

самоврядування та інших ключових реформ згідно з Угодою про Асоціацію між Україною та ЄС.

Список використаних джерел

1. Obszary transgraniczne Polski, Słowacji i Ukrainy – czynniki progresji i peryferyzacji / B. Błachut, M. Cierpiął-Wolan, A. Czudec, G. Ślusarz, Urząd Statystyczny w Rzeszowie. Rzeszów: Uniwersytet Rzeszowski, 2015.
2. Cierpiął-Wolan M., Lasek D., Oleński J, Foundations of transborder economics and statistics. Rzeszów, 2014.
3. Cierpiął-Wolan M., Processes in transborder areas – significant impact on the economic growth // Statistics in Transition new series. 2013. Vol. 14, No. 3. P. 420–430.
4. Potencjał społeczno-gospodarczy Euroregionu Karpackiego w latach 2011–2013 / pod red.: Cierpiął-Wolan, M. i in. Urząd Statystyczny w Rzeszowie. Rzeszów, 2015.
5. Ruch graniczny oraz wydatki cudzoziemców w Polsce i Polaków za granicą w 2016 r. / pod red.: M. Cierpiął-Wolan, E. Giełbaga. Główny Urząd Statystyczny w Warszawie, Urząd Statystyczny w Rzeszowie. Warszawa – Rzeszów, 2017.
6. Socio-economic potential of cross-border cooperation: international collective monograph / pod red.: S. Matkovskyy, M. Cierpiął-Wolan. Lwowski Uniwersytet Narodowy im. Iwana Franki we Lwowie (Ukraina), Uniwersytet Rzeszowski. Lwów – Rzeszów, 2017.
7. Wyzwania rozwojowe pogranicza polsko-ukraińskiego / pod red. A. Miszczuka. Lublin, 2017.

ПОВЕДІНКОВИЙ ПІДХІД ДО ФОРМУВАННЯ БУЛЬБАШКИ НА РИНКУ НЕРУХОМОСТІ: ПРОБЛЕМА ГЕНЕРУВАННЯ БОРГОВОГО НАВІСУ

*Момотюк Людмила Євгеніївна,
доктор економічних наук, професор,
проректор з науково-педагогічної та виховної роботи,
Національна академія статистики, обліку і аудиту*

Однією з центральних тем обговорення причин виникнення фінансової кризи є формування цінової бульбашки на ринку нерухомості. До 2006 року внаслідок різних причин, зокрема ірраціональної поведінки інвесторів на ринку, ціни на нерухомість зростали надзвичайно динамічно. Врешті, коли бульбашка луснула, тобто інвестори зрозуміли і врахували у своїй діяльності реальну вартість об'єктів нерухомості, фінансові ринки стикнулися з великою проблемою масових дефолтів на ринку субстандартних кредитів, що призвело, своєю чергою, до зниження вартості банківських активів і поширення паніки по всій банківській системі.

Як влучно зазначають автори [1, с. 273], усупереч економічній теорії, ринки генерували невинуваті стимули до надлишкового ризику, заохочуючи менеджерів високими прибутками в обмін на раціональну обережність. У

зв'язку з цим, наголошуючи на надмірному абстрагуванні класичних підходів до дослідження інвестиційної діяльності, слід згадати слова М. Фрідмена, який наголошував на тому, що питання реалістичності припущень інвесторів є недоречним, оскільки такої якості вони ніколи не мали, а більш важливою є якість апроксимації досліджуваного явища, якої ці припущення дозволяють досягнути. Проте зловживання цим принципом у фінансовій теорії, переважно прихильниками класичних підходів, які відштовхуються від припущення про раціоналістичність інвесторів, сприяє збільшенню невідповідності моделювання поведінки інвесторів, цін на активи та ринкових процесів, що відбуваються в реальному житті, ставлячи під сумнів корисність відповідних наукових напрацювань. Докорінна причина нинішньої кризи, з якої випливають і всі інші – втрата довіри між агентами ринку, що призвело до: падіння інвестиційного, а пізніше й платоспроможного попиту; невідповідності системи регулювання ринків, заснованої на класичній економічній теорії, новим умовам їх функціонування; перевищення рівня споживання в розвинених країнах над їх реальним виробництвом. Криза викликана відсутністю глобальних і слабкістю національних механізмів регулювання. Рішення, які визначають майбутнє глобальної економіки, приймають ТНК і портфельні інвестори, а відповідальність за їх наслідки несуть національні уряди [2, с. 183].

Серед усіх біхевіористичних моделей, які розглядають причини утворення бульбашки на різних ринках, тип моделі, котра базується на переконаннях інвестора, є найбільш логічним для пояснення бульбашки на ринку нерухомості, що передувала фінансовій кризі 2008–2009 рр. Відповідно до цієї теорії, бульбашка утворилася внаслідок існування евристики репрезентативності: інвестори надто широко екстраполювали минулі дані щодо зростання цін на ринку нерухомості у своїх оцінках майбутньої вартості. З іншого боку, ми також можемо застосувати цей підхід до пояснення поведінки власників нерухомості, які у своїх прогнозах щодо зростання цін на ринку, переоцінили позитивну динаміку. Така ситуація стала причиною того, що власники платили надто високу ціну за свої будинки, а кредити отримували із дуже високим показником LTV (з англ. loan to value, відношення суми кредиту до вартості майна) [5].

Однак лише одного припущення про надто широку екстраполяцію попередніх даних недостатньо для пояснення виникнення бульбашки на ринку нерухомості. Оскільки купівля нерухомості приватними господарствами зазвичай здійснюється за допомогою зовнішнього фінансування (посередників, якими в основному виступають банки), можна припустити, що працівники інституцій зовнішнього фінансування теж відіграли свою роль у збільшенні його обсягів, базуючись, у тому числі, на екстрапольованих даних. Іншими словами, бульбашка на ринку нерухомості була зумовлена надмірною пропозицією кредитів на купівлю нерухомості, особливо у формі субстандартних кредитів. Така ситуація стала можливою завдяки процесу сек'юритизації, що дозволяв використовувати субстандартні кредити для випуску цінних паперів, які мали особливу популярність серед інвесторів (зокрема, зважаючи на їх високий рейтинг). Варто зазначити, що в цьому випадку інвестори були надто

оптимістично налаштованими щодо цінних паперів із рейтингом ААА, який часто не відповідав реальній ситуації [5, с. 5].

Саме у діяльності рейтингових агенцій можна побачити значний вплив надмірно оптимістичної екстраполяції минулих даних щодо позитивної динаміки на ринку нерухомості, яка спостерігалася до 2006 року. Рейтингові агенції могли надавати оцінку ААА тим цінним паперам, які такої оцінки насправді не виправдовували, проте відповідали оцінкам згідно із вищезазначеною екстраполяцією. Внаслідок цього рівень ризику дефолту за субстандартними кредитами був надто недооцінений і занижений. Окрім евристики репрезентативності, серед причин надмірної екстраполяції також варто розглянути варіант, що аналітики суб'єктивно хотіли вірити або були заохочені вірити у постійне зростання цін на нерухомість у майбутньому [6].

Існування бульбашки на ринку нерухомості спостерігалось не лише на ринку США. Значні коливання цін були характерною ознакою передкризового періоду у багатьох інших країнах (рис. 1, за даними [7]). Варто зауважити, що з 2002 до 2007 року ціни зростали дуже динамічно, щорічні темпи зростання фіксувалися на рівні більше 10%. Проте зі зростанням цін на нерухомість, все більш активного використання іпотечних кредитів та інтенсифікації процесу сек'юритизації, зростали і загальні обсяги приватної заборгованості, особливо на ринку США.

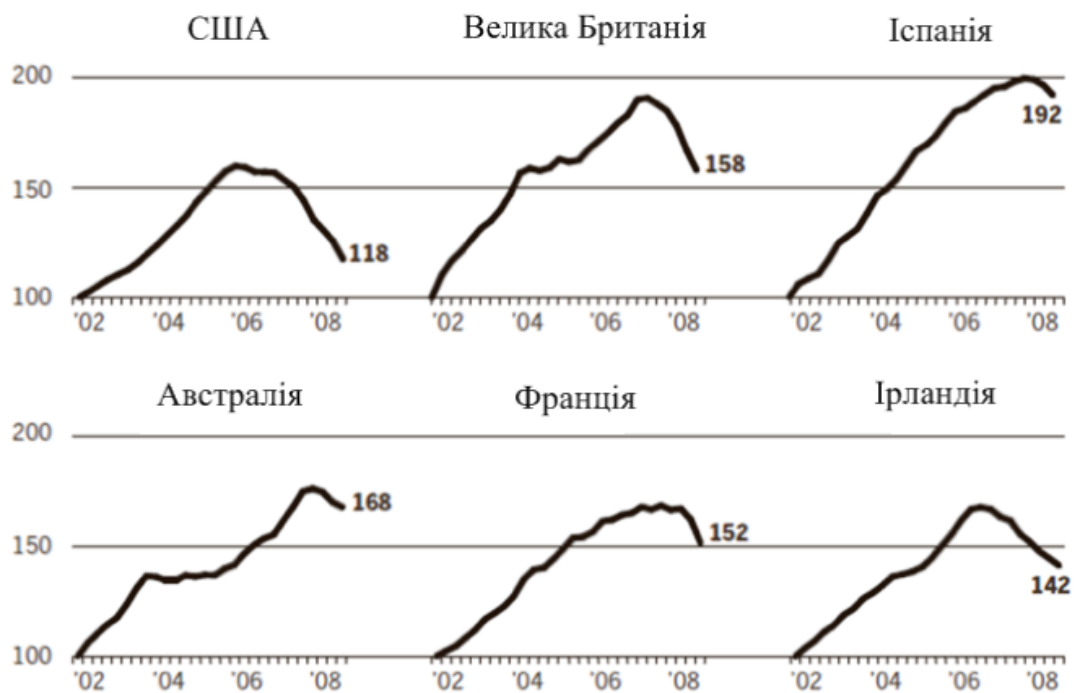


Рис.1. Зростання цін на нерухомість у різних країнах світу

Структура такого зростання показана на рис. 2 (за даними [8]), який демонструє, що більша частина боргу була згенерована за рахунок домогосподарств та фінансового сектору.

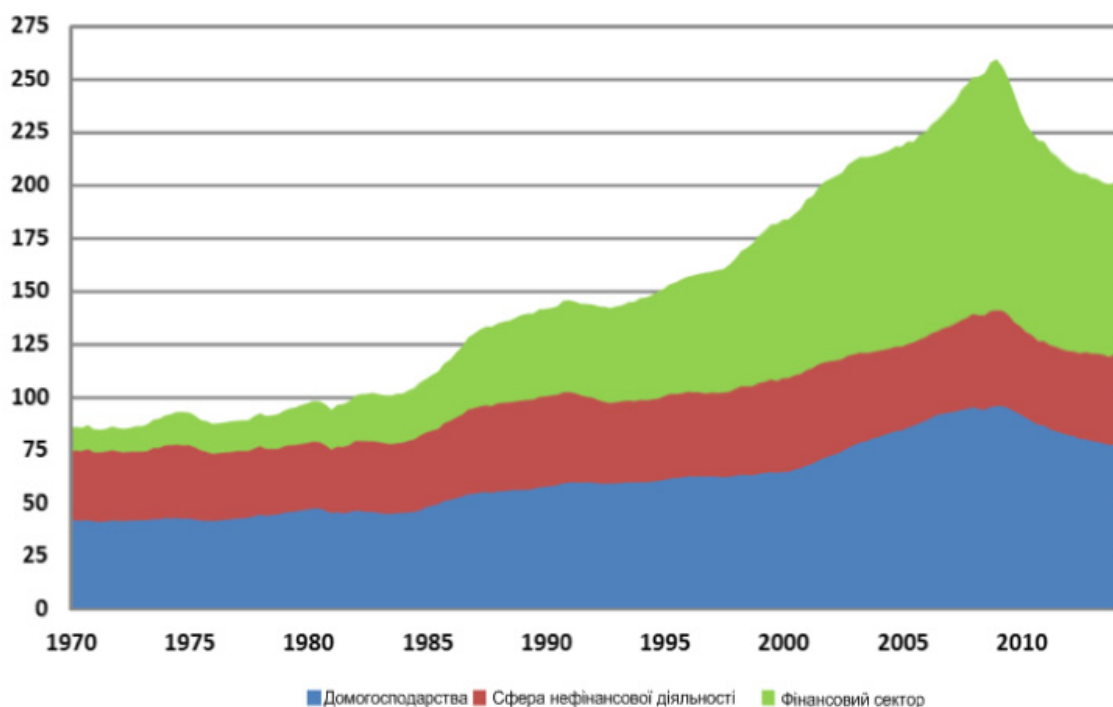


Рис. 2. Пікове зростання приватного боргу США за секторами, % ВВП

У країнах з ринками, що формуються, показник рівня відношення боргу до ВВП, за якого починається зниження темпів зростання, зазвичай нижчий, ніж у розвинених країнах, бо борг практично повністю деномінований в іноземній валюті. Коли зовнішній борг сягає рівня 60% від ВВП, річне зростання знижується приблизно на 2%. При вищих рівнях боргу (близько 90%) щорічне зростання сповільнюється удвічі. У групі розвинених країн не спостерігається прямого зв'язку між інфляцією та державним боргом (зростання інфляції спостерігалось лише у США), проте для країн, що розвиваються, ситуація інша: при зростанні державного боргу темпи інфляції значно прискорювалися [3, с. 9]. Слід наголосити на відмінностях між зовнішнім та внутрішнім боргом, а також його структурою. Так, відношення державного боргу до ВВП може по-різному інтерпретуватися залежно від: утримувача державних облігацій (резиденти або нерезиденти країни); рівня і перспектив елімінування дефіциту торгівельного балансу; особливостей рефінансування боргу; специфіки функціонування вторинного ринку облігацій, де обертаються цінні папери попередніх випусків, який відіграє важливу роль в управлінні державним боргом [4, с. 8].

Отже, виникнення глобальної фінансової кризи 2008–2009 рр. було спричинено, серед усього іншого, нестабільністю на ринку іпотечних кредитів США та утвореної на ньому бульбашки. Тривала позитивна динаміка руху ціни на ринку нерухомості часто вводила в оману інвесторів та спонукала до подальшого зростання різниці між цінами на нерухомість на ринку та її реальною вартістю, значну роль в якому відіграли саме нераціональні інвестори. Останні, відповідно до поведінкового підходу, приймали рішення не

на основі критичного фундаментального аналізу ринку, а базуючись на власних когнітивних судженнях.

Список використаних джерел

1. Резнікова Н. В., Відякіна М. М. Світова фінансова криза як фактор економічного розвитку // Бюлетень Міжнародного Нобелівського економічного форуму. 2010. № 1 (3). С. 271–279.
2. Резнікова Н. В., Відякіна М. М. Стабілізаційні програми ЄС як відповідь світовій фінансовій кризі. URL: <http://www.nbuu.gov.ua>
3. Резнікова Н. В. Боргові важелі макроекономічної взаємозалежності: канали впливу на економічне зростання // Інвестиції: практика та досвід. 2016. № 13. С. 5–11.
4. Резнікова Н. В. Нові контури боргової залежності: тригери кризових проявів в умовах глобальної взаємозалежності // Інвестиції: практика та досвід. 2016. № 15. С. 5–12.
5. Barberis N. Psychology and the Financial Crisis of 2007–2008 // Yale School of Management. 2011. URL: <http://faculty.som.yale.edu/nicholasbarberis/cp10.pdf>
6. Foote C., Gerardi K., Willen P. Why Did So Many People Make So Many Ex Post Bad Decisions? The Causes of the Foreclosure Crisis // FRB Boston, FRB Atlanta, NBER. 2012. URL: http://www.russellsage.org/sites/all/files/Rethinking-Finance/Willen.rsage_paper_2_11pw.pdf
7. Financial Crisis Inquiry Report // Financial Crisis Inquiry Commission. 2011. URL: http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_final_report_full.pdf
8. Growth of U.S. public debt // Federal Reserve Economic Database. 2015. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/GFDEBTN>

ПОРІВНЯННЯ ДИНАМІКИ ТА СТРУКТУРИ ВВП УКРАЇНИ ТА ПОЛЬЩІ НА СТАДІЇ ВИРОБНИЦТВА

*Моторин Руслан Миколайович,
доктор економічних наук, професор,
Київський національний торговельно-економічний університет*

У роботі виконано порівняння динаміки, структури та впливу факторів на ВВП України та Польщі на стадії виробництва і на цій підставі зроблено висновки про ефективність використання проміжного споживання, рівень податкового навантаження та дію факторів на ВВП.

Завданнями дослідження є порівняння показників двох країн щодо: 1) структури виробництва в країнах, що розглядаються, зокрема часток ВВП та проміжного споживання; 2) ефективності виробництва; 3) податкового навантаження; 4) дії факторів на ВВП. Це допоможе зрозуміти, на якому рівні перебували економіки країн на час проведення дослідження, проаналізувати їх динаміку, структуру та фактори впливу на ВВП.

Для розв'язання цих завдань використовувались дані рахунків виробництва та утворення доходу національних рахунків України та Польщі.