогосподарського виробництва, тому банківська модель є більш прийнятною, рівно як і для будівництва, в якому наявними є активи, які можна передати в заставу. В той же час в країнах, де домінуючим є сектор послуг і паритетним є людський капітал, переважає фондова модель фінансування. Отже прийняття певної моделі кредитно-інвестиційного фінансування залежить значною мірою від виробничої та інституційної специфіки, немаловажну роль грає також *домінуючий розмір фірм*, адже мешкі фірми потребують саме банківського фінансування [1]. Також підтверджено емпірично, що *існує сильний зв'язок між правовою основою в країні та структурою і ефективністю фінансової системи.* Фінансування через фондовий ринок зазвичай більш прийнято у країнах загального права, в той час як для країн французького цивільного права більш характерним є фінансування через банківську систему. Більш розвинутими вважаються фінансові системи в країнах загального права [1]. Втім цікаво, що в самій Франції протягом 2000-х років поступово відбувається зниження впливу банків на кредитно-фінансові процеси, при цьому частка банківського кредитування в загальному обсязі фінансових активів знизилася з 50 до 45 % (див. рис.1). А в Великобританії – батьківщині загального права, – навпаки – відбувається просування у бік зростання впливу банків (див. рис.1). Отже вплив інституційного простору на фінансові процеси є неконстантним та гнучким, тому в цьому контексті треба спостерігати довгострокові тенденції.

*Аналіз розвитку банківського кредитування в різних країнах світу (на основі даних BIS), свідчить про різноспрямовані тенденції: для одних країн характерним є просування в бік фондової моделі, інші, навпаки, збільшують вплив банківського сектору в загальному кредитно-інвестиційному процесі.*

<sup>1</sup> Дослідження проводилося станом на 1 половину 2014 року; в умовах значного падіння ВВП в Україні на фоні зростання емісії показник монетизації не має достовірного змістовного навантаження в контексті дослідження ефективності монетарного та фінансового розвитку.

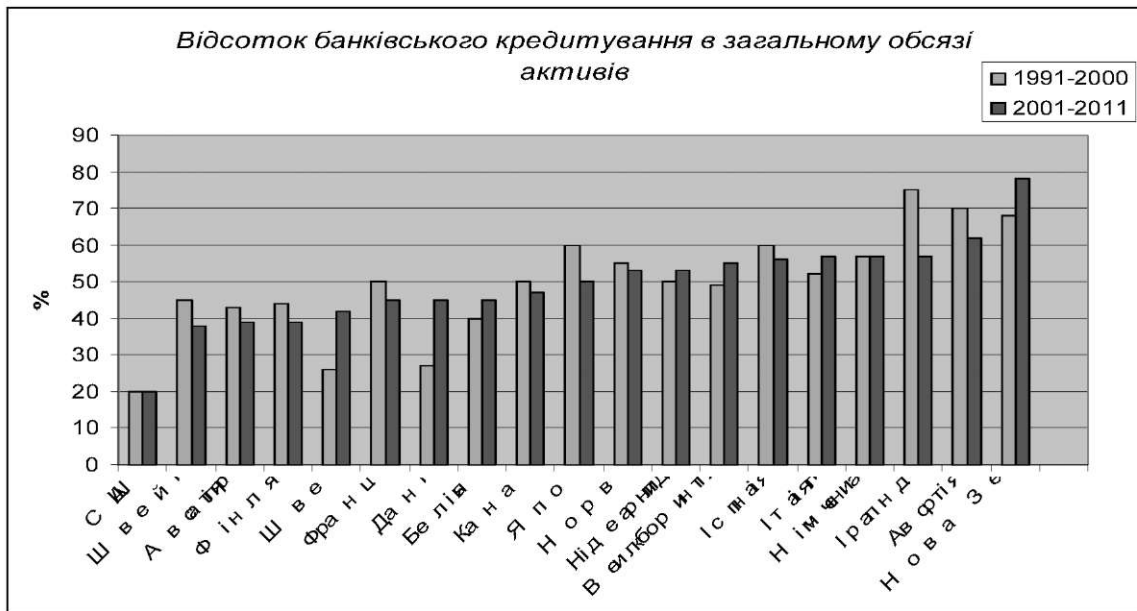


Рис. 1 Відсоток банківського кредитування в загальному обсязі активів в розвинутих країнах за періоди 1991-2000 і 2001 – 2011 рр.

Джерело: Leonardo Gambacorta, Jing Yang, Kostas Tsatsaronis. *Financial structure and growth // BIS Quarterly Review, March 2014*

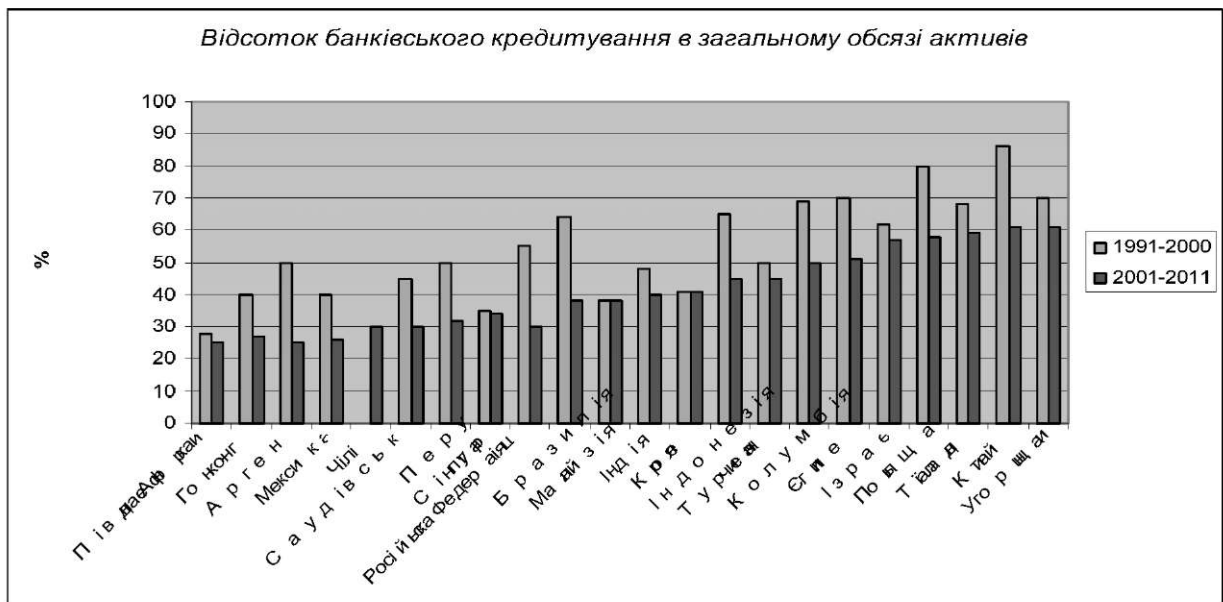


Рис. 2 Відсоток банківського кредитування в загальному обсязі активів в країнах, що розвиваються, за періоди 1991-2000 і 2001 – 2011 рр.

Джерело: Leonardo Gambacorta, Jing Yang, Kostas Tsatsaronis. *Financial structure and growth // BIS Quarterly Review, March 2014*

**Розвинуті країни (рис.1).** Країнами із найбільш сталою фінансово-інституційною структурою є США та Німеччина, в яких рівень впливу банківських установ на систему фінансування в країнах не змінився протягом двадцяти років і становить 20 % та 57 % відповідно. Загалом, достатньо помітною сьогодні є тенденція до зменшення банківського фінансування в загальному кредитно-інвестиційному процесі, причому ця тенденція характерна як для Європи (Швейцарія, Фінляндія, Франція, Норвегія, Іспанія, Ірландія, Австрія), так і для Канади, Японії та Австралії.

Наряду з цим, є країни, що в 90-х роках демонстрували невисокий рівень банківського кредитування в загальному обсязі активів, а в 2000-х значно збільшили цей показник: Швеція з 26 % до 42%, Данія з 27 % до 45 %. В Новій Зеландії, в якій цей показник завжди був високим, тривало збільшення з 68 % до 78%. Незначне збільшення показали країни, для яких характерним є паритетний розвиток як банківської, так і фондової складової – Італія (з 52 % до 57 %), Великобританія (з 49 % до 55 %). Відбулося також зростання в Бельгії (з 40% до 45%), Нідерландах (з 50% до 53%).

Загалом на сьогодні банківське кредитування є домінуючим серед джерел фінансування в таких країнах: Японія (50%), Нідерланди (53%), Норвегія (53%), Великобританія (55%), Іспанія (56%), Італія (57%), Ірландія (57%), Німеччина (57%), Австралія (62%), Нова Зеландія (78%).

**Країни, що розвиваються (рис.2)**. Серед країн, що розвиваються, стали фінансово-інституційну структуру демонструють Малайзія (38% і в 1990-х і в 2000-х рр.), Корея (41 %), Сінгапур (35% в 1990-х рр., 34% в 2000-х). Найбільш активно в бік фондової моделі просуваються такі країни, як Аргентина, Росія, Бразилія, Китай, Польща, Індонезія (зміни більше, чим на 20%), причому для одних країн цієї групи характерним сьогодні є сильний вплив банківської складової: Китай – 61%, Польща – 58%, в інших банківське кредитування займає менше 50% активів приватного сектору: Індонезія – 45%, Бразилія – 38%, Росія – 30%, Аргентина – 25%. В сучасних умовах найбільший фінансово-кредитний вплив банків спостерігається в таких країнах: Колумбія (50%), Єгипет (51%), Ізраїль (57%), Польща (58%), Таїланд (59%), Китай (61%), Угорщина (61%).

Якщо для аналізу виділити тільки європейський фінансово-інституційний простір, то тут ми спостерігаємо наступні тенденції (рис.3).

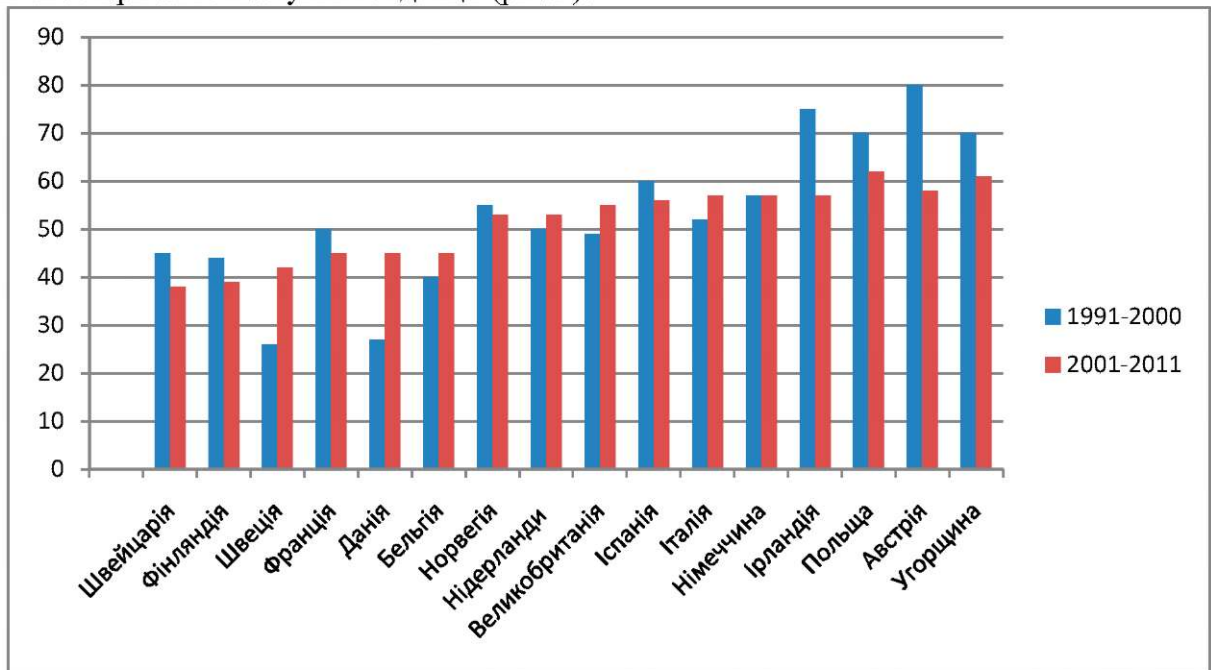


Рис. 3 Відсоток банківського кредитування в загальному обсязі активів в європейських країнах за періоди 1991-2000 і 2001 – 2011 рр.

Джерело: Leonardo Gambacorta, Jing Yang, Kostas Tsatsaronis. *Financial structure and growth // BIS Quarterly Review, March 2014*

Для більшості європейських країн, що аналізуються BIS, банки домінують в якості кредитно-інвестиційного джерела (50% у 10 країн), у всіх інших країн показник вище 38 %. При цьому в Швеції, Данії, Бельгії, Нідерландах, Великобританії, Італії відбулося зростання впливу банківського сектору, а в Фінляндії, Швейцарії, Франції, Норвегії, Іспанії, Ірландії, Польщі, Австрії, Угорщині протягом 1990-х і 2000-х тривало зменшення впливу кредитуван-

ня в сукупному обсязі інвестиційних процесів. Таким чином, незважаючи на сучасне домінування банків, в європейському фінансово-інституційному просторі в певних країнах набирає обертів фондове фінансування. В той же час, як було показано вище, країни, для яких в 90-х роках характерним був невисокий рівень банківського кредитування в загальному обсязі активів, в 2000-х значно його збільшили: Швеція з 26 % до 42%, Данія з 27 % до 45 %, збільшення впливу банків показали також країни, для яких характерним є паритетний розвиток як банківської, так і фондової складової – Італія (з 52 % до 57 %), Великобританія (з 49 % до 55 %). Відбулося також зростання в Бельгії (з 40% до 45%), Нідерландах (з 50% до 53%).

Більше всього зросла частка банків в загальному кредитно-інвестиційному процесі в Данії (на 18%) та Швеції (на 16%), причому, якщо ми подивимося на оцінки інституційної ефективності за методикою Світового банку Worldwide Governance Indicators [6], то побачимо, що ці країни практично за всіма показниками (захист прав громадян та підзвітність держави, ефективність державного управління, якість регуляторної політики і т.п.) знаходяться серед лідерів європейської інституційної ефективності. Інакше кажучи в цих країнах стабільно працюючі інститути створюють основу усталеності фінансово-економічного середовища, і саме в таких умовах триває перерозподіл ресурсів в бік банківського інвестиційного фінансування. В той же час Австрія також є країною високої інституційної ефективності, втім за 2000-ті вплив банків в Австрії знизився на 22 %. Таким чином, в європейському фінансово-інституційному просторі тривають різноспрямовані тенденції посилення як банківського, так і фондового впливу в залежності від структурних та інституційних особливостей кожної конкретної країни. *Втім, скоріше за все, в умовах посилення вимог до банківської діяльності у зв'язку із імплементацією принципів Базель III та формуванням Банківського союзу [7] банківським установам буде складніше конкурувати із фондовим простором, тому поступово домінування буде на боці фондового фінансування.*

В сучасних умовах, коли можливою перспективою розвитку України є поступове входження в європейський фінансово-інституційний простір, важливим моментом є об'єднання структурних аспектів розвитку фінансового ринку для формування основ усталеного посткризового економічного зростання в системі європейських економічних зв'язків. В цьому контексті проведемо компаративний аналіз українського та польського фінансового простору як близького за рівнем монетизації, оскільки в українській монетарній практиці доречно було б враховувати фінансовий досвід пост-трансформаційних країн, що досягли ефективного фінансово-економічного та фінансово-інституційного розвитку.

Загальноекономічний розвиток в Польщі характеризується такими основними аспектами (см. дані таблиці 1). Зростання показника ВВП на душу населення коливається в межах 7% в кінці 90-х – 1,8 % в 2012 році, динаміку зростання не можна назвати стабільною, втім важливо, що навіть в період кризи Польща демонструвала позитивні значення індексу. При цьому показник кінцевого споживання домогосподарств на душу населення різними темпами, але постійно зростає, навіть в 2008-2012 рр. Валове нагромадження капіталу знаходиться на рівні 20,66 % ВВП і відповідає структурі економіки, в якій на сьогодні 65% ВВП приходить на сферу послуг, в 90-ті -2000-ні цей показник коливався в межах 18-25%. Важливим моментом загальної економічної усталеності є також монетарна стабільність, досягнута в середині 2000-х після достатньо високих показників інфляції в кінці 90-х (в 1997 році дефлятор ВВП був на рівні 13,92%, в 2012 році – 2,5%). Останні дані свідчать про зваженість боргової політики в Польщі: показник зростання фінансових вимог до уряду як % «широких грошей» після істотного зростання в 2008 році в результаті кризових тенденцій (9%), в 2012 році зменшився на 1,3%, а в періоди стабільності на початку 2000-х ніколи не перевищував 4,5%. Істотною складовою загальноекономічної стабільності є також помірні показники прямих іноземних інвестицій в ВВП, які в передкризовий період досягли свого максимуму: 6% ВВП, а в 2012 році були на рівні 1,36%, тобто вони знаходяться на достатньому і стратегічно не дестабілізуючому рівні.

Фінансовий ринок в Польщі прийнято вважати активно зростаючим, крім того слід підкреслити, що він є і відносно усталеним (кризове падіння ринку акцій триває не більше одного року, банківське кредитування зростало практично до 2011 року, – в 2012 відбулося незначне падіння) і в досить ефективному комплементарному зв'язку із реальним сектором: як

відмічають дослідники, бурхливому зростанню економіки Республіки Польща в передкризові роки значною мірою сприяв саме активний розвиток фінапсових ринків [8], – в цьому контексті важливо, що в умовах загальноєвропейської рецесії Польща і в 2011 – 2012 рр. демонструвала незначне, але все ж таки зростання. (див. дані таблиці 1).

Головними складовими фінапсової системи Польщі є: ринок боргових паперів; ринок готівкових коштів; ринок акцій (фондовий ринок); позабіржовий ринок. Ринок боргових паперів відрізняє те, що уряд Республіки Польща постійно проводить емісії різних фінансових інструментів, що призводить до його постійного зростання. Разом з цим збільшується вартість самої емісії боргових паперів підприємств. Банки-посередники, які працюють на цьому ринку, надають емітентам можливість отримати грошові кошти прямо на фінапсовому ринку, а інвестори отримують можливість придбати прибуткові активи. Збільшується також кількість муніципальних емісій. Інвесторів залучають на ринку боргових паперів Польщі не тільки вітчизняні облігації, але і свробоблігації. *В той же час слід відмітити, що ринок боргових цінних паперів розвивається в умовах досить помірних значень показника вимог до уряду в ВВП (см. дані таблиці 1), тому розвиток цього сегменту не призводить до економічних викривлень в країні.*

На ринку готівкових коштів (грошовому ринку) також активно працюють як місцевий, так і іноземний банківські капітали. На цьому інвестори можуть придбати державні облігації Національного банку Польщі, а також депозитні сертифікати місцевих банків і короткострокові боргові папери великих польських компаній.

Ринок акцій (фондовий ринок) у Польщі – один із пайбільших зростаючих ринків. Загальний обсяг операцій на фондовому ринку Польщі в передкризовому 2007 р. склав 1186 млрд. злотих, з якого 57% – операції ринку ф'ючерсних контрактів, 40,5% – операції на ринку акцій, 2,3% – операції з опціонами, 0,2% – операції на ринку облігацій. Також слід відмітити, що навіть в кризовий період Варшавська фондова біржа займає передове місце серед європейських бірж за кількістю дебютів. 2012 вона також завершила на першому місці в цій категорії серед європейських майданчиків. Позицію лідера ВФБ завоювала за рахунок 105 дебютів на обох ринках акцій IPO, що відбулися в Варшаві і становили 40% всіх дебютів 2012 року в Європі. Загальна вартість випусків дозволила ВФБ зайняти 5-е місце серед бірж, що функціонують на розвинутих ринках [9]. *Втім, якщо ми подивимося на відносні показники розвитку фондової складової в Польщі, то побачимо досить помірні показники, рівень капіталізації в ВВП досяг свого максимуму в 2007 році – 48% ВВП, після чого тривала кризова динаміка і в 2012 показник був на рівні – 36% ВВП. (см. дані таблиці 1)*

Загалом, характеризуючи фінансовий простір Польщі, слід відмітити, що операційна активність фінансових посередників ніколи не перевищувала монетизації, що сформувало певну усталеність фінансово-інвестиційного простору (рис.4). При цьому капіталізація ринку акцій досягла рівня монетизації в 2007 року, після чого кризові тенденції знов повернули на рівень, менший за монетизацію. Що стосується банківської активності, то для неї характерна досить зважена кредитна політика, при цьому рівень банківського кредитування в ВВП був завжди на кілька відсотків меншим за монетизацію і не перевищував 55% ВВП (рис.4). Зважена кредитна політика в Польщі підтверджується досить низькими показниками кредитів, що не обслуговуються, хоча в той же час цей показник явлю збільшується в умовах кризи і певним чином стабілізується в останні роки: 2008 – 2,8% від загального обсягу виданих кредитів, 2009 – 4,3%, 2010 – 4,9%, 2011 – 4,7%, 2012 – 5,2%, 2013 – 5,2%.

Ефективна кредитна політика характеризується тим, що на фоні високих, порівняно з іншими європейськими країнами, процентних ставок по кредитах<sup>1</sup>, їх рівень в ВВП практично не падає, що означає прийнятність ставок по відношенню до попиту на кредити.

<sup>1</sup> Як свідчать дані Євростата, в 2014 році, як і в 2013, в Польщі зберігаються одні з найвищих 3-х місячних процентних ставок (2,72%), в той час як загалом в Єврозоні ставки на рівні 0,33%, Данії – 0,31 %, в Чехії – 0,37, Хорватії – 0,83%, Швеції, – 0,91, Великобританії – 0,53%, в США – 0,23, в Японії – 0,14%.

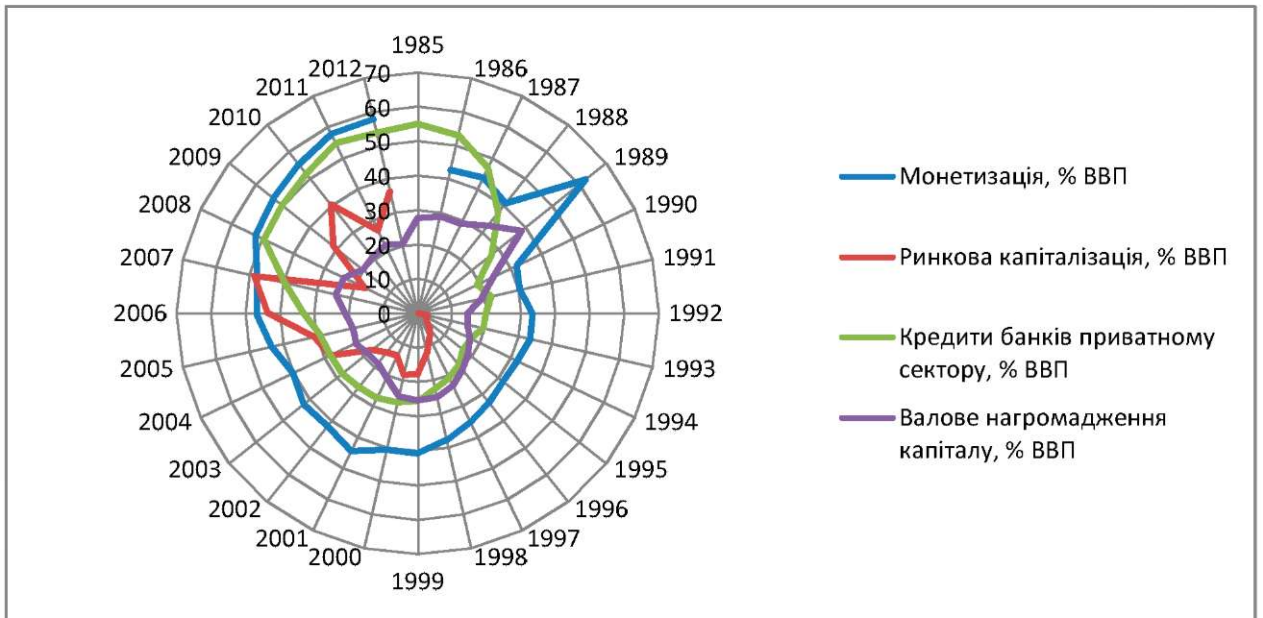


Рис. 4. Співвідношення фінансового сектору та реальних економічних процесів в Польщі за період 1985-2012 рр.

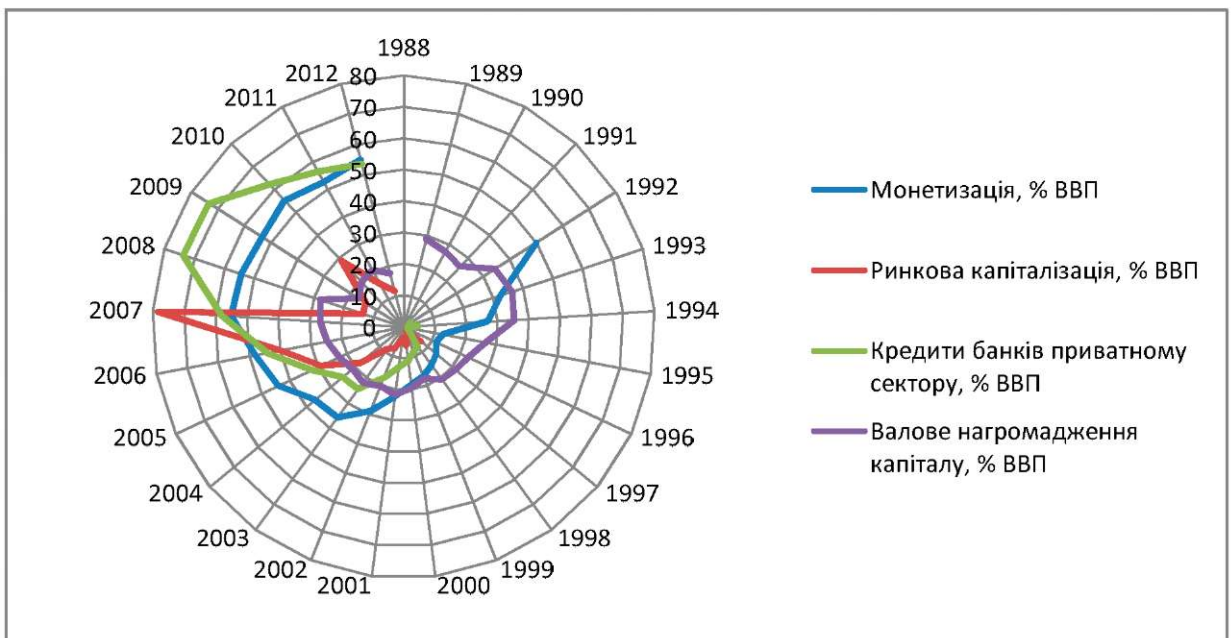


Рис. 5. Співвідношення фінансового сектору та реальних економічних процесів в Україні за період 1985-2012 рр.

Таблиця 1

**Окремі показники фінансово-економічного розвитку Польщі в 1997-2012 рр.**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Монетизація, % ВВП	35,11881	37,70208	40,69941	40,60334	44,43624	41,98616	42,42629	40,21144	43,50525	46,9258	47,82156	52,36352	53,71374	55,42878	57,8798	57,87983
Ринкова капіталізація, % ВВП	7,721733	11,8339	17,62604	18,26258	13,66265	14,50694	17,1423	28,12923	30,88832	43,62519	48,74474	17,04328	31,39281	40,49819	26,80922	36,28657
Кредити банків приватному сектору, % ВВП	20,81959	22,54906	25,51163	26,56704	27,26848	27,43194	28,06722	28,13665	28,92662	33,28403	39,43642	49,63213	50,38895	51,90736	54,81239	53,77261
Валове нагромадження капіталу, % ВВП	23,42938	25,06149	25,25943	24,84974	20,77097	18,62381	18,74244	20,06862	19,26621	21,0524	24,44531	23,90012	20,34712	20,99763	22,05812	20,66178
Щорічне зростання валового нагромадження капіталу, %	21,01831	13,64705	5,964341	3,878703	-13,399	-7,19231	3,290435	14,72271	1,418547	16,12552	24,2846	3,953319	-11,5067	9,079591	11,29776	-3,36882
Щорічне зростання кінцевого споживання домогосподарств на душу населення, %	7,179644	5,026729	5,753834	3,678734	2,792463	3,49608	2,161183	4,724242	2,084602	5,052755	4,98674	5,737929	1,9489	3,158992	1,72038	0,827837
Сфера послуг, ВДВ, % ВВП	60,00672	61,19033	62,04448	63,33461	65,43527	66,79565	66,04667	64,1405	64,76189	64,60294	64,03508	64,72768	64,61153	64,82867		
Щорічне зростання ВВП на душу населення, %	7,01621	4,944106	4,532877	4,819726	1,749538	1,490498	3,937286	5,406458	3,662598	6,294825	6,843279	5,112214	1,531176	3,98349	3,502759	1,813718
Дефлятор ВВП, %	13,92264	11,06712	5,986422	7,252123	3,479658	2,245905	0,394	4,088735	2,643377	1,483337	3,955981	3,107788	3,749367	1,239703	3,27538	2,529159
Прямі іноземні інвестиції, чисті вхідні потоки, % ВВП	3,123055	3,681286	4,332494	5,454934	3,000722	2,084475	2,116689	5,03068	3,636247	6,297891	6,012628	2,839079	3,338924	3,634801	3,365933	1,368122
Фінансові вимоги до уряду, щорічне зростання % «широких грошей»	5,218939	3,436283	1,951631	-5,80146	4,59779	0,070948	2,087122	3,6283	-1,05038	2,161585	-2,47453	9,058454	2,513396	2,259812	0,929577	-1,32067
Фінансові вимоги до уряду, % ВВП	11,29795	10,72446	10,34493	7,13979	8,600127	8,321926	8,821007	9,448395	8,486609	8,74465	6,831348	10,2988	11,01885	11,61024	11,24043	10,03514

Джерело: Офіційний сайт Світового банку WDI.



Дефлятор ВВП, %	18,0738	12,01202	27,39992	23,11594	9,947186	5,121842	8,220603	15,15565	24,55229	14,87825	22,75261	28,58347	13,07361	13,75042	14,33153	7,987061
Фінансові вимоги до уряду, % ВВП	8,68262	15,2119	15,15328	11,3981	9,476089	8,514102	5,962242	4,206102	-1,30684	-1,24177	-0,48974	2,543438	8,011054	10,60362	11,24013	13,09593
Фінансові вимоги до уряду, щорічне зростання % «широких грошей»	22,77036	59,80341	26,74115	-1,74448	-0,11238	-0,26999	-5,04538	-1,49358	-16,1369	-0,5091	1,236243	6,895151	9,400831	8,40292	5,251431	5,388976
Щорічне зростання ВВП на душу населення	-2,11217	-1,01931	0,745472	6,971369	10,30354	6,25056	10,29132	12,93366	3,45534	8,027905	8,545879	2,855418	-14,4209	4,614795	5,578854	0,4479
Сфера послуг, ВДВ, % ВВП	50,4817	49,63205	47,21339	46,60063	48,92903	50,84446	53,3118	52,1952	57,25504	55,19833	55,80537	58,47914	62,12791	60,38979	60,07931	60,93055
Щорічне зростання кінцевого споживання домогосподарств на душу населення, %	0,65012	2,588015	-1,12403	3,425612	10,15079	10,21097	13,26449	13,0277	20,21476	16,68625	17,80095	13,71405	-14,5214	7,425941	16,11667	11,97635
Щорічне зростання валового нагромадження капіталу, %	2,066181	2,624621	0,099997	12,1	23,45659	-1,5	11,9	4,960613	-2,37231	19,47945	26,48307	1,8	-57,4	14,4	21,9	-12,9
Валове нагромадження капіталу, % ВВП	21,44594	20,81721	17,51295	19,63015	21,76404	20,1488	21,9702	21,13424	22,58479	24,76142	26,65363	27,93959	17,05982	19,56467	20,69759	17,64497
Кредити банків приватному сектору, % ВВП	2,419664	7,72183	8,468093	11,06387	13,01674	17,64075	24,53519	25,1255	32,16359	44,32901	58,14202	73,83121	73,38918	62,38174	56,46616	53,64143

Джерело: Офіційний сайт Світового банку WDI.

Якщо ми охарактеризуємо фінансовий простір України в контексті компаративного аналізу українського та польського фінансового середовища, то побачимо, що баланс певної усталеності, сформований ефективним взаємозв'язком монетарного та загально фінансового середовища польської економіки підтримується в тому числі і співвідношенням обсягів кредитування, фондкових операцій та монетизації (показники банківського кредитування в ВВП та капіталізації в ВВП не перевищують монетизації). В Україні такого балансу не спостерігається, розвиток фінансового простору значно динамічніший за показники Польщі: в 2006-2007 роках відбувається зростання капіталізації з 39% ВВП до 78% після чого в 2008 році показник склав 13%. До речі, ринкова капіталізації в Польщі ніколи не перевищувала 48% ВВП. (см. дані таблиці 1).

В передкризовий період та період активного розгортання глобальних кризових тенденцій кредитна політика банків була явно агресивною (2006-2009 рр.) і показник кредитування в ВВП був на рівні 44%, 58%, 73%, 73% відповідно. (В Польщі максимальне значення показника було на рівні 54,9% (2011 р.)). Тому на сьогодні базовою проблемою української банківської системи є «погані кредити», що за останніми даними сягнули 30% [10] За даними Світового банку в 2013 році показник «кредити, що не обслуговуються» був на рівні 12,9 % від загального обсягу виданих кредитів [11].

Важливим моментом є також вартість кредитних ресурсів в Україні, яка на сьогоднішній день навіть з врахуванням інфляційних тенденцій (дефлятор ВВП в Україні в 2012 році був на рівні 7,98 %, в Польщі – 2,62 %) є набагато вищою, ніж в Польщі – по різних кредитним позиціям – в 2-3 рази [12]. Ця проблема буде однозначно посилюватися у зв'язку із тенденціями концентрації банківського капіталу в Україні (60% активів належать 18 банкам) на фоні закриття банківських установ.

Якщо ми повернемося до питання про ефективну фінансово-інституційну структуру економіки, то побачимо, що найбільші показники зростання ВВП на душу населення в Польщі (6,29% в 2006 році та 6,84% в 2007 році) спостерігалися на фоні такого співвідношення банківської та фондкової складових фінансування в ВВП: 2006 р., – кредити банків приватному сектору 39,43 % ВВП, капіталізація в ВВП 43,62 % ВВП, 2007 р. – кредити банків приватному сектору 33,28 % ВВП, капіталізація в ВВП 48,74 % ВВП. Умови кризи демонструють перерозподіл домінування в бік банківської складової фінансування, яке, до речі, є ефективним в контексті економічного зростання на фоні загальноєвропейської рецесії (див. дані таблиці 1).

Якщо ми подивимося на співвідношення показників зростання ВВП на душу населення та кредитів і капіталізації в ВВП в Україні, то побачимо, що максимального значення зростання ВВП на душу населення досягло в 2004 році, коли показник кредитування приватного сектору був на рівні 25,12 % ВВП, капіталізація в ВВП – 18,15% (Таблиця 2). Порівнюючи ці показники із показниками співвідношення максимальної загальноєкономічної ефективності та участі в цих процесах кредитної та фондкової складової, ми бачимо, що в Україні реальний сектор економіки на початку 2000-х років мав значно більше ендогенних ресурсів для зростання (без зовнішнього фінансування), ніж це було в Польщі.

Втім після 2004 року в українському фінансовому просторі спостерігалися негативні тенденції явного дисбалансу між фондovým та реальним економічним зростанням: зростання ВВП на рівні 8,54 % відбувалося на фоні зростання показника капіталізації в ВВП практично в 3 р. – 78% в 2007 році, катастрофічне падіння економіки в 2009 році – -14,2 % відбувалося на фоні підвищувальних фондкових тенденцій – з 13,5 % до 14,4 % ВВП (Таблиця 2). Коливальні тенденції у фондovому просторі української економіки включають значну спекулятивну складову, а динаміка фондovих індексів значною мірою залежить від рефінансування банків та ліквідності, емітованої НБУ, тоді, як реальні економічні процеси не є головним фактором розвитку трендів українського фондovого ринку.

Про низьку ефективність фінансового ринку України свідчать також співвідношення ВВП на душу населення та кредитування приватного сектору, так найбільше падіння ВВП в 2009 році на 14,2 % відбувалося на фоні зростання кредитування, яке досягло найвищих показників 73,38 % ВВП. Зростання кредитування, зокрема споживчого, відбулося також і на показнику зростання кінцевого споживання населення, який на фоні досить незначного зростання ВВП в 2012 році (0,44%) виглядав досить суттєво 11,97%, що також свідчить про істотні викривлення зв'язку фінансового та реального просторів української економіки.

Значною проблемою для формування цивілізованого фінансового ринку в Україні є істотна складова боргового навантаження держави в монетарному середовищі країни. Так, якщо ми подивимося на показник щорічного зростання фінансових вимог до уряду як відсотку «широких грошей», то побачимо, що в Польщі в 2012 році відбулося його падіння – -1,3 %, тоді як в Україні цей показник на рівні 5,38%. Зважаючи на активну участь банківських структур на ринку боргових цінних паперів держави, можна зробити висновки щодо значного рівня боргової монетизації української економіки, адже банківське рефінансування так чи інакше попадає на ринок державних боргових цінних паперів, утворюючи згубне коло монетизації.

**Систематизуючи вищенаведену аргументацію, можна зробити такі висновки:**

1. Фінансовий розвиток польської економіки демонструє певний баланс між рівнем монетизації та фондовою і кредитною активністю фінансових посередників, показники якої ніколи не перевищували показників монетизації. Незважаючи на активне зростання фондового простору, структура фінансового ринку Польщі як пост-трансформаційної економіки на сьогодні є переважно банківською. При цьому зважена політика щодо кредитів банків приватному сектору зумовила певисокий рівень «поганих кредитів» та істотний зв'язок між фінансовим та реальним секторами економіки, що підтримується активним розвитком фондового ринку, який в той же час не перевищував 49 % ВВП. Висока активність на ринку боргових цінних паперів розвивається в умовах зваженої боргової політики держави, тому не є фактором загальноекономічного розбалансування.

2. Компаративний аналіз співвідношення максимальної загальноекономічної ефективності та участі в цих процесах кредитної та фондової складової доводить, що в Україні реальний сектор економіки на початку 2000-х років мав значно більше ендогенних ресурсів для зростання (без зовнішнього фінансування), ніж це було в Польщі. В умовах максимальних показників економічного зростання в 2004 році показник кредитування банками приватного сектору був на рівні 25,12 % ВВП, ринкова капіталізація компаній, що лістингуються, – 18,15% ВВП, саме таке співвідношення банківської та фондової складової було ефективним в контексті українських економічних реалій початку 2000-х років.

3. Розвиток фінансового ринку України після 2004 року є незбалансованим та таким, що явно свідчить про низький рівень комплементарності між фінансовим та реальним секторами економіки, що проявляється як в період спекулятивного зростання фондової складової 2004-2007 рр., так і в період екстенсивного розвитку після 2007 року, який характерний борговою монетизацією та значним падінням економіки на фоні істотних обсягів кредитування (найбільше падіння ВВП в 2009 році на 14,2 % відбувалося на фоні зростання кредитування, яке досягло найвищих показників 73,38 % ВВП).

4. Формування ефективної структури фінансового ринку України пов'язане з необхідністю збереження банківсько-орієнтованої моделі фінансування при чіткому розділенні фондової та банківської складових фінансового ринку для вирішення проблеми боргової монетизації. В цьому контексті необхідно законодавчо розділити кредитні операції і операції банків з цінними паперами шляхом внесення відповідних змін у Закон України. В той же час в закон «Про банки і банківську діяльність» необхідно ввести статтю, яка чітко обмежує

*спекулятивні операції банків з цінними паперами за рахунок власних коштів: не більше 3 % капіталу першого рівня.*

### **Література:**

1. Leonardo Gambacorta, Jing Yang, Kostas Tsatsaronis. Financial structure and growth // BIS Quarterly Review, March 2014 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1403e.htm](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1403e.htm).
2. Demirguc-Kunt, A, E Feyen and R Levine (2011): «The evolving importance of banks and securities markets», World Bank, Policy Research Working Paper, no 5805[Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://sites.google.com/site/aslidemirguckunt/working-papers>.
3. Cecchetti, S. and E. Kharroubi (2012): «Reassessing the impact of finance on growth», *BIS Working Papers*, no 381[Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bis.org/publ/work381.htm>.
4. Allen, F and D Gale (2000): *Comparing financial systems*, Cambridge, MIT Press.
5. Boyd, J and B Smith (1998): «The evolution of debt and equity markets in economic development», *Economic Theory*, vol 12, pp 519-60.
6. Worldwide Governance Indicators[Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#home>
7. Banking Union – Single Resolution Mechanism (SRM) // [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/bankingunion/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/bankingunion/index_en.htm).
8. Финансовый рынок Польши [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.export.by/?act=s\\_docs&mode=view&id=9463&type=by\\_class&indclass=42974&mode2=archive&doc=64](http://www.export.by/?act=s_docs&mode=view&id=9463&type=by_class&indclass=42974&mode2=archive&doc=64)
9. Warsaw stock exchange[Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.gpw.pl/o\\_spolce\\_ru](http://www.gpw.pl/o_spolce_ru).
10. Українські банки мають до 30% проблемних кредитів експерт[Електронний ресурс]. Режим доступу: [http://newsradio.com.ua/2014\\_03\\_24/Ukra-nsk-banki-majut-do-30-problemnih-kredit-v-ekspert-8045/](http://newsradio.com.ua/2014_03_24/Ukra-nsk-banki-majut-do-30-problemnih-kredit-v-ekspert-8045/).
11. The World bank//WDI[Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://data.worldbank.org/country>
12. Офіційний сайт НБУ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=66242](http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=66242).

### **References**

1. Leonardo Gambacorta, Jing Yang, Kostas Tsatsaronis. Financial structure and growth // BIS Quarterly Review, March 2014 [Elektronnyj resurs]. – Rezhym dostupu: [www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1403e.htm](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1403e.htm).
2. Demirguc-Kunt, A, E Feyen and R Levine (2011): «The evolving importance of banks and securities markets», World Bank, Policy Research Working Paper, no 5805. [Elektronnyj resurs]. Rezhym dostupu: <https://sites.google.com/site/aslidemirguckunt/working-papers>.
3. Cecchetti, S and E Kharroubi (2012): «Reassessing the impact of finance on growth», *BIS Working Papers*, no 381[Elektronnyj resurs]. – Rezhym dostupu: <http://www.bis.org/publ/work381.htm>.
4. Allen, F and D Gale (2000): *Comparing financial systems*, Cambridge, MIT Press.
5. Boyd, J and B Smith (1998): «The evolution of debt and equity markets in economic development», *Economic Theory*, vol 12, pp 519-60.
6. Worldwide Governance Indicators [Elektronnyj resurs]. – Rezhym dostupu: <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#home>.
7. Banking Union Single Resolution Mechanism (SRM) [Elektronnyj resurs]. Rezhym dostupu: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/bankingunion/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/bankingunion/index_en.htm).
8. Finansoviy rinok Polshi [Elektronnyj resurs]. – Rezhym dostupu: [http://www.export.by/?act=s\\_docs&mode=view&id=9463&type=by\\_class&indclass=42974&mode2=archive&doc=64](http://www.export.by/?act=s_docs&mode=view&id=9463&type=by_class&indclass=42974&mode2=archive&doc=64).
9. Warsaw stock exchange[Elektronnyj resurs]. Rezhym dostupu: [http://www.gpw.pl/o\\_spolce\\_ru](http://www.gpw.pl/o_spolce_ru).
10. Ukrainski banki majut do 30% problemnih kreditov ekspert[Elektronnyj resurs]. Rezhym dostupu: [http://newsradio.com.ua/2014\\_03\\_24/Ukra-nsk-banki-majut-do-30-problemnih-kredit-v-ekspert-8045/](http://newsradio.com.ua/2014_03_24/Ukra-nsk-banki-majut-do-30-problemnih-kredit-v-ekspert-8045/).
11. The World bank//WDI[Elektronnyj resurs]. – Rezhym dostupu: <http://data.worldbank.org/country>.
12. Oficiyniy sait NBU [Elektronnyj resurs]. Rezhym dostupu: [www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=66242](http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=66242).

Корни夫ская В. О.

## **СТРУКТУРНЫЕ АСПЕКТЫ РАЗВИТИЯ ЕВРОПЕЙСКОГО ФИНАНСОВОГО ПРОСТРАНСТВА: КОМПАРАТИВНЫЙ АНАЛИЗ УКРАИНЫ И ПОЛЬШИ.**

*Аннотация. В работе представлены результаты анализа тенденций развития структуры финансового рынка европейских стран, и сделаны выводы относительно формирования разнонаправленных трендов усиле-*

ния как банковского, так и фондового воздействия в зависимости от институциональных особенностей каждой конкретной страны. В статье обоснована необходимость определения структурных аспектов развития финансового рынка Украины для формирования основ устойчивого посткризисного экономического роста в системе европейских экономических связей. В этом контексте проведен компаративный анализ украинского и польского финансового пространства; на этой основе определены проблемы, требующие решения в украинской системе финансовых координат, и доказано, что формирование эффективной структуры финансового рынка Украины связано с необходимостью сохранения банковско-ориентированной модели финансирования при четком разделении фондовой и банковской составляющих финансового рынка.

*Ключевые слова:* структура финансового рынка, банковская модель финансирования, фондовая модель финансирования, компаративный анализ, Украина, Польша.

Kornivska V.

## **STRUCTURAL ASPECTS OF THE DEVELOPMENT OF THE EUROPEAN FINANCIAL SPACE: COMPARATIVE ANALYSIS OF POLAND AND UKRAINE.**

***Abstract.** The paper presents the results of the analysis of trends in the structure of the European countries financial markets, and the conclusions of the contrasting trends formation, strengthening the banking and stock effects depending on institutional characteristics of each specific country. In the article there is the necessity of determining the structural aspects of the development of the Ukrainian financial market for the foundations of a sustainable post-crisis economic growth in the European economic relations. In this context, in the article there is the comparative analysis of Ukrainian and Polish financial space; on this basis it is proved that the formation of an effective structure of the financial market of Ukraine is connected with the necessity to keep the bank-based funding model with a clear division stock and banking components of the financial market.*

***Key words:** financial markets structure, bank lending, market-based financing, comparative analysis, Ukraine, Poland.*

*Стаття надійшла до редколегії 18.02.2015 р.*