

ДОВІРА ЯК ЗАСІБ СИНХРОНІЗАЦІЇ ФІНАНСОВОГО ТА БІЗНЕС-ЦИКЛІВ*

©2018 БРИЧКО М. М.

УДК 336.71

Бричко М. М. Довіра як засіб синхронізації фінансового та бізнес-циклів

Метою статті є обґрунтування, визначення та аналіз синхронізації фінансового та бізнес-циклів за рахунок формування відповідного рівня суспільної довіри. Проведено ретроспективний аналіз розвитку та взаємозв'язку фінансового та бізнес-циклів з огляду на формування відповідного рівня суспільної довіри. Обґрунтовано, що саме довіра виступає інструментом синхронізації фінансового та бізнес-циклів. У результаті дослідження тенденцій розвитку фінансового ринку США, ЄС та України в докризовому, кризовому та післякризовому періодах, враховуючи високий рівень фінансової інтеграції та фінансiалізації світових економік аргументовано, що фінансова нестабільність виступає головним фактором ерозії та кризи суспільної довіри. Розглянуто ситуації ірраціональної поведінки економічних агентів внаслідок формування та накопичення дисбалансів на фінансовому ринку та їх негативні наслідки для економічної безпеки країни. Доведено, що довіра є проциклічним показником, який визначає цикли економічного розвитку з певним лагом. Враховуючи те, що потрясіння на фінансовому ринку формують відповідні циклічні коливання суспільної довіри, обґрунтовано необхідність дослідження бізнес-циклу через призму суспільної довіри (сформованою у відповідності до фінансового циклу), але із запізненням з точки зору їх синхронізації.

Ключові слова: суспільна довіра, циклічність довіри, фінансовий цикл, фінансова нестабільність, економічний цикл.

Рис.: 3. **Бібл.:** 3.

Бричко Марина Михайлівна – кандидат економічних наук, старший викладач кафедри фінансів, банківської справи та страхування, Навчально-науковий інститут бізнес-технологій «УАБС» Сумського державного університету (вул. Петропавлівська, 57, Суми, 40030, Україна)

E-mail: m.brychko@uabs.sumdu.edu.ua

УДК 336.71

Бричко М. М. Доверие как способ синхронизации финансового и бизнес-циклов

Целью статьи является обоснование, определение и анализ синхронизации финансового и бизнес-циклов за счет формирования соответствующего уровня общественного доверия. Проведён ретроспективный анализ развития и взаимосвязи финансового и бизнес-циклов с учетом формирования соответствующего уровня общественного доверия. Обосновано, что именно доверие выступает инструментом синхронизации финансового и бизнес-циклов. В результате исследования тенденций развития финансовых рынков США, ЕС и Украины в докризисном, кризисном и посткризисном периодах, учитывая высокий уровень финансовой интеграции и фінансiалізації мировых экономик аргументировано, что финансовая нестабильность выступает главным фактором эрозии и кризиса общественного доверия. В статье рассмотрены ситуации иррационального поведения экономических агентов в результате формирования и накопления дисбалансов на финансовом рынке и их негативные последствия для экономической безопасности страны. Доказано, что доверие является проциклическим показателем, определяющим цикл экономического развития с определенным временным лагом. Учитывая, что потрясения на финансовом рынке формируют соответствующие циклические колебания общественного доверия, обоснована необходимость исследования бизнес-цикла через призму общественного доверия (сложившейся в соответствии с финансовым циклом), но с опозданием с точки зрения их синхронизации.

Ключевые слова: общественное доверие, цикличность доверия, финансовый цикл, финансовая нестабильность, экономический цикл.

Рис.: 3. **Библ.:** 10.

Бричко Марина Михайловна – кандидат экономических наук, старший преподаватель кафедры финансов, банковского дела и страхования, Учебно-научный институт бизнес-технологий «УАБД» Сумского государственного университета (ул. Петропавловская, 57, Сумы, 40030, Украина)

E-mail: m.brychko@uabs.sumdu.edu.ua

UDC 336.71

Brychko M. M. Confidence as a Way to Synchronize Both the Financial and the Business Cycles

The article is aimed at substantiating, defining and analyzing the synchronization of both the financial and the business cycles by forming an appropriate level of public confidence. The retrospective analysis of development and interconnection of financial and business cycles is carried out with attention to formation of a corresponding level of public confidence. It is substantiated that confidence is the only instrument of synchronization of both the financial and the business cycles. As a result of research of tendencies of development of financial markets of the USA, EU and Ukraine in pre-crisis, crisis and crisis periods, taking into consideration high level of financial integration and financialization of world economies, it is reasoned that financial instability is a major factor in the erosion and crisis of public confidence. The article considers the situations of irrational behavior of economic agents as result of formation and accumulation of imbalances in the financial market and their negative consequences for economic security of the country. It is proved that confidence is a procyclical indicator that determines the cycle of economic development with a certain time lag. With a view to the turmoil in the financial market forming the corresponding cyclical fluctuations of public confidence, the necessity of research of business cycle through the prism of public confidence (established in accordance with the financial cycle), but with lagging in terms of synchronization, is substantiated.

Keywords: public confidence, cyclicity of confidence, financial cycle, financial instability, economic cycle.

Fig.: 3. **Bibl.:** 10.

Brychko Maryna M. – PhD (Economics), Senior Lecturer of the Department of Finance, Banking and Insurance, Scientific-Educational Institute of Business Technologies «UAB» of Sumy State University (57 Petropavlivska Str., Sumy, 40030, Ukraine)

E-mail: m.brychko@uabs.sumdu.edu.ua

Мейнстрімом останніх світових і вітчизняних досліджень є визначення виключної ролі психологічних, соціальних, когнітивних (раціональних) та емоційних (ірраціональних) факторів при прийнятті рішень економічними аген-

* Статтю підготовлено в рамках виконання науково-дослідної роботи молодих науковців на тему «Економіко-математичне моделювання механізму відновлення суспільної довіри до фінансового сектора: запорука економічної безпеки України» (номер державної реєстрації 0117U003924).

тами. Існують різні способи пояснення світової фінансової кризи. Найчастіше причинами її настання вважають хибність (обмеженість) економічних моделей прогнозування, які базуються лише на раціональних підходах і не враховують когнітивних упреждений (*behavioural biases*) та інших соціально-емоційних факторів. Саме тому науковці інкорпують психологічні чинники в класичні моделі, виходячи з емпіричних досліджень про людську поведінку, та розробляють нові концепції фінансового ринку.

Інша частина науковців починаючи з 1920–1930-х рр. відводять виключну роль психологічним факторам (оптимізм/песимізм (*ways of optimism and pessimism*), очікування (*sentiments*), впевненість (*confidence*), когнітивні упредження (*behavioural biases*), обмеженість когнітивних здібностей (*limited cognitive abilities*) та інші) в циклічних коливаннях економіки. При цьому дослідники розділилися на декілька груп. Одні науковців вважають, що всі економічні агенти ведуть себе раціонально з метою максимального задоволення власних потреб, а всі дисбаланси, що виникають, пов'язані з неефективністю ринків (недосконалість інформаційного поля для прийняття економічних рішень). Інші дослідники пов'язують флуктуації бізнес-циклу з ірраціональною поведінкою економічних агентів (*animal spirits*). Третя частина дослідників визначає обмеженість когнітивних здібностей економічних агентів, тобто їхню нездатність приймати повністю раціональні економічні рішення.

За відсутності досконалого знання або можливості обчислити ймовірність настання несприятливої події (у тому числі обмеженість моделей прогнозування економіки) як основи для раціонального вибору, економічні агенти в умовах невизначеності спираються на ринкові настрої та мотиви. Виключно раціональними з точки зору теорії раціонального вибору можна вважати тільки професіоналів фінансового ринку та економістів у цілому. Більшість економічних агентів звикли приймати рішення в тому числі за рахунок внутрішньої схильності до довіри. Довіра економічних агентів формується як унаслідок дії раціональної (індикаторів впевненості) та ірраціональної (сформованої внаслідок дії психологічних факторів зміни навколишнього макроекономічного середовища) складових. Причому залежно від наявності вірогідної інформації на фінансовому ринку в поведінці економічного агента переважають раціональні або ірраціональні фактори. Так, в умовах невизначеності та відсутності достовірної інформації щодо можливих істотних змін економічні агенти будуть спиратися на ірраціональні компоненти довіри, які сформовані внаслідок історичної пам'яті економічних агентів, їх очікувань, вподобань тощо.

Особливої уваги в економічній літературі та засобах масової інформації приділялося довірі зазвичай

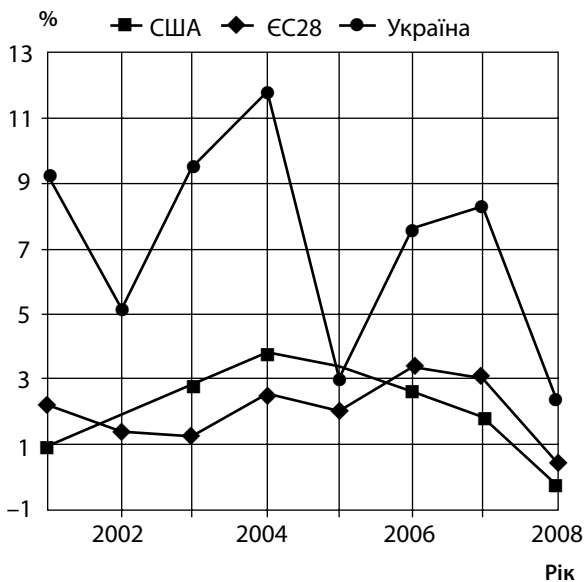
в періодах загострення кризових явищ економічного розвитку країн, подолання наслідків фінансової кризи та пошуку шляхів виходу з рецесії [1]. Причому, грошово-кредитна політика займає провідне місце в регулюванні бізнес-циклів як на стадії піку, так і на стадії дна. Проте між застосованими заходами монетарної політики та бізнес-циклом існує певний часовий лаг, який, з нашої точки зору, пов'язаний з тим, як дані дії керівництва Центрального банку сприймаються економічними агентами. Метою дослідження є обґрунтування, визначення та аналізу синхронізації фінансового та бізнес-циклів за рахунок формування відповідного рівня суспільної довіри.

Виходячи з теорії природно-екологічних та соціально-економічних циклів глобальній рецесії після фінансової кризи 2007–2008 рр. передував черговий економічний бум. За 2000–2008 рр. ВВП провідних країн Європи та США зріс на третину, а Україна взагалі забезпечила зростання ВВП країни в чотири рази (рис. 1а). Переважна частина доданої вартості, починаючи з 2003 р., почала створюватися у сфері надання фінансових та інформаційно-консалтингових послуг, яка стала джерелом циклічних процесів, що поширилися на всю економіку. Співвідношення кількості безробітного населення до загальної кількості економічно активного населення протягом докризового періоду щорічно зменшувалося (рис. 1б).

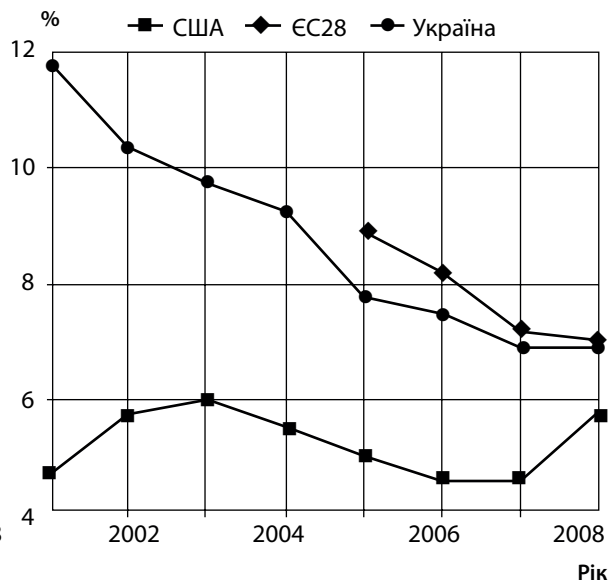
Економікам провідних країн не були притаманні глибокі циклічні потрясіння, а, відповідно, очікування домогосподарств (*household*) та бізнесу (*business sentiment*) були оптимістичними, зростала споживча (*consumer*) та ділова впевненість (*business confidence*) у промисловості, будівництві, роздрібній торгівлі та сфері послуг, рівень довіри (*trust*) досягав свого максимального значення. Оптимістичні очікування щодо доходів спонукали домогосподарства збільшувати свої дискреційні витрати, які визначаються не тільки економічними детермінантами, але й інстинктивними ірраціональними чинниками. Дж. Акерлоф та Р. Шиллер використовують термін «*animal spirits*», який визначає роль психологічних і соціальних чинників у прийнятті економічних рішень [4].

Позитивна динаміка збільшення доходів і витрат створила своєрідний мультиплікаційний ефект збільшення довіри. Мультиплікатор довіри (*confidence multiplier*) був розроблений Дж. Акерлофом і Р. Шиллером на основі мультиплікатора Дж. М. Кейнса. «Мультиплікатор довіри» вступає в дію на тлі загального емоційного піднесення, відповідно збільшуючи сформований рівень довіри та підсилюючи надмірну впевненість економічних агентів у контексті недооцінювання ризиків. Інвестиційні рішення економічними агентами приймаються інстинктивно.

Так, зростання впевненості домогосподарств у майбутньому економіки країни на початку 2000-х років, їх довіри на індивідуальному, інституційному



а) Темпи приросту ВВП,
% до попереднього року



б) Рівень безробіття, %

Рис. 1. Показники макроекономічного розвитку країн

Джерело: складено за [2; 3].

та системному рівнях, у результаті зростання доходів населення та зайнятості, збільшило економічну активність населення в розрізі здійснення витрат, у тому числі шляхом споживчого кредитування. Збільшення споживання населення привело до зростання доходів бізнесу і, відповідно, збільшило рівень їхньої довіри. Це привело до більшого зростання доходів усіх взаємопов'язаних осіб та загального рівня довіри в економіці в цілому (рис. 2а, рис. 2б).

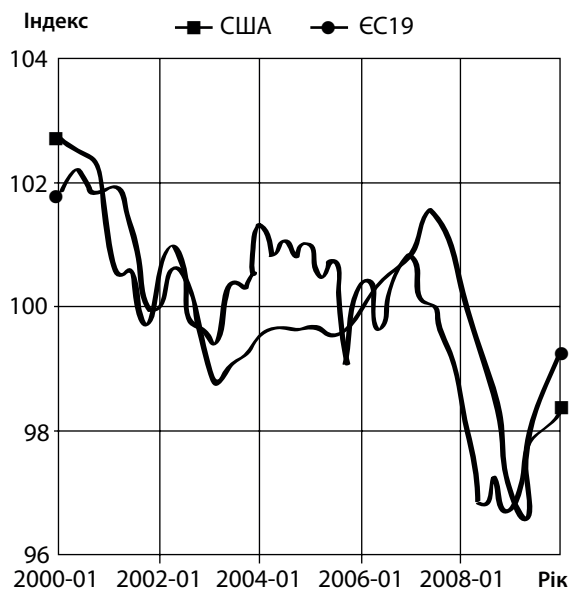
Відповідно, така позитивна динаміка спонукає подальше піднесення економічного розвитку країни, відбуваються істотні розриви між зміною в обсягах грошової маси, реальним ВВП і наявними кредитними ресурсами. В даному випадку можна стверджувати, що рівень довіри є проциклічним показником, який незначно випереджає економічне зростання країни. Так, оптимістичні настрої призводять до зростання рівня довіри, спонукаючи економічну активність, яка відображається у зростанні макроекономічних показників розвитку. Таким чином, можна стверджувати, що існують певні цикли довіри, які визначають цикли економічного розвитку з певним лагом. Виходячи з того, що в наслідок масштабної глобалізації світових економік, у тому числі і фінансових ринків, більшість країн характеризуються високим рівнем фінансiалiзацiї. Саме тому будь-які потрясіння на фінансовому ринку формують відповідні циклічні коливання суспільної довіри, які спричиняють зміну економічного циклу в країні.

Тривалість циклу довіри до фінансового сектора визначається тривалістю стабільності фінансової системи та економіки в цілому. Так, чим довше періоди нестабільності фінансової системи, тим більша

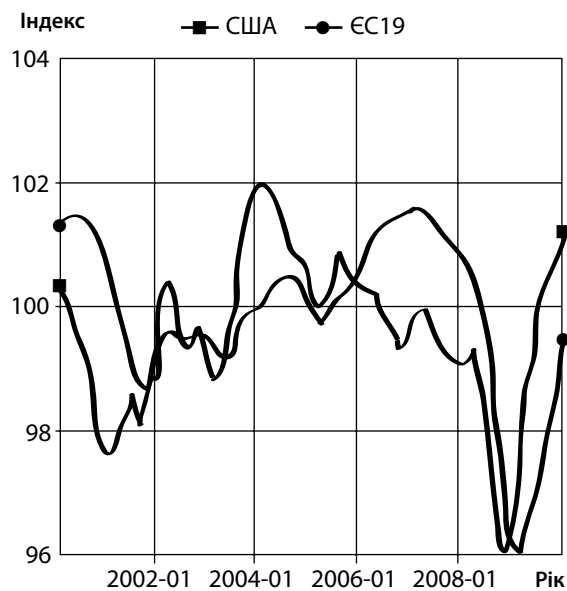
волатильність суспільної довіри до цієї системи та економіки в цілому. У даному випадку мова йде про формування недостатнього рівня довіри та відсутності впевненості економічних агентів. Амплітуда циклічних коливань довіри не є сталою характеристикою та залежить від глибини фінансово-економічних криз і масштабів потрясінь економічних агентів. Це означає, що чим більші втрати домогосподарств і бізнесу внаслідок негативного впливу дисбалансів фінансового сектора, тим довше проходить процес відновлення довіри і, відповідно, досягнення її максимального значення.

Оскільки економічні прогнози були оптимістичними, впродовж 2005–2006 рр. фінансові установи нарощували обсяги споживчого кредитування. Для економіки США було характерне надмірне кредитування житлового будівництва в контексті загального зростання споживчого кредитування. Таким чином, у середині 2007 р. сформувалися умови для настання циклічної кризи. А тому, в результаті суттєвого зменшення цін на ринку житла та зростання ставки по кредитах, багато інвесторів отримали великі збитки, що послужило поштовхом для початку кризи, яка поширилась з ринку житла на інші сектори економіки США, а потім і на економіки інших країн.

Негативні явища на фінансових ринках багатьох країн світу, починаючи із середини 2007 р., спровокували песимістичні настрої в суспільстві. Останні дослідження розкривають існування багатьох соціально-психологічних причин, чому окремі інституції (банки, рейтингові агентства, тощо) або система в цілому перестали бути надійними. Так, Фран Тонкіс ви-



а) Індекс споживчої довіри (Consumer confidence index (CCI))



б) Індекс довіри бізнесу (Business confidence index (BCI))

Рис. 2. Рівень довіри домогосподарств і суб'єктів господарювання в докризовий період

Джерело: складено за [2].

діляє три основні механізми формування впевненості: інформація, контракт, регулювання [5].

Головним інструментом впевненості у правильності прийняття рішень на фінансовому ринку є інформація [6]. У докризовий період інформаційні сигнали, які надходили від різних учасників та агентів фінансового ринку, регуляторів та вищих органів влади, виявилися помилковими, неправдивими або відсутніми. Фінансові ринки зазнали невдачі у своїх спільних завданнях з управління та розподілу ризиків та ефективному розміщенню капіталу для інвестування. Найбільшу частку фінансового ринку почали займати складні кредитні похідні цінні папери, ціна формування яких була громіздкою та недостатньо прозорою. Відсутність надійної оцінки ступеня ризику кредитних деривативів самими банками, рейтинговими агентствами та регуляторами призвів до суттєвого спотворення інформації в контексті фінансового ринку. У результаті у 2008 р. фінансовий ринок значно звужив кількість своїх учасників, оскільки інвестори перестали довіряти тому, що фінансові активи мають дійсну цінність, розрахунки надійності цих фінансових інструментів вірні, а ризикованість таких операцій обмежена.

Контрактна форма відносин передбачає забезпечення прозорості економічних відносин, впевненості в економічній безпеці проведення фінансової операції та надійності взаємовідносин між контрагентами, у тому числі захисту інтересів різних груп стейкхолдерів. Так, емпіричні дослідження підтверджують, що довіра виступає взаємодоповнюючою компонентою або комплементом контрактної угоди [7]. Інша група дослідників визначає контракт ви-

ключно субституту довіри [8–10]. У рамках існуючої моделі розвитку фінансового сектора контрактна форма відносин виступає фундаментом формування довіри. Причому відповідний рівень довіри визначає складність контракту. Недостатній рівень довіри передбачає складний деталізований договір, натомість високий рівень – лише його формальне існування. Низька фінансова грамотність багатьох інвесторів призвела до того, що не всі умови договору іпотечно-го кредитування були зрозумілими. Більше того, багато банків вдавалися до шахрайств у оформленні таких договорів шляхом друкування дрібнішим шрифтом основного тексту договору або злиття кольору шрифту з кольором фону головних умов споживчого кредиту, що значно ускладнювало прочитання договору споживачем фінансових послуг.

Після 2000-х років урядам багатьох країн була притаманна загальна тенденція до дерегулювання та лібералізації фінансового ринку, яка сприяла появі системних ризиків. Нездатність створити адекватне регулятивне середовище небанківського фінансового сектора (хедж-фонди, інвестиційні банки, фонди прямих інвестицій), надати належну оцінку ризикованості нових інноваційних фінансових інструментів, контролювати достатність банківського капіталу, щоб відвернути їх ризиковану ринкову активність, спричинили втрату довіри до всіх органів нагляду, аналізу та контролю за фінансовими ринками. Втрата впевненості та довіри до регуляторів збільшує ризики панічної поведінки домашніх господарств і суб'єктів господарювання. Таким чином, в умовах відсутності або неефективності механізмів

формування впевненості на різних рівнях та різними агентами, криза довіри 2008 р. була неминучою.

Загальна криза довіри у 2008 р. стала самостійним чинником, що визначає низьку ефективність вжитих заходів регуляторів у період рецесії, оскільки довіра підірвана не тільки до тих чи інших фінансових інструментів та інститутів, а й у цілому до регуляторів та соціо-економічних систем (рис. 3а, рис. 3б). Недостатній рівень довіри підірвав дієвість таких традиційних методів заспокоєння та поживлення ринків, як зниження процентних ставок.

рецесії урядами багатьох країн були прийняті заходи щодо підвищення рівня довіри до фінансового сектора в рамках стабілізаційних механізмів запобігання фінансовій кризі (в ЄС це План європейського економічного відновлення (2008), Європейський механізм фінансової стабілізації (2010), Єдиний Механізм Банківського Нагляду (2013) тощо).

Уряд Німеччини з метою стримування масової втечі приватних вкладників з фінансових установ запровадив державне гарантування приватних капіталовкладень. Такі кроки мали позитивний вплив на від-

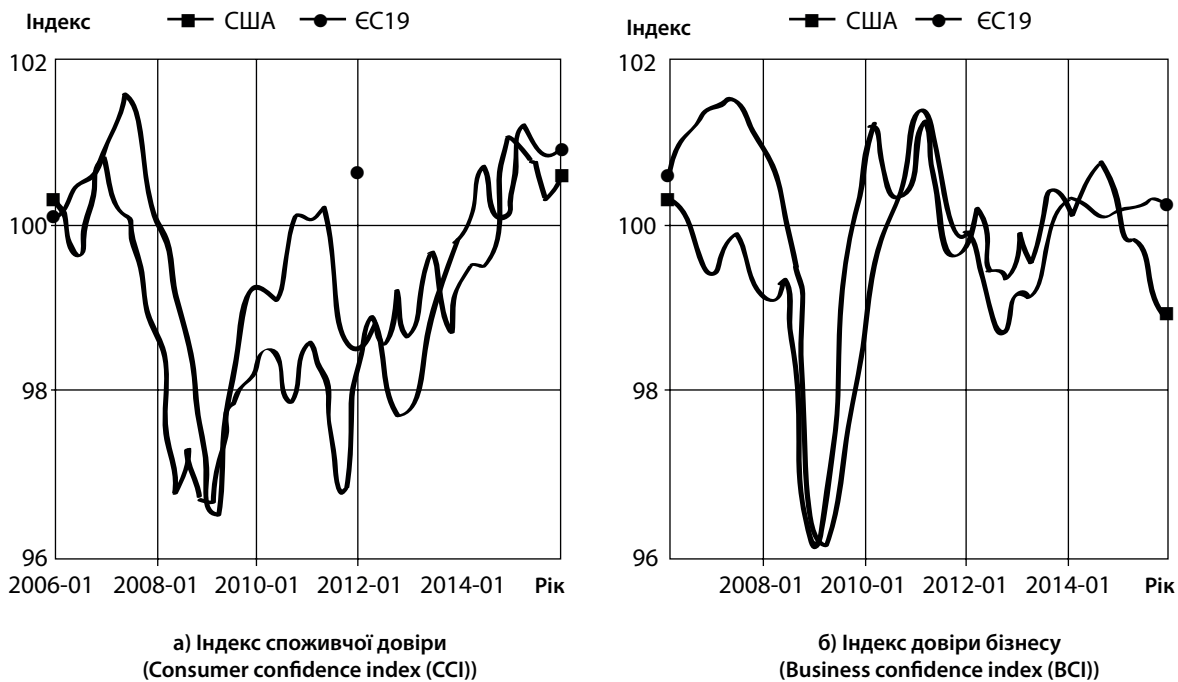


Рис. 3. Рівень довіри домогосподарств та суб'єктів господарювання у посткризовий період

Джерело: складено за [2].

Панічні настрої в період ескаляції фінансово-економічної кризи також були пов'язані з офіційними заявами щодо визнання великої кількості банків проблемними, банкрутством системоутворюючих фінансових установ, зокрема у США та Великобританії, що потягло за собою подальші кроки майбутніх операцій зі злиття та поглинання. Ефект невпевненості домашніх господарств і суб'єктів господарювання підсилювався статистикою негативних фінансових результатів банківських систем багатьох країн світу: у другому-третьому кварталах 2009 р. банки перестали отримувати прибутки та мали збиток або незначний чистий дохід.

Ключовою рисою даного етапу є збереження тренду відсутності впевненості економічних агентів та високий рівень волатильності довіри, яка за своєю природою є мультиаспектною, неоднорідною та багаторівневою категорією, рівень якої формується під впливом сукупності чинників.

У боротьбі з негативними наслідками фінансово-економічної кризи та підсилюючими наслідками

новлення довіри приватного сектора економіки. Уряд України з метою зміцнення довіри вкладників до банківських установ також прийняв поправки до ЗУ «Про систему гарантування вкладів фізичних осіб» щодо збільшення розміру граничної суми відшкодування на рівні 200 тис. грн без можливості її зменшення.

Іншим напрямком реалізації стабілізаційних програм було надання урядами країн державних гарантів і кредитів рефінансування з метою відновлення рівня довіри між банківськими установами. Низька ефективність запропонованих заходів пояснюється «ефектом храповика», який використовується для пояснення негнучкості цін до зниження внаслідок їх різкого зростання в минулому. Так, падіння довіри у 2011 р. не піддається її швидкому відновленню у 2012 р., що пояснюється відмінностями в процесах втрати довіри та її відновлення. Наразі проблема відновлення довіри у фінансовому секторі залишається пріоритетним завданням не лише регуляторів грошово-кредитного ринку, а й уряду більшості країн світу.

ВИСНОВКИ

Рівень суспільної довіри не є постійною категорією та залежить від очікувань на фінансовому ринку. Впевненість або позитивні очікування, як детермінанти довіри, вимагають певного рівня, в іншому випадку довіра не може бути сформована. Циклічність довіри домогосподарств та бізнесу до фінансового сектора відображає коливання рівня економічної активності. Таким чином, економічний цикл можна досліджувати через призму суспільної довіри, але із запізненням з точки зору їх синхронізації. Розкриваючи детермінанти суспільної довіри, можна стверджувати, що нестійка динаміка її розвитку в умовах фінансiалiзацiї економіки визначається циклічністю фінансового сектора економіки, проте має випереджальний характер. Таким чином, динаміка зміни довіри, фінансового сектора та економіки в цілому не збігається. ■

ЛІТЕРАТУРА

1. **Roth F.** The Effect of the Financial Crisis on Systemic Trust. *Intereconomics*. 2009. Vol. 44. No. 4. P. 203–208.
2. Organisation for Economic Co-operation and Development: official web-page. URL: <http://www.oecd.org/>
3. Державна служба статистики України: офіційна веб-сторінка. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>
4. **George A.** Akerlof, Robert J. Shiller. *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy and Why It Matters for Global Capitalism*. NJ : Princeton University Press. Princeton, 2009. 230 p.
5. **Tonkiss F.** Trust, confidence and economic crisis. *Intereconomics*. 2009. No. 44. P. 196–202.
6. **Cvetkovich G., Siegrist M., Murray R., Tragesser S.** New information and social trust: Asymmetry and perseverance of attributions about hazard managers. *Risk analysis*. 2002. Vol. 22. Issue 2. P. 359–367.
7. **Klein-Woolthuis R., Hillebrand B., Nootboom B.** Trust and formal control in interorganizational relationships. URL: <http://2.eur.nl/WebDOC/doc/erim/erimrs20020201091324.pdf>
8. **Bradach J. L., Eccles R. G.** Markets versus hierarchies: From ideal types to plural forms / W. R. Scott (ed.). *Annual Review of Sociology*. 1984. No. 15. P. 97–118.
9. **Parkhe A.** Strategic alliance structuring: A game theoretic and transaction cost examination of inter-firm cooperation. *Academy of Management Journal*. 1993. Vol. 36. P. 794–829.
10. **Malhotra D., Murnighan J. K.** The effects of contracts on interpersonal trust. *Administrative Science Quarterly*. 2002. Vol. 47. Issue 3. P. 534–559.

REFERENCES

- Akerlof, G. A., and Shiller, R. J. *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy and Why It Matters for Global Capitalism*. Princeton, N. J. : Princeton University Press., 2009.
- Bradach, J. L., and Eccles, R. G. "Markets versus hierarchies: From ideal types to plural forms". *Annual Review of Sociology*, no. 15 (1984): 97-118.
- Cvetkovich, G. et al. "New information and social trust: Asymmetry and perseverance of attributions about hazard managers". *Risk analysis*, no. 22 (2) (2002): 359-367.
- Derzhavna sluzhba statystyky Ukrainy: ofitsiina veb-storinka. <http://www.ukrstat.gov.ua/>
- Klein-Woolthuis, R., Hillebrand, B., and Nootboom, B. "Trust and formal control in interorganizational relationships". <http://2.eur.nl/WebDOC/doc/erim/erimrs20020201091324.pdf>
- Malhotra, D., and Murnighan, J. K. "The effects of contracts on interpersonal trust". *Administrative Science Quarterly*. Vol. 47. Issue 3 (2002): 534-559.
- Organisation for Economic Co-operation and Development: official web-page. <http://www.oecd.org/>
- Parkhe, A. "Strategic alliance structuring: A game theoretic and transaction cost examination of inter-firm cooperation". *Academy of Management Journal*. Vol. 36 (1993): 794-829.
- Roth, F. "The Effect of the Financial Crisis on Systemic Trust". *Intereconomics*. Vol. 44, no. 4 (2009): 203-208.
- Tonkiss, F. "Trust, confidence and economic crisis". *Intereconomics*, no. 44 (2009): 196-202.