

ISSN 2310-2624



ВІСНИК

НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ



ЩОКВАРТАЛЬНИЙ
НАУКОВО-ПРАКТИЧНИЙ ЖУРНАЛ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

№ 242 Грудень 2017

ВІСНИК

НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

№ 242

Щоквартальний науково-практичний журнал
Національного банку України

Регулярно видається з березня 1995 року

Редакційна колегія

Дмитро Сологуб

Голова редакційної колегії,
заступник Голови Національного
банку України

Том Купе

Професор Університету
Кентербері, PhD

Олег Кореньок

Професор Університету
Співдружності Вірджинії, PhD

Олексій Кривцов

Директор Департаменту
міжнародного економічного
аналізу Банку Канади, PhD

Олександр Петрик

Професор, доктор економічних наук

Інна Співак

Начальник відділу аналізу
міжнародної економіки
Департаменту монетарної
політики та економічного
аналізу Національного банку України,
доктор економічних наук

Андрій Цапін

Заступник начальника відділу
досліджень Департаменту
монетарної політики
та економічного аналізу
Національного банку України, PhD

Сергій Ніколайчук

Заступник голови редакційної колегії,
директор Департаменту монетарної
політики та економічного аналізу
Національного банку України, PhD

Юрій Городніченко

Професор Університету Каліфорнії,
Берклі, PhD

Віктор Козюк

Професор Тернопільського національного
економічного університету,
доктор економічних наук,
член Ради Національного банку України

Тимофій Милованов

Професор Університету Пітсбургу,
почесний президент Київської школи
економіки, заступник Голови Ради
Національного банку, PhD

Марко Шкрєб

Консультант із діяльності центральних банків

Олександр Талавера

Професор Університету Суонсі, PhD

Віталій Ваврищук

Директор Департаменту фінансової
стабільності Національного банку України

Вадим Волосович

Професор Університету Еразма
Роттердамського, PhD



Засновник і видавець:

Національний банк України

Редакційна колегія забезпечує
дотримання стандартів
видавничої етики

Під час передруку матеріалів,
опублікованих у журналі
“Вісник Національного банку України”,
розміщення посилання на
першоджерело обов’язкове

Редакційна колегія може
публікувати матеріали в
порядку обговорення, не
поділяючи думку автора

Відповідальність за точність
викладених фактів несе автор

© Національний банк України 1995–2017

Усі права захищено

<https://doi.org/10.26531/vnbu2017.242>

Адреса: Україна, м. Київ, 01601, вул. Інститутська, 9

E-mail: journal@bank.gov.ua

Дизайн і верстка:

ТОВ “Златограф”.

Адреса: Україна, м. Київ, 01001, вул. Прорізна, 12, офіс 10.

Телефон: +380 (44) 360-94-60.

ВСТУПНЕ СЛОВО ГОЛОВИ РЕДАКЦІЙНОЇ КОЛЕГІЇ

Шановні читачі!

Дослідження, що пропонуються до вашої уваги в цьому випуску журналу “Вісник Національного банку України”, присвячені вирішенню практичних проблем оцінювання рівня ВВП у поточному кварталі, пошуку найкращих шляхів розвитку системи гарантування вкладів в Україні, а також презентують огляд найновіших досліджень у сфері поведінкових фінансів домогосподарств, зважаючи на їх вагомий внесок у забезпечення макрофінансової стабільності.

У першій статті випуску “*Наукастинг ВВП України за допомогою доповненої факторами VAR (FAVAR) моделі*” Антон Груй і Роман Лисенко пропонують нову систему для прогнозування поточного стану (наукастингу) квартального ВВП України, яка ґрунтується на використанні випереджальних індикаторів із різною частотою оприлюднення даних. Автори стверджують, що доповнена факторами VAR (FAVAR) модель здатна підвищити точність прогнозування ВВП.

Дослідження Андрія Даниленка “*Еволюція системи гарантування вкладів в Україні до світових стандартів: макропруденційний аспект*” акцентує увагу читачів на важливості системи гарантування вкладів для забезпечення фінансової стабільності держави. Вивчивши найкращий світовий досвід, автор представив низку пропозицій щодо реформування системи гарантування вкладів в Україні.

Завершує випуск журналу стаття Павла Ілляшенка “*Поведінкові фінанси: інвестиції домогосподарств та прийняття рішень про позички*”. Дослідник вважає, що незважаючи на значущість проблем інвестування та запозичень домогосподарств, питанням їх поведінкових фінансів приділяється замало уваги. Такий недогляд ускладнює прийняття фінансових рішень, що має негативні наслідки у сфері фінансової стабільності. Автор заповнює цю прогалину, проводячи ґрунтовний огляд найбільш вагомих досліджень, що спроможні поліпшити розуміння мотивів домогосподарств.

Сподіваємося, що статті поточного випуску журналу “Вісник Національного банку України” будуть корисними для політиків, економістів-практиків і дадуть поштовх для нових дослідницьких проєктів. Редакційна колегія запрошує науковців, які працюють у сферах економіки та фінансів, долучатися до професійної дискусії та подавати власні дослідження для публікації в нашому журналі. “Вісник Національного банку України” є учасником авторитетної міжнародної спільноти економічних досліджень IDEAS / RePEc, а наші публікації індексуються у базі даних Index Copernicus International.

Завжди раді співпрацювати з вами!

***З найкращими побажаннями,
Дмитро Сологуб***

ЗМІСТ

Антон Груй, Роман Лисенко

Наукастинг ВВП України за допомогою доповненої факторами VAR (FAVAR) моделі 5

Андрій Даниленко

Еволюція системи гарантування вкладів в Україні до світових стандартів:
макропруденційний аспект 15

Павло Ілляшенко

Поведінкові фінанси: інвестиції домогосподарств та прийняття рішень про позички 31

НАУКАСТИНГ ВВП УКРАЇНИ ЗА ДОПОМОГОЮ ДОПОВНЕНОЇ ФАКТОРАМИ VAR (FAVAR) МОДЕЛІ

■ **Антон Груй**

Національний банк України

E-mail: Anton.Grui@bank.gov.ua

■ **Роман Лисенко**

Національний банк України

E-mail: Roman.Lysenko@bank.gov.ua

АНОТАЦІЯ

У статті представлено систему для прогнозування поточного значення (наукастингу) квартального ВВП України. Ця система базується на використанні випереджальних індикаторів із різною частотою оприлюднення даних. Ми узагальнюємо інформацію з набору пояснюючих змінних у декілька факторів за допомогою методу головних компонент та оцінюємо доповнену факторами VAR (FAVAR) модель. Розроблена система спроможна враховувати нові дані, які поступово оприлюднюються протягом кварталу, для уточнення наукастів ВВП. Ми також досліджуємо вплив окремих релізів даних на точність прогнозування.

Класифікація JEL: C53, C82, E17

Ключові слова: головні компоненти, наукастинг, факторна модель

I. ВСТУП

Куди прямує економіка, і яка поточна швидкість економічного зростання? Одним із найвідоміших індикаторів цього є реальний квартальний ВВП. Статистична інформація щодо нього оприлюднюється зі значним запізненням по завершенні кварталу, проте процедура прийняття рішень із питань економічної політики потребує інформації про поточний стан економіки фактично в реальному часі. Міжнародний досвід свідчить, що отримати таку інформацію можна за допомогою так званих наукастингових моделей, які дають змогу оцінити стан економіки до оприлюднення офіційної статистики.

Під наукастином розуміють прогнозування даних за поточний період часу. Така практика набула застосування в більшості центральних банків розвинутих країн світу. Враховуючи наявність часового лагу між змінами в монетарній політиці та впливом на економіку, центральні банки потребують якнайшвидших оцінок поточної економічної ситуації. Зокрема, вчасне виявлення економічних поворотів необхідне для досягнення та утримання цінової стабільності.

Під час макроекономічного прогнозування кількість “кандидатів” у пояснювальні змінні може бути відносно великою. Факторний аналіз дає змогу виокремити головні джерела варіації серед набору змінних. Таким чином, невелика кількість оцінених факторів узагальнює в собі значну частину інформації з великої системи.

Доповнені факторами (факторні) моделі мають ряд переваг. По-перше, вони можуть охоплювати багато змінних і при цьому уникати проблеми дефіциту ступенів свободи. Більше того, врахування великої кількості інформації допомагає отримувати точніші оцінки для прогнозування та макроекономічного аналізу. По-друге, факторний аналіз спроможний відкинути власні шоки окремих змінних, що не мають впливу на загальну динаміку системи. Серед подібних шоків можуть бути в тому числі й похибки вимірювання. Таким чином, монетарна політика отримує вартий довіри сигнал від економіки та не змушена реагувати на “шум”. До того ж виокремлення загальних економічних факторів та шоків само по собі є важливим завданням макроекономічного аналізу. Третьою перевагою є те, що факторні моделі спроможні лишатись агностичними щодо структури економіки та не залежать від економічних припущень.

У статті розробляються та вивчаються прогнозні характеристики факторної моделі для наукастингу ВВП України. Така модель повинна базуватися на доступних випереджальних індикаторах, а також отримувати інформацію в ході поступового оприлюднення нових даних. Оцінювання прогнозних характеристик відбувається за допомогою експериментів псевдопрогнозування поза межі вибірки. Ми відтворюємо реальні ситуації з обмеженими часовими проміжками даних наявних для оцінки факторів та коефіцієнтів рівнянь. Модель здатна переоцінювати фактори та коефіцієнти з появою нових даних та відповідно поступово уточнювати наукасти ВВП. Хоча дизайн таких експериментів відрізняється від ідеального тим, що використовується сучасна база даних. Деякі історичні дані могли бути переглянуті постфактум.

Стаття побудована таким чином. У другому розділі наведено огляд літератури. Третій розділ містить аналіз динаміки ВВП України за останні 10 років. У четвертому описано дані та побудовані на їхній основі фактори, а також економічне підґрунтя цих факторів та їхній зв'язок із динамікою ВВП. У п'ятому представлена модель для наукастингу. Також у цьому розділі розглядається хронологічна карта оприлюднення нової релевантної інформації, симулюється щоквартальна процедура наукастингу та досліджуються похибки прогнозування. Шостий розділ присвячений висновкам.

II. ОГЛЯД ЛІТЕРАТУРИ

Головною ідеєю дослідження є використання оцінених факторів у ролі регресорів для наукастингу річних приростів ВВП. Розрахунок таких факторів відбувається з відносно великого набору змінних.

Нехай $X_t = [x_{1t}, \dots, x_{Nt}]'$ – вектор з N спостережуваних часових рядів, що описують економіку. Кожен із його елементів може бути представлений як

$$x_{it} = \lambda_{i1} f_{1t} + \dots + \lambda_{iR} f_{Rt} + u_{it},$$

або у матричному вигляді

$$X_t = \Lambda F_t + U_t,$$

де $U_t = [u_{1t}, \dots, u_{Nt}]'$ – вектор власних шоків спостережуваних змінних, $F_t = [f_{1t}, \dots, f_{Rt}]'$ – вектор із R неспостережуваних спіль-

них факторів, $\Lambda = \begin{bmatrix} \lambda_{11} & \dots & \lambda_{1R} \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ \lambda_{R1} & \dots & \lambda_{NR} \end{bmatrix}$ – матриця навантажень.

Breitung and Eickmeier (2006) оцінюють матрицю навантажень за допомогою методу головних компонент. Секція 2 зазначеної вище праці містить опис технічного аспекту методу. Розраховані за таким методом фактори F_t є ортогональними один до одного та називаються головними компонентами.

Факторні моделі використовуються для побудови економічних індикаторів, аналізу економічної політики та прогнозування.

Одними з найвідоміших економічних індикаторів є Chicago Fed National Activity Index (CF-NAI) та EuroCOIN. CF-NAI розраховується як перша головна компонента низки показників економічної активності у Сполучених Штатах. Індекс був розроблений Stock and Watson (1999) та визнаний корисним для прогнозування інфляції. У сучаснішій праці Brave and Butters (2014) він використовується для наукастингу ВВП. EuroCOIN є спільною компонентою ВВП країн-членів єврозони. Індекс був запропонований у праці Altissimo et al. (2001). Аналогічно Cristadoro et al. (2001) будують міру базової інфляції для Єврозони, а Karpetanios (2004) – для Сполученого Королівства.

Forni et al. (2004) та Giannone et al. (2004) використовують факторний аналіз для виявлення структурних шоків, що формують спільну динаміку економічних змінних та обговорюють слушні відгуки монетарної політики. Більше того, стандартне правило Тейлора із включеними до нього оціненими факторами є більш стійким та надійним правилом монетарної політики.

Bernanke et al. (2005) досліджують вплив відсоткової ставки на економіку за допомогою доповненої факторами VAR (factor augmented, FAVAR) моделі. VAR моделі надають достовірну структуру для аналізу, проте дуже вразливі до проблеми дефіциту ступенів свободи. Природним рішенням є побудова моделей на оцінених факторах, що ефективно узгадують інформацію від багатьох макроекономічних змінних. Отримана специфікація виглядає як

$$\begin{bmatrix} F_t \\ i_t \end{bmatrix} = \Phi(L) \begin{bmatrix} F_{t-1} \\ i_{t-1} \end{bmatrix} + \vartheta_t,$$

де ϑ_t – білий шум, F_t – вектор факторів, оцінених методом головних компонент, $\Phi(L)$ – поліном лагів, а i_t – процентна ставка щодо федеральних фондів.

Схожу специфікацію використовують Gupta et al. (2010) для оцінки впливу витрат на оборону.

Факторні моделі часто застосовуються як інструмент прогнозування. Stock and Watson (1999) досліджують прогнозування інфляції за допомогою кривої Філіпса, при цьому замінюючи безробіття на оцінений індекс ділової активності в США. Виявляється, що здатність такої факторної моделі прогнозувати поза межі вибірки перевершує прогнозну здатність одномірних методів чи звичайної кривої Філіпса. Stock and Watson (2002) використовують декілька перших головних компонент для короткострокового прогнозування промислового виробництва. Враховуючи можливість прогнозувати як інфляцію, так і реальні величини, Bernanke and Boivin (2003) пропонують включати фактори у функцію реакції монетарної політики.

Forni et al. (2005) прогнозують інфляцію та промислове виробництво для Єврозони, Brisson et al. (2003) – деякі реальні величини для Канади, а Artis et al. (2005) – для Великобританії. Зазвичай прогнозовані змінні визначаються як функції від своїх поточних та попередніх значень, а також поточних та попередніх значень оцінених факторів.

Stock and Watson (2006) вивчають підхід Bernanke et al. (2005) та зазначають, що FAVAR можна застосовувати для прогнозування. Itkonen (2016) описує використання такої моделі для наукастингу ВВП Фінляндії.

Загалом прогнозні характеристики факторних моделей є обнадійливими. Зокрема, вони перевершують одномірні методи та моделі з меншою кількістю змінних. Хоча варто зауважити, що вибір набору змінних для аналізу часто є випадковим. Водночас один і той самий набір може застосовуватися для прогнозування різних величин. Bovin and Ng (2005) пропонують використовувати лише змінні, що мають високу пояснювальну силу відносно тієї величини, яку треба прогнозувати.

Зазвичай процедура прогнозування відбувається у два кроки. На першому кроці з великого набору змінних оцінюються кілька неспостережуваних факторів. Стандартно застосовується метод головних компонент, так само робимо і ми у цій праці. У деяких статтях, наприклад Giannone et al. (2008) та Porshakov et al. (2015), використовується фільтр Калмана для оцінки факторів та їх рекурсивного прогнозування. На другому кроці оцінені фактори використовуються в ролі пояснювальних змінних для побудови лінійної прогнозної моделі. Waibura and Rünstler (2011) та Angelini et al. (2011) показують, що фільтр Калмана може виконувати обидва кроки одночасно.

У цій статті ми будемо та уточнюємо наукасти темпів зміни квартального реального ВВП у річному вимірі за допомогою випереджальних індикаторів. Під останніми розуміємо показники, нові дані для яких поступово з'являються протягом кварталу.

Модель для такого наукастингу повинна поєднувати щомісячні випереджальні індикатори із щоквартальними, а також мати справу з проблемою обірваних країв – спостереження для деяких змінних можуть бути відсутні в кінці вибірки. Подібні моделі називають мостовими рівняннями, оскільки вони “наводять мости” між спостереженнями різної частоти.

Використання мостових рівнянь розглянуто, зокрема, в Angelini et al. (2011). Автори відтворюють наукастинг ВВП Єврозони у псевдореальному часі, при цьому користуються послідовним оприлюдненням щомісячної інформації. Фільтр Калмана справляється з проблемою обірваних країв та об'єднує окремі індикатори у фактори, водночас враховуючи багатомірну інформацію для прогнозування відсутніх спостережень. Такий підхід був уперше запропонований у Giannone et al. (2006). Типовішим підходом для прогнозування відсутніх спостережень пояснюючих змінних виступають одномірні методи. Зокрема, у цій праці ми покладаємось на процес випадкового блукання.

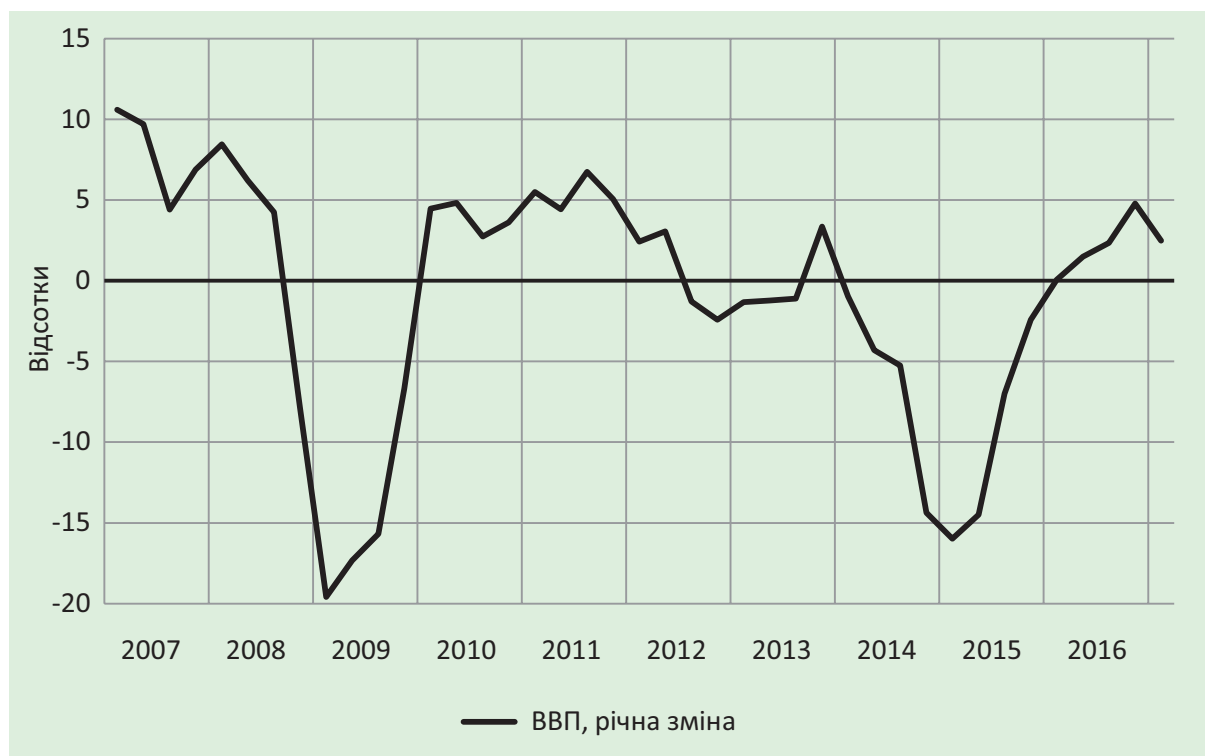
Angelini et al. (2011) враховують нові дані двічі на місяць, що дає змогу поступово поліпшувати прогнозну здатність моделі. Значна пояснююча сила приписується даним результатам опитувань, котрі привносять важливу інформацію з меншою затримкою, ніж індекси діяльності галузей економіки. Дослідники також виявляють, що мостові рівняння з факторами мають кращі прогнозні характеристики, ніж середні значення прогнозів мостових рівнянь з окремими пояснювальними змінними.

Цікавим є приклад Bragoli et al. (2014), котрі враховують щоденні релізи даних із різних джерел для оновлення наукастів ВВП Бразилії.

III. ІСТОРИЧНА ДИНАМІКА ВВП УКРАЇНИ

Динаміці реального ВВП України притаманна значна волатильність. Зокрема, часовий ряд темпів зміни реального квартального ВВП України в річному вимірі протягом 2006–2017 років включає два кризові періоди (2008–2009 та 2014–2015 роки), протягом яких було зафіксовано значне падіння цього показника (близько -19.6% та -15.5% у перших кварталах відповідно 2009 та 2015 років) (див. графік 1).

Графік 1. Реальний ВВП



Стрімке падіння реального ВВП України у 2008–2009 роках було результатом негативного впливу світової фінансової та економічної кризи, що спричинило відплив капіталу. Також погіршилася кон'юнктура сировинних товарних ринків. А оскільки велика частка в структурі зовнішньої торгівлі України належить сировині, це призвело до падіння у 2009 році обсягів виробництва в основних експортноорієнтованих галузях. Крім того, негативно на динаміку економічної активності вплинула реалізація ризиків, накопичених у банківському секторі в результаті перегрівання ринку нерухомості у 2007–2008 роках. Таке перегрівання проявлялося у вигляді “кредитного буму”, у тому числі в іноземній валюті.

Повільне відновлення світової економіки після кризи 2007–2009 років зумовило слабке відновлення економічного зростання України. Середні темпи зростання реального ВВП за період 2010–2013 років становили 2.5%.

У IV кварталі 2014 року було зафіксовано падіння реального ВВП на 14.4% у річному вимірі. Це стало наслідком геополітичних та економічних шоків, проявами яких були анексія Росією АР Крим у березні та ескалація військового конфлікту на сході України у серпні-вересні 2014 року. Розрив виробничих і логістичних зв'язків між підконтрольною українській владі територією та окупованими територіями призвів до стрімкого падіння промислового виробництва та експорту.

Починаючи з 2016 року економіка України демонструє відновлення, хоча його темпи й залишаються нестійкими. Зростання ВВП зазнає негативного впливу зовнішніх факторів унаслідок збереження сировинної структури зовнішньої торгівлі та військового конфлікту на сході країни.

Отже, причини кризових явищ в економіці України відрізняються. Їх важко було передбачити, керуючись виключно моделями, що ґрунтуються на економічній теорії. Україна є малою відкритою економікою та продовжує перебувати під впливом зовнішніх факторів. Тому навіть в умовах відносної стабільності питання прогнозування поточної економічної активності є непростим завданням.

IV. ДАНІ ТА ОЦІНЕНІ ФАКТОРИ

Статистичні дані, які ми використовуємо для побудови неспостережуваних факторів, включають загалом 20 індикаторів. Серед них:

- індекси виробництва базових галузей економіки¹ (ІВБГ) (промисловість, сільське господарство, будівництво, торгівля і транспорт виражені в річних приростах реального виробництва – усього 9 показників; публікуються щомісячно);

¹ Джерело: Державна служба статистики України.

• результати опитувань підприємств² (оцінки фінансово-економічного стану, очікування щодо обсягів продажу, інвестиційної активності тощо виражені в річних змінах балансу позитивних та негативних відповідей – усього 11 показників; публікуються з квартальною частотою).

Дані зі щомісячною частотою трансформуємо у щоквартальні за допомогою середнього арифметичного значення за три місяці кварталу. Відсутні спостереження прогнозуються за допомогою процесу випадкового блукання. Кількість індикаторів у розгляді дещо менша від кількості тих, що використовуються в деяких інших працях. Проте всі вони несуть пояснювальну силу для прогнозування ВВП. Для такої моделі зберігаються переваги факторних моделей.

Нижче ми розглядаємо фактори, побудовані за наявності даних для всіх пояснюючих змінних до II кварталу 2017 року включно.

Динаміку всіх наявних спостережуваних змінних узагальнюємо у факторах (головних компонентах) за допомогою методу головних компонент. У таблиці 1 подана матриця кореляцій між змінними (рядки) та першими трьома головними компонентами (колонки). Кожен коефіцієнт, піднесений до квадрата, визначає відсоток варіації змінної, яку пояснює фактор. Таким чином, сума квадратів коефіцієнтів у рядку навпроти кожної змінної визначає, скільки відсотків варіації цієї змінної пояснюють перші три головні компоненти. Натомість сума квадратів коефіцієнтів у колонці навпроти кожного фактора, поділена на кількість змінних, визначає відсоток варіації всієї системи, що пояснюється цим фактором.

Оцінені головні компоненти представляють оцінки реалізації неспостережуваних основних економічних шоків. Хоча вони не обов'язково несуть пряму структурну інтерпретацію, оскільки можуть бути лінійними комбінаціями “справжніх” економічних факторів.

Перша головна компонента є узагальненим індикатором економічної активності країни, оскільки визначає як зростання виробництва базових галузей, так і позитивні зміни ділових очікувань підприємств. Крім того, вона пояснює 57% усієї варіації системи. Більшість змінних має з компонентою значну додатну кореляцію (0.46–0.95), за винятком таких, як:

- індекс виробництва сільського господарства – волатильний показник, що не корелює з розвитком виробництва інших галузей. Проте індекс має значну залежність від другої і третьої компонент;
- поточний рівень залишків готової продукції – показник від'ємно корелює зі зростанням попиту, але додатно – із сільськогосподарським виробництвом. Знову ж таки, друга і третя компоненти є для нього визначальними.

Таблиця 1. Матриця кореляцій

	PC1	PC2	PC3	Пояснена варіація
Сільське господарство	-0.06	0.41	0.61	0.54
Добувна промисловість	0.80	0.22	0.40	0.85
Обробна промисловість	0.95	0.13	-0.03	0.92
Виробництво електроенергії, газу та води	0.84	0.04	0.31	0.80
Будівництво	0.79	0.45	-0.09	0.84
Роздрібна торгівля	0.60	0.70	-0.02	0.85
Оптова торгівля	0.87	0.24	0.07	0.81
Вантажний транспорт	0.88	-0.04	0.17	0.81
Пасажирський транспорт	0.59	0.62	-0.35	0.86
Поточний фінансово-економічний стан	0.90	0.01	-0.20	0.86
Фінансово-економічний стан у наступні 12 місяців	0.85	-0.41	0.17	0.92
Зміни в обсягах реалізації продукції в наступні 12 місяців	0.87	-0.28	0.11	0.85
Зміни в обсягах у наступні 12 місяців на зовнішньому ринку	0.78	-0.33	0.10	0.73
Поточний рівень залишків готової продукції	-0.37	0.65	0.35	0.69
Поточна спроможність задовольнити неочікуваний попит	0.56	-0.02	-0.25	0.37

² Джерело: Національний банк України.

Зміни в інвестиціях у наступні 12 місяців	0.91	-0.29	0.00	0.91
Зміни в кількості працівників у наступні 12 місяців	0.91	-0.35	0.06	0.95
Потреби у запозичених коштах у наступні 12 місяців	0.46	-0.30	-0.36	0.43
Поточний доступ до банківського кредиту	0.86	-0.10	0.03	0.76
Плани щодо кредиту у найближчий час	0.48	0.59	-0.45	0.79
Пояснена варіація	0.57	0.14	0.07	

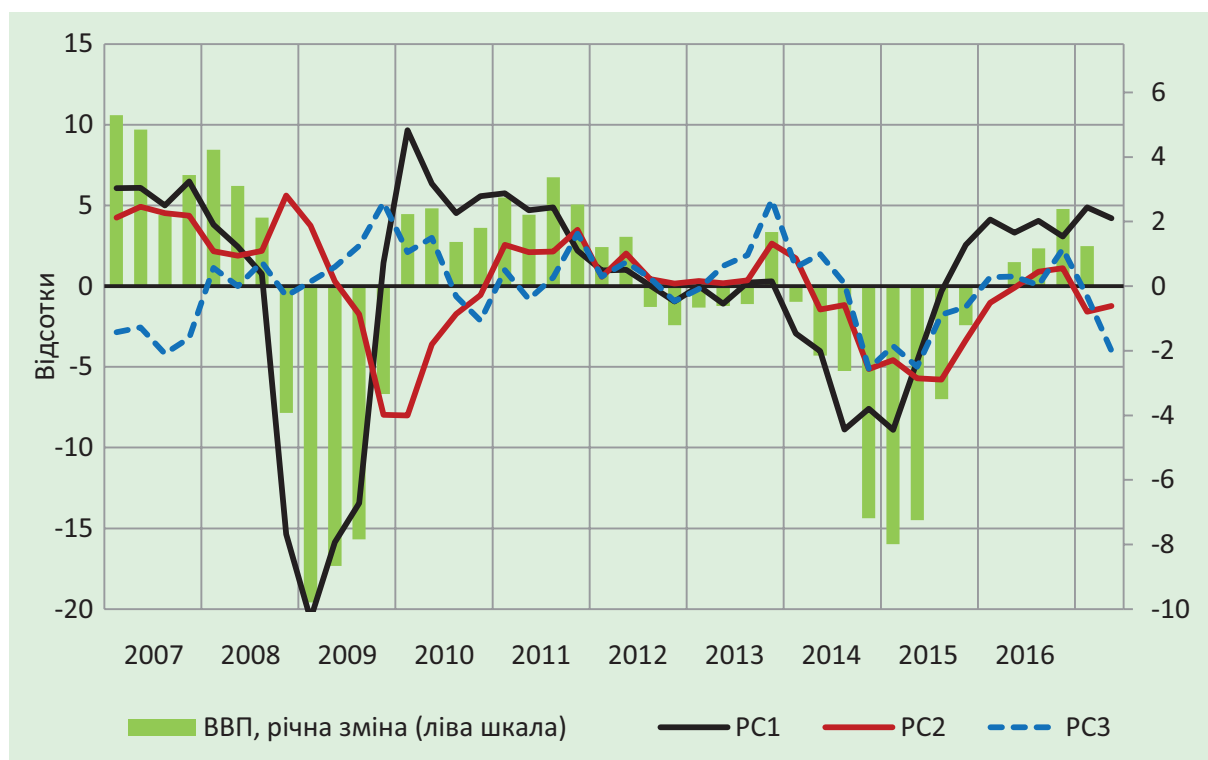
Друга головна компонента – це чинник, що відповідає за різноспрямований рух ділових настроїв підприємств (негативні кореляції, крім планів щодо банківського кредиту) і фактичного випуску базових галузей економіки (позитивні кореляції, включаючи поточний рівень залишків готової продукції). Друга компонента визначає 14% варіації набору змінних.

Третю головну компоненту важко інтерпретувати. Додатні або незначні кореляції спостерігаються з індексами виробництва базових галузей, проте не з пасажирськими перевезеннями. Компонента від'ємно корелює з оцінками поточного фінансово-економічного стану, спроможності задовольнити неочікуваний попит і потребами чи планами щодо залучення банківських запозичень. Натомість додатні кореляції мають поточний рівень залишків готової продукції та очікування щодо змін фінансово-економічного стану, обсягів реалізації продукції, інвестицій чи змін у кількості працівників. Третя компонента пояснює 7% сукупної варіації.

Четверту і наступні головні компоненти ми не використовуємо, оскільки вони пояснюють малу частину сукупної динаміки вхідних змінних. Ми обрали своєрідний прохідний бар'єр у розмірі 5% від сукупної варіації, що є середнім значенням для всіх 20 можливих головних компонент. Такий підхід був уперше запропонований у Kaiser (1960). Він необов'язково пасує до визначення кількості змінних для VAR моделі, проте ми емпірично встановили, що включення додаткових головних компонент не поліпшує прогностичних властивостей моделі.

Річні зміни ВВП та перші три головні компоненти відображені на графіку 2. Стрімке падіння та відновлення ВВП у 2008–2009 роках характеризувалися суттєвими негативними значеннями першої компоненти, тоді як друга і третя були вищими. Натомість усі три головні компоненти демонстрували негативні значення під час падіння ВВП у 2014–2015 роках. Із початку 2016 року перша головна компонента перебуває на стабільно високому рівні, що може свідчити про відновлення економіки України. Проте таке відновлення дещо стримується волатильними чинниками, котрі відповідають за другу і третю компоненти.

Графік 2. Реальний ВВП та головні компоненти



V. ПРОЦЕДУРА НАУКАСТИНГУ ВВП УКРАЇНИ

Процедура наукастингу зміни реального квартального ВВП у річному вимірі базується на відносно великій кількості пояснювальних змінних, у ролі яких зручно використовувати випереджальні індикатори. Доповнена факторами VAR (FAVAR) модель у використанні виглядає таким чином:

$$\begin{bmatrix} y_t \\ F_{t+1} \end{bmatrix} = \Phi(L) \begin{bmatrix} y_{t-1} \\ F_t \end{bmatrix} + \varepsilon_t,$$

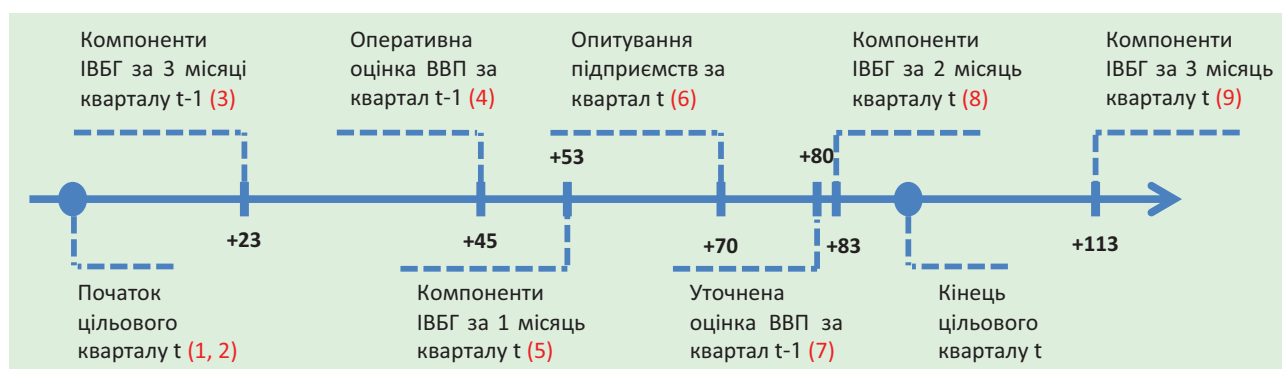
де y_t – річні прирости ВВП. Фактори F_t зсунуті на один квартал уперед для врахування найсвіжішої інформації щодо вхідних змінних, котра оприлюднюється до виходу офіційних даних щодо ВВП.

Фінальна версія моделі будує залежність лише з одним лагом. Фактично оцінка поточного приросту ВВП спрощується до лінійної залежності показника від свого попереднього значення та значень факторів за поточний квартал. VAR прогнозування відіграє роль, коли немає жодних даних за цільовий квартал та оцінок ВВП за попередній.

Уся релевантна інформація для оцінки ВВП за нашою специфікацією включає результати опитувань підприємств, дані за три місяці виробництва базових галузей та оцінку ВВП за попередній квартал. Ці дані оприлюднюються поступово. Останніми, приблизно на 23-й день по завершенню цільового кварталу, з'являються дані за третій місяць виробництва базових галузей. Таким чином розрахунки з повним обсягом вхідної інформації можуть використовуватися для бек-касту. Вони вже є корисними, оскільки оперативні оцінки від державної служби статистики з'являються на 45-й день по закінченні кварталу.

Проте економічна політика потребує розрахунків у реальному часі. Перші наукасти зміни ВВП у поточному кварталі можна робити вже станом на його початок. У нульовий день кварталу t відомими є результати опитувань підприємств за квартал $t-1$ та прирости ІВБГ за два місяці кварталу $t-1$. На 23-й день з'являються дані щодо компонент ІВБГ за три місяці $t-1$. Таким чином, уся релевантна інформація стає доступною поступово протягом 113 днів від початку цільового кварталу t . Приблизну схему оприлюднення нових даних подано на графіку 3.

Графік 3. Хронологічна карта оприлюднення релевантних вхідних даних



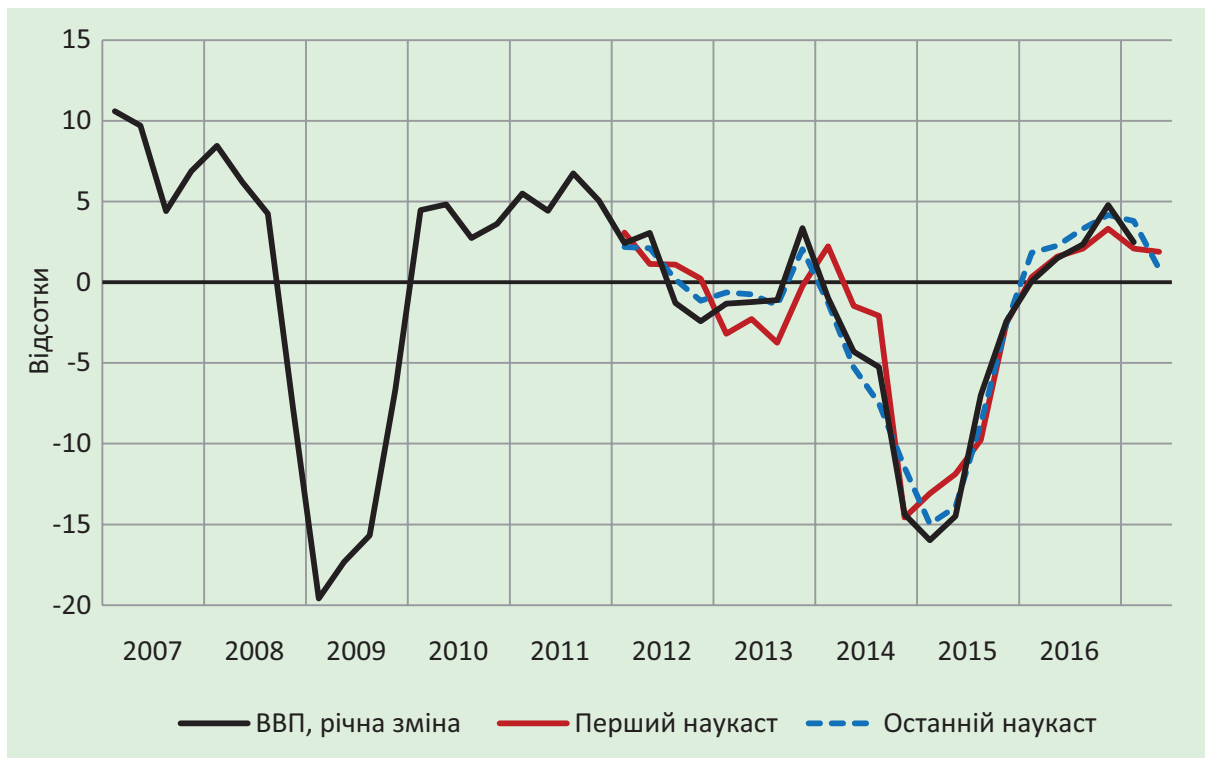
Найперші дані за цільовий квартал стають доступними на 53-й день з оприлюдненням приростів ІВБГ за один місяць. До цього моменту оцінки поточної економічної активності відбуваються завдяки даним за попередній квартал.

Для побудови та використання прогнозних моделей важливим є оцінювання якості прогнозів. З метою впровадження такої оцінки ми порівнюємо прогнози із фактичними значеннями, при цьому різниця між ними є прогнозною похибкою. Найпоширенішою мірою оцінки якості моделі є середньоквадратична похибка (RMSE, root mean squared error), проте ця міра перебільшує значення похибок, що виникають для наших симуляцій унаслідок структурних змін 2014–2015 років. Ми використовуємо середню абсолютну похибку (MAE, mean absolute error).

Наукасти можуть оновлюватися щоразу з виходом нової релевантної інформації. Тому важливо розуміти, які саме дані були доступними на момент побудови того чи іншого прогнозу. Для оцінювання прогнозної спроможності моделей ми використовуємо псевдопрогнозування поза межі вибірки. Часовий проміжок для проведення оцінювання починається в першому кварталі 2012 року та закінчується першим кварталом 2017 року. Таким чином, ми розглядаємо загалом 21 спостереження для дослідження прогнозних характеристик різних моделей та специфікацій. На графіку 4 подано перший прогноз, доступний на початку цільового кварталу, та останній прогноз, доступний на 23-й день по його завершенню.

Параметри моделей оцінюються на історичному проміжку, що передує прогнозованому. Таким чином, вони уточнюються щоразу із розширенням цього проміжку – так само, як би це відбувалося у випадку прогнозування в реальному часі.

Графік 4. Прогнозна спроможність першої та останньої ітерацій FAVAR моделі



Прогнозна спроможність останнього наукасту доволі висока як у відносно стабільні 2012–2013 роки, так і під час структурних змін у 2014–2015 роках. Якість першого є гіршою, зокрема він виявився неспроможним вчасно спрогнозувати скорочення ВВП у 2014 році. Проте загальна амплітуда падіння та подальше відновлення у 2016 році відтворені досить точно.

Загалом прогнозна здатність FAVAR моделей поступово поліпшується з урахуванням нових даних (таблиця 2). У нульовий день кварталу наукаст може бути побудований з урахуванням результатів опитувань підприємств за попередній квартал або без такого (ітерації (1) та (2)). Виявляється, що прогнози без результатів опитування були точнішими. Це може свідчити про малу спроможність підприємств прогнозувати економічну активність поза межі поточного кварталу. Саме прогнози без урахування результатів опитувань відображені на графіку 4.

Таблиця 2. Порівняння середніх абсолютних похибок прогнозів за FAVAR моделями та їх альтернативами

Дні	0	0	23	45	53	70	80	83	113
Ітерації	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
FAVAR	2.15	1.76	1.56	1.56	1.88	1.36	1.31	1.14	1.05
Випадкове блукання	4.61			2.78			2.73		
Індекс ділових очікувань							2.60		
Коригування ДССУ	0.37								

Оперативні оцінки зміни ВВП від ДССУ з'являються на 45-й день наступного кварталу. Згодом інформація коригується на 80-й день. Середнє абсолютне уточнення на досліджуваному періоді становить 0.37 в. п., що є нижньою межею похибки модельного прогнозу. Тобто навіть за ідеального прогнозування оперативних оцінок досі виникатиме похибка порівняно з уточненими.

Верхньою межею вважаємо похибку прогнозу випадкового блукання, за якого кожне наступне значення прогнозується на рівні попереднього. До 45-го дня таким прогнозом є приріст позаминулого кварталу, до 80-го – оперативні оцінки, після 80-го – уточнені оцінки минулого кварталу. Значення середніх абсолютних похибок є доволі високими, оскільки

на досліджуваному часовому проміжку відбувалося значне падіння ВВП. Симуляції псевдопрогнозування поза межі вибірки свідчать, що FAVAR модель значно перевершує можливості прогнозу випадкового блукання.

Похибки FAVAR наукастів спадають з оприлюдненням даних щодо темпів зміни виробництва у базових галузях за третій місяць попереднього кварталу (ітерація (3)), проте зростають з урахуванням темпів зміни ІВБГ за перший місяць поточного кварталу (ітерація (5)). Це є відображенням того, що дані за перший місяць зазвичай не відображають динаміку всього кварталу. Врахування результатів опитувань підприємств за поточний квартал (ітерація (6)) значно поліпшують прогнозну здатність моделі.

На основі виключно результатів опитувань підприємств формується індекс ділових очікувань (ІДО), який був описаний у Лисенко і Колесніченко (2016). Цей індекс можна також використовувати як пояснюючу змінну для короткострокового прогнозування ВВП, тому ми відтворюємо модель, представлену у вищезазначеній праці (таблиця 5, колонка 3). Виявляється, що FAVAR модель перевершує прогнозну спроможність простого використання ІДО.

VI. ВИСНОВКИ

Мета даного дослідження полягала в розробці та вивченні прогнозних характеристик факторної моделі для наукастингу ВВП України. Представлена в статті FAVAR модель базується на випереджаючих індексах виробництва базових галузей економіки та результатах опитувань підприємств. Вона може успішно застосовуватися за призначенням. Використання моделі для наукастингу у псевдореальному часі виявило її здатність перевершити прогнозні характеристики прогнозування випадкового блукання та прогнозування за допомогою виключно результатів опитувань підприємств.

У статті було розглянуто хронологічну карту оприлюднення нової релевантної інформації та запропоновано моменти оновлення оцінок поточного ВВП. Виявилось, що точність наукастингу загалом поліпшується з урахуванням більшої кількості інформації. Зокрема, додаткове врахування результатів опитувань виявилось важливим для зниження похибки прогнозу поточного ВВП. Водночас опитування виявилися нездатними підвищити точність прогнозування поза межі поточного кварталу.

У дослідженні також описано фактори, які було сконструйовано за допомогою методу головних компонент із відносно великого набору змінних. Перший із них пояснює 57% варіації всієї системи та може бути інтерпретований як індекс сукупної ділової активності. Темою для подальших досліджень може стати детальніший аналіз цього та інших факторів, а також економічних чинників, що за ними стоять. Додаткового дослідження також потребує значення узагальнених факторів для монетарної політики.

Серед перспективних напрямів для наукастингу ВВП та інших реальних змінних України варто виділити розширення списку пояснюючих індикаторів та використання фільтра Калмана.

Література

- Altissimo F., Bassanetti A., Cristadoro R., Forni M., Hallin M., Lippi M., Veronese G. (2001). EuroCOIN: A Real Time Coincident Indicator of the Euro Area Business Cycle. Discussion Papers, No. 3108, CEPR.
- Angelini E., Camba-Mendez G., Giannone D., Reichlin L., Rünstler G. (2011). Short-term forecasts of euro area GDP growth. *Econometrics Journal*, Vol. 14, No. 1, pp. C25-C44.
- Artis M. J., Banerjee A., Marcellino M. (2005). Factor forecasts for the UK. *Journal of Forecasting*, Vol. 24, No. 4, pp. 27-298.
- Bańbura M., Rünstler G. (2011). A look into the factor model black box: publication lags and the role of hard and soft data in forecasting GDP. *International Journal of Forecasting*, Vol. 27, No. 2, pp. 333-346.
- Bernanke B. S., Boivin J. (2003). Monetary policy in a data-rich environment. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 50, No. 3, pp. 525-546.
- Bernanke B. S., Boivin J., Elias P. (2005). Measuring the effects of monetary policy: a factor-augmented vector autoregressive (FAVAR) approach. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 120, No. 1, pp. 387-422.
- Boivin J., Ng S. (2005). Understanding and Comparing Factor-Based Forecasts. *International Journal of Central Banking*, Vol. 1, No. 3, pp. 117-151.
- Bragoli D., Metelli L., Modugno M. (2014). The Importance of Updating: Evidence from a Brazilian Nowcasting Model. Finance and Economics Discussion Series, No. 2014-94. Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C.
- Brave S. A., Butters R. A. (2014). Nowcasting using the Chicago Fed National Activity Index. *Economic Perspectives*, Vol. 38, pp. 19-37.
- Breitung J., Eickmeier S. (2006). Dynamic Factor Models. *Modern Econometric Analysis*, pp. 25-40.

- Brisson M., Campbell B., Galbraith J. W. (2003). Forecasting Some Low-Predictability Time Series Using Diffusion Indices. *Journal of Forecasting*, Vol. 22, No. 6-7, pp. 515-531.
- Cristadoro R., Forni M., Reichlin L., Veronese G. (2001). A Core Inflation Index for the Euro Area. Working Papers, No. 435, Bank of Italy.
- Forni M., Giannone D., Lippi M., Reichlin L. (2004). Opening the black box: structural factor models vs structural VARs. Universite Libre de Bruxelles, mimeo.
- Forni M., Hallin M., Lippi M., Reichlin L. (2005). The generalized dynamic factor model: one-sided estimation and forecasting. *Journal of the American Statistical Association*, Vol. 100, No. 471, pp. 830-840.
- Giannone D., Reichlin L., Sala L. (2004). Monetary Policy in Real Time. *NBER Macroeconomics Annual*, Vol. 19, pp. 161-200.
- Giannone D., Reichlin L., Small D. (2008). Nowcasting: The real-time informational content of macroeconomic data. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 55, No. 4, pp. 665-676.
- Giannone D., Reichlin L., Small D.H. (2006). Nowcasting GDP and inflation: the real-time informational content of macroeconomic data releases. Working Paper Series, No. 633, European Central Bank.
- Gupta R., Kabundi A., Ziramba E. (2010). The effect of defense spending on US output: a factor augmented vector autoregression (favar) approach. *Defence and Peace Economics*, Vol. 21, No. 2, pp. 135-147.
- Itkonen, J. (2016). How do we know where the economy is heading today? *Bulletin Bank of Finland*, Vol. 90, No. 3, pp. 51-61.
- Kaiser H. F. (1960). The application of electronic computers to factor analysis. *Educational and psychological measurement*, Vol. 20, No. 1, pp. 141-151.
- Kapetanios G. (2004). A note on modelling core inflation for the UK using a new dynamic factor estimation method and a large disaggregated price index dataset. *Economics Letters*, Vol. 85, No. 1, pp. 63-69.
- Porshakov A., Deryugina E., Ponomarenko A. A., Sinyakov A. (2015). Nowcasting and short-term forecasting of Russian GDP with a dynamic factor model. Discussion Papers, No. 19/2015, BOFIT, Bank of Finland, pp. 4-40.
- Stock J. H., Watson M. W. (2002). Forecasting using principal components from a large number of predictors. *Journal of the American statistical association*, Vol. 97, No. 460, pp. 1167-1179.
- Stock J. H., Watson M. W. (2006). Forecasting with many predictors. *Handbook of economic forecasting*, Chapter 10, pp. 515-554.
- Stock J.H., Watson M. W. (1999). Forecasting inflation. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 44, No. 2, pp. 293-335.
- Лисенко Р., Колесніченко Н. (2016). Використання результатів опитувань щодо ділових очікувань підприємств для короткострокового прогнозування економічного розвитку. *Вісник Національного банку України*, № 235. С. 43-56.

ЕВОЛЮЦІЯ СИСТЕМИ ГARANТУВАННЯ ВКЛАДІВ В УКРАЇНІ ДО СВІТОВИХ СТАНДАРТІВ: МАКРОПРУДЕНЦІЙНИЙ АСПЕКТ

■ Андрій Даниленко¹

Національний банк України

E-mail: Andrii.Danylenko@bank.gov.ua

АНОТАЦІЯ

У статті сформульовано пропозиції щодо змін у системі гарантування вкладів в Україні, які покликані посилити її роль у забезпеченні фінансової стабільності держави. Пропозиції ґрунтуються на результатах аналізу еволюції наукової думки та практики забезпечення оптимальної побудови й ефективної роботи систем гарантування вкладів у Європі та світі; вони також виходять з оцінки посткризового стану та проблем системи гарантування вкладів в Україні.

Класифікація JEL: E61, G28

Ключові слова: система гарантування вкладів, система фінансової безпеки, реформи Фонду гарантування вкладів фізичних осіб, фінансова стабільність

I. ВСТУП

Функціонування системи гарантування вкладів має значний вплив на стійкість фінансової системи, її здатність нейтралізувати шоки та/або наслідки криз передусім шляхом запобігання паніці вкладників та швидкого виведення з ринку неплатоспроможних фінансових установ. У системі гарантування вкладів в Україні нині відбуваються перетворення, зумовлені як уроками кризи, так і рухом до європейських стандартів. Важливо, щоб у результаті трансформації система гарантування вкладів набувала рис, які сприятимуть стабільності фінансової системи держави. Відповідно метою цієї статті є напрацювання пропозицій із вдосконалення системи гарантування вкладів, що допоможе забезпечити її більший внесок у фінансову стабільність та наближення до кращих світових стандартів. Представлений у цій роботі аналіз макропруденційної складової в рамках розгляду перетворень системи гарантування вкладів є новим для українських досліджень.

У міжнародній практиці, посилення аспекту підтримання фінансової стабільності в роботі систем гарантування вкладів відбувалося еволюційно, часто – під впливом криз. Особливо потужного поштовху цьому процесу надала глобальна криза 2007–2009 років. У ході розвитку після кризи сформувалося кілька спільних для систем гарантування вкладів тенденцій у контексті розширення їхніх функцій та охоплення кредитних установ, зміни підходів до фінансування, розміру покриття. Однією з найважливіших змін у напрямі посилення макропруденційної складової діяльності фондів гарантування вкладів став поступовий перехід до диференціації внесків установ-учасниць (банків) до фондів залежно від рівня ризиковості їхньої діяльності (поки що переважно в розвинутих країнах). Іншим результатом кризи стало збільшення кількості країн, у яких створено фонди гарантування вкладів, та спроби врегулювання принципів їхньої роботи на міжнародному рівні на підставі консенсусу провідних дослідників, що сформувався на сьогодні.

Фонд гарантування вкладів фізичних осіб в Україні (надалі – ФГВФО, Фонд) також змушений був протистояти масштабній кризі, яка пройшла у дві хвилі. Друга хвиля (у 2014 році) збіглася з початком очищення фінансового сектору, яке стало значним випробуванням для інституційної та фінансової спроможності Фонду.

У відповідь на кризу, а також на загальний запит щодо запровадження кращих європейських та світових стандартів, який сформувався серед спеціалістів та широкого загалу, в Україні розпочалися реформи в системі гарантування вкладів, у тому числі в напрямі посилення інституційної спроможності ФГВФО. Проте нині бракує консенсусу стосовно змісту деяких із цих змін. Крім того, увага дослідників саме до макропруденційного аспекту еволюції системи гарантування вкладів, особливо в Україні, є поки що недостатньою. Це зумовлює актуальність нашого дослідження.

¹ Погляди, висловлені в статті, відображають позицію автора і можуть не збігатися з позицією Національного банку України.

Стаття має таку структуру: у другому розділі розглядається зміна ролі гарантування вкладів у системі фінансової безпеки в контексті еволюції наукової думки з даної тематики; у третьому розділі розглянуто ключові тенденції розвитку систем гарантування у світі та значення з точки зору фінансової стабільності. Далі, у четвертому розділі, оцінюються основні виклики, які постали перед системою гарантування вкладів в Україні протягом останніх, кризових років, та кроки, які вже було вжито для їх подолання. Зрештою, в останньому розділі ми формулюємо рекомендації стосовно реформи системи гарантування вкладів в Україні з урахуванням посилення складової сприяння фінансовій стабільності.

II. РОЛЬ СИСТЕМИ ГАРАНТУВАННЯ ВКЛАДІВ У СИСТЕМІ ФІНАНСОВОЇ БЕЗПЕКИ

Система гарантування вкладів² відіграє одну з ключових ролей у системі “мережі” фінансової безпеки (financial safety net) – див. графік 1. Внесок цієї “мережі” у забезпечення фінансової стабільності подвійний:

по-перше, гарантування депозитів запобігає паніці серед вкладників, оскільки кошти більшості з них залишаються захищеними у повному обсязі навіть у випадку банкрутства банку³;

по-друге, діють механізми допомоги платоспроможним фінансовим установам, котрі мають проблеми з ліквідністю, та вчасної примусової реструктуризації неплатоспроможних банків (таким чином забезпечується безперебійне функціонування фінансової системи в цілому) (Schich, 2008).

Проте роль системи гарантування вкладів у сприянні фінансовій стабільності є амбівалентною (і може ставати навіть негативною), про що зазначається в літературі як на прикладі США (Kane, 1989), так і для ширшої вибірки країн (Demirgüç-Kunt and Detragiache, 1998; Demirgüç-Kunt and Huizinga, 1999). З одного боку, недостатній рівень покриття вкладів гарантіями (з точки зору кола осіб, на яких поширюється гарантія, або з огляду на гарантовану суму) підвищує небезпеку виникнення паніки серед вкладників під час банківської кризи, наслідком чого стане значний відплив депозитів. З іншого боку, надмірний захист завдяки гарантіям може знизити відповідальність вкладників у процесі розміщення депозитів та банків – під час їх використання. Це призводить до зростання ризиків для стабільності фінансової системи. Деякі дослідники (Kane, 2009; Kane, 2016) наголошують, що окремі системи фінансової безпеки в цілому мали ознаки несправедливої соціально-економічної функціональної ролі під час останньої кризи, оскільки деякі з них фактично використали кошти громадян для порятунку статків власників великих фінансових установ. Крім того, неоднакові умови гарантій вкладів для фінансових установ, які конкурують на тих самих ринках, якщо вони не відображені належним чином у ціні вкладів, створюватимуть умови для регуляторного арбітражу і шкодитимуть конкуренції (Kane, 2016).

Графік 1. Система фінансової безпеки України



* Включає голів НБУ, Міністерства фінансів, ФГВФО, НКЦПФР та Нацкомфінпослуг.

² Терміни “система гарантування вкладів” та “система страхування депозитів” вживаються у статті як ідентичні за сутністю синоніми. В Україні та низці країн Європи поширеніший перший термін, у країнах англосаксонської традиції – другий.

³ За результатами досліджень, системи гарантування депозитів у цілому впоралися з цією функцією під час останньої глобальної фінансової кризи (Demirgüç-Kunt et al., 2014).

З огляду на цю дилему у світовій практиці загальноприйнятою стала ідея про необхідність захисту за допомогою системи гарантування вкладів передусім тих категорій вкладників, які не володіють достатніми знаннями та навичками для оцінки можливих ризиків. При цьому підходи до визначення цих категорій у різних країнах суттєво відрізняються.

Системи страхування депозитів еволюційно розвивалися з початку ХХ сторіччя. Так, загальнонаціональна Федеральна корпорація страхування депозитів у США з'явилася 1933 року (хоча окремі її попередниці виникли вже у 1920-х роках)⁴. Дискусія щодо побудови ефективних систем страхування вкладів інтенсифікувалася напередодні та після кризи ощадно-позикових установ (Savings and Loans) у 1980-х роках у США та після вибуху “бульбашки” цін активів у Японії на початку 1990-х років. У цей час з'являються перші засадничі дослідження з цієї теми: визначення вартості і премій страхування депозитів (Merton, 1977, 1978; Buser et al., 1981; Ronn and Verna, 1986); впливу страхування депозитів на паніку вкладників та ліквідність банків (Diamond and Dybvig, 1983; Chari and Jagannathan, 1988); співвідношення державних і приватних систем гарантування вкладів (Ely, 1985); вплив участі в системі страхування вкладів на рівень капіталізації банків (Dowd, 1993); аналіз відносин у системі страхування вкладів у рамках моделі “принципал – агент” (Kane, 1995; Calomiris, 1996).

Запровадження системи залежних від ризику установи премій у страхуванні вкладів також почало обговорюватися ще з кінця 1980-х (Scott, 1987; Hall, 1990; Berger, 1994). У 1992 році США стали першою країною, яка запровадила таку систему на практиці.

У відповідь на міжнародну кризу 1990-х років міжнародні фінансові організації почали рекомендувати запровадження та інституціоналізацію⁵ систем гарантування (страхування) вкладів по всьому світу (Folkerts-Landau and Lindgren, 1998; Garcia, 1999). У цей же час сформувалася концепція “систем фінансової безпеки” (Kane, 2000), яку також просували МВФ та Світовий банк.

Глобальна економічна криза 2008–2009 років активізувала дискусію про поширення, модернізацію систем страхування вкладів та їхню роль у системах фінансової стабільності. Пропонувалися цілісні підходи до побудови/трансформації систем гарантування вкладів на підставі узагальнення та аналізу емпіричного досвіду все ширшого кола країн (Demirguc-Kunt and Kane, 2002; Demirguc-Kunt et al., 2007, 2008, 2014). Консенсусною можна вважати думку про те, що розмір та підходи до фінансування фонду гарантування, суми гарантованих депозитів повинні забезпечувати баланс між захистом вкладників та запобіганням паніці, з одного боку, й уникненням “морального ризику” (moral hazard) – із другого. Іншими словами, більшість роздрібних вкладників має бути захищеною гарантією, проте розмір цієї гарантії не повинен позбавляти великих вкладників стимулу самостійно оцінювати такі ризики.

Криза 2008–2009 рр. також привернула увагу вітчизняних дослідників до аналізу впливу системи страхування вкладів на фінансову стабільність. Цю тему розглядали Балдич (2009) з огляду на ризики, викликані асиметричністю інформації у банківському секторі, Довгань (2012) у контексті стійкості банківської системи. Також розглядалася відповідність вітчизняної системи гарантування вкладів рекомендаціям IADI⁶ (Серпенінова, 2014), нормам ЄС (Коваленко, 2013), досвіду ЄС та США (Карчева та ін., 2016). Згадані і не згадані українські вчені переважно рекомендують модель ЄС у якості основного орієнтира вітчизняних реформ.

III. ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ СИСТЕМ ГАРАНТУВАННЯ ВКЛАДІВ У ЄВРОПІ ТА СВІТІ

Поширення систем гарантування вкладів стало масовим явищем у світі з 1990-х років, зокрема охопивши Центральну та Східну Європу. Криза 2007–2009 років (і частково перед цим – криза 1997–1999 років) дала змогу перевірити на практиці стійкість окремих моделей гарантування вкладів. Узагальнені результати оцінки отриманого досвіду стали підґрунтям міжнародних рекомендацій та норм стосовно побудови, повноважень, фінансування систем гарантування вкладів та граничних сум відшкодування вкладникам.

Одразу після кризи кінця 1990-х МВФ проаналізував кращий міжнародний досвід побудови систем гарантування вкладів (Garcia, 1999; Garcia, 2000), проте висновки і рекомендації були досить загальними.

⁴ М. Фрідман у 1959 році назвав це рішення однією з “найважливіших структурних змін” у монетарній політиці США в напрямі підвищення стабільності (Friedman and Schwartz, 1983).

⁵ У спеціальній літературі традиційно розрізняють неявні (імпліцитні) та інституціоналізовані (експліцитні) системи гарантування вкладів. Перші передбачають, що держава/уряд не беруть на себе до кризи жодних формальних обов’язків щодо допомоги вкладникам, проте після настання кризових умов під тиском суспільної думки вживають заходів з порятунку банків та їх клієнтів. Інституціоналізована система страхування депозитів передбачає існування загальнонаціональних інститутів страхування вкладів із чітким мандатом. У світі спостерігається поширення саме інституціоналізованих систем страхування депозитів (Deposits, Deposit Guarantee Schemes and Bank Resolution (2013). Clifford Chance).

⁶ International Association of Deposit Insurers, Міжнародна асоціація страховиків депозитів.

У 2009 році Базельський комітет з банківського нагляду спільно з Міжнародною асоціацією страховиків депозитів (IADI) сформулювали 18 базових принципів ефективних систем страхування вкладів. Вони стосувалися інституційних аспектів (зокрема, публічні цілі, достатній мандат, незалежність, адекватне управління, уникнення морального ризику), питань співпраці (у межах мережі фінансової стабільності та на транскордонному рівні), рівня та охоплення депозитів страхуванням, членства у системах гарантування (включно з рекомендацією відмови від всеохоплюючого та безлімітного покриття вкладів страховками), фінансування (достатнього для швидкого відшкодування вкладникам), громадського інформування, ефективної примусової реструктуризації неплатоспроможних установ⁷, компенсації вкладникам та відшкодування понесених витрат Фонду. У 2012 році світовою Радою з фінансової стабільності (Financial Stability Board) було проведено перегляд виконання цих принципів окремими країнами. За результатами перегляду була сформульована ще низка рекомендацій, у тому числі про перехід до інституціалізованих (експліцитних) систем гарантування вкладів. У 2014 році IADI запропонувала доопрацьовану версію принципів, у якій зокрема більший наголос було зроблено на посиленні деяких принципів (управління, фінансування, відшкодування вкладникам), підвищенні ролі установ страхування вкладів у примусовій реструктуризації банків, посилено увагу до моральних ризиків, уточнено аспекти транскордонного співробітництва.

У 2011 році Рада з фінансової стабільності оприлюднила “Ключові характеристики ефективного режиму примусової реструктуризації (резольції) фінансових установ” (оновлено у 2014 році). У документі наголошено на потребі співпраці між органами, які забезпечують страхування депозитів та примусову реструктуризацію банків, а також на захисті прав вкладників та інших кредиторів під час примусової реструктуризації.

Розвиток регулювання діяльності систем гарантування вкладів у ЄС відбувався в руслі загальносвітових тенденцій, проте заходив глибше в питаннях визначення спільних підходів через потребу гармонізації в межах інтеграційного союзу. Першим нормативним документом ЄС у цій галузі стала Директива 94/19/ЄС від травня 1994 року, яка запровадила страхування депозитів у всіх кредитних інституціях, визначила перелік вкладів, на які страхування не поширюється (зокрема, депозити інших фінансових установ), установила часові межі виплат і єдину граничну суму відшкодування за вкладами – еквівалент 20 тисяч ЕКЮ (грошова одиниця Європейських Співтовариств). У 2009 році змінами до Директиви ця сума була підвищена до 100 тисяч євро.

На заміну вказаній Директиві 94/19/ЄС у квітні 2014 року було ухвалено Директиву ЄС 2014/49/EU з аналогічною назвою. Нова директива передбачає зокрема уніфікований підхід до формування фондів страхування вкладів за рахунок регулярних відрахувань банків-учасників, розмір яких залежить від ризиків кожної установи, покриття страхуванням як суми вкладу, так і нарахованих відсотків (незалежно від валюти депозиту), скорочення термінів виплати (до семи робочих днів із 2024 року), ширше інформування вкладників про страхування вкладів, створення системи захисту депозитів на рівні ЄС.

Директива ЄС 2014/59/EU з відновлення діяльності і резолюції (примусової реструктуризації) кредитних установ та інвестиційних фірм назвала захист застрахованих вкладів одним з основних міркувань, які впливають на вибір варіанта примусової реструктуризації установи та визначила взаємодію установи, уповноваженої за примусову реструктуризацію кредитних установ з ринку, та фондів (схем) гарантування вкладів.

Ці регулятивні акти і рекомендації міжнародних органів сформулювали концептуальні підходи, які визначили тенденції розвитку систем гарантування вкладів.

Домінування інституціалізованих (експліцитних) систем гарантування вкладів. Кожен із підходів – очікуване втручання держави для порятунку фінансових установ у випадку кризової ситуації чи формалізована система страхування вкладів – має свої переваги та недоліки. За першого підходу в державі залишається достатня свобода дій із порятунку банків чи допомоги вкладникам, проте заздалегідь загальні принципи дій залишаються для учасників ринку та вкладників незрозумілими, а в момент настання кризи у держави для допомоги їм може бути недостатньо фондів. У випадку наявності інституціалізованих (експліцитних) систем гарантування на момент кризи вже наявні фонди для виплат вкладникам/допомоги банкам; водночас вони потребують створення відповідної організаційної структури та забезпечення регулярних відрахувань із боку банків.

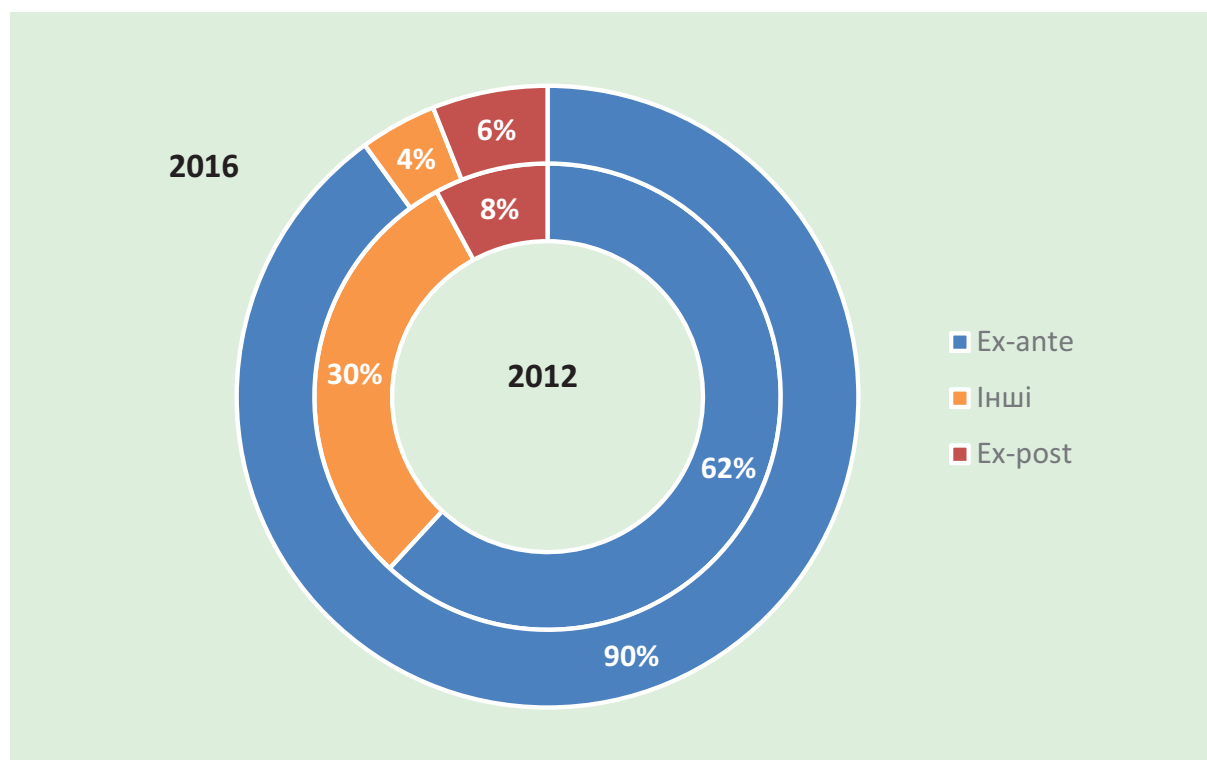
Наповнення фондів страхування вкладів до настання кризи (ex ante). Покриття витрат на компенсацію вкладникам постфактум (ex post) передбачало, що в разі банкрутства окремих банків платоспроможні банки формують фонд для виплат вкладникам залежно від фактичних потреб⁸. Недоліком останнього є проциклічність, оскільки банки змушені робити відрахування в моменти, коли стан їхніх балансів погіршується через несприятливі економічні обставини. Крім

⁷ В Україні нині немає єдиного усталеного терміна для позначення терміна resolution, який вживається у праві ЄС і означає дії компетентних органів стосовно банку в інтересах суспільства та стабільності фінансової системи з найменшими втратами для кредиторів в один із передбачених способів (продаж бізнесу, створення перехідної установи, розділення активів, конвертація зобов'язань у капітал). На думку автора, термін “виведення банку з ринку”, який у даний час використовується в Україні, не повністю відображає сутність поняття “resolution”, хоча йдеться про схожий набір інструментів. Тому надалі стосовно цього інструменту політики застосовується термін “примусова реструктуризація”, якщо не йдеться про законодавчо закріплені повноваження ФВФО. Аналогічний термін використовується, зокрема, польськими регуляторами.

⁸ Research and Guidance Committee IADI (2009). Funding of Deposit Insurance Systems. Guidance Paper.

того, несправедливо, що платити за банки-банкрути змушені (хай навіть тимчасово) банки з ефективнішим управлінням, у т. ч. з кращим ризик-менеджментом. На практиці цю дилему можуть вирішувати шляхом регуляторних вимог щодо формування банками необхідних резервів (Швейцарія) або поєднанням елементів фондів ex ante та ex post (Польща). Важливими перевагами систем ex ante є також прозорість “правил гри” і можливість запровадження необхідних регуляторних вимог (у т. ч. макропруденційного характеру) заздалегідь (графік 2).

Графік 2. Розподіл країн за підходом до наповнення фонду для покриття виплат вкладникам (2012 р. – вибірка із 76 країн і територій світу; 2016 р. – вибірка зі 100 країн і територій світу)



Джерело: IADI, опитування 2012 р. та 2016 р⁹.

Усі кредитні установи повинні брати участь у фонді. В ЄС страхування охоплені депозити клієнтів в усіх кредитних установах, наприклад, у кредитних спілках. У деяких країнах гарантії поширюються на більший перелік фінансових продуктів (наприклад, на страхові поліси), що також означає участь страхових компаній та інших фінансових інституцій у системах страхування/гарантування вкладів. Таке охоплення учасників не лише допомагає запобігати загрозам добросесній конкуренції (у тому числі завдяки обмеженню можливостей для “регуляторного арбітражу”), а й забезпечує ширший ефект від мережі фінансової безпеки.

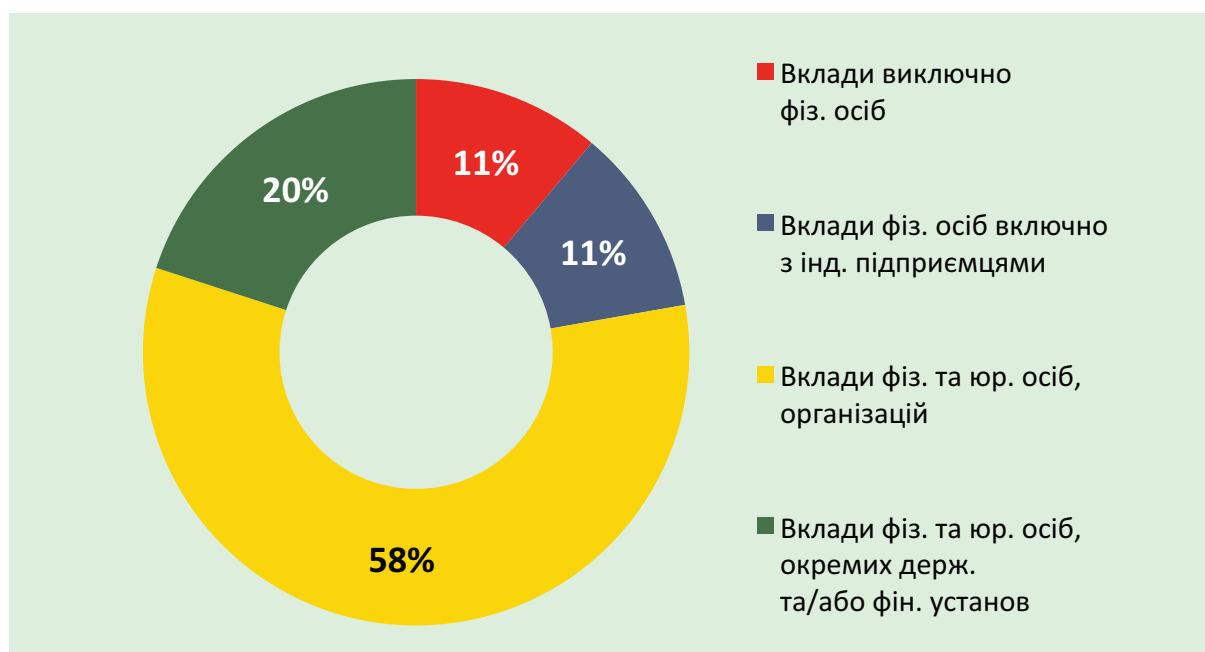
Міжнародне вирівнювання максимальної застрахованої суми вкладу на вищому рівні. Гарантовані суми вкладів (граничні суми відшкодування вкладникам) у середньому зросли порівняно з докризовим рівнем (або з’явилися в країнах, де раніше не було експліцитних систем гарантування вкладів). З початком кризи спостерігалось зростання граничних сум відшкодування вкладникам, запровадження гарантій на всю суму депозиту як частина антикризових заходів із запобігання паніці вкладників і відпливу вкладів. Після завершення кризи 2008–2009 рр. частина цих заходів була поступово скасована, проте в багатьох випадках гарантовані суми залишилися вищими за докризові та мали тенденцію до наближення до певних міжнародних стандартів. Одним з основних локомотивів цього процесу став ЄС з ініціативами щодо уніфікації підходів до страхування вкладів у Європі, що, ймовірно, було зумовлено спробою подолати “регуляторний арбітраж” – мотив для власників великих депозитів шукати юрисдикції з привабливішими умовами для вкладення (додаток 1). Негативним наслідком цієї тенденції є те, що в результаті верхній рівень гарантованої суми менше корелює з рівнем доходів на душу населення. Крім того, в країнах із низьким рівнем доходів населення підвищення максимальної гарантованої суми без зростання економіки і добробуту може створити “моральні ризики” для відносно заможних верств населення.

⁹ Опитування щодо страхування депозитів IADI <http://www.iadi.org/en/core-principles-and-research/deposit-insurance-surveys/> Дослідження проводиться серед організацій – членів IADI. Огляд за 2016 рік відображав дані на кінець 2015 року і був оприлюднений у серпні 2017 року.

Страхування вкладів незалежно від валюти внеску. У більшості країн з експліцитними системами гарантування вкладів страхуванню підлягають депозити у національній та будь-якій вільно конвертованій валюті¹⁰. Водночас відшкодування зазвичай відбувається в національній валюті за поточним курсом на момент банкрутства (фонди гарантування таким чином не перебирають на себе валютні ризики).

Розширення переліку вкладників, депозити яких підлягають страхуванню. Відповідно до принципу захисту страхування/гарантіями вкладів усіх, хто не може самостійно оцінити ризики, відповідний захист поширюється в багатьох країнах (передусім розвинутих) на інші категорії вкладників, окрім фізичних осіб. Зокрема, захист найчастіше поширюється на вклади малих та середніх підприємств, неприбуткових організацій, в окремих випадках – на всі підприємства, крім фінансових компаній, та на невеликі органи місцевої влади (графік 3). Враховуючи те, що максимальна застрахована сума залишається незмінною, такий підхід не суперечить згаданому вище принципу: потенційні суми відшкодування залишаються незначними для великих комерційних організацій.

Графік 3. Покриття депозитів страховками за категорією вкладників*



*Вибірка із 45 країн.

Джерело: Звіт про фінансову стабільність НБУ, грудень 2016.

Перехід до регулярних внесків установ-учасниць, залежних від рівня ризиків установи. На сьогодні такий підхід застосовується, наприклад, у країнах ЄС, Канаді, Гонконзі, Малайзії, Норвегії, Сінгапурі, Таїланді, Туреччині, США, Росії, Казахстані.

Диференційовані системи премій різняться за складністю від відносно простих (наприклад, у Гонконзі¹¹ чи Росії¹², де існують три рівні ставок залежно від категорії ризику, і відносно нескладна формула визначення такої категорії) до відносно складних, якими передбачається також коливання розмірів премій у межах однієї категорії і розділення за розміром банку (США)¹³. При цьому спільною рисою є розрив у кілька разів між ставками премій для інституцій із низьким та високим рівнем ризику. Більшість регуляторів має певний простір для коригування ставки через оцінку якісних показників роботи фінансової установи.

З розмаїття підходів до визначення диференційованих ставок можна умовно виділити дві типові: перша базується на формулі зі зважуванням ризику установи (застосовується в ЄС), друга заснована на скорингу (у США, Канаді, Казахстані, Малайзії, на Тайвані).

¹⁰ 91% з 57 юрисдикцій, опитаних IADI у 2016 році, гарантують вклади в іноземних та національній валютах.

¹¹ Hong Kong Deposit Protection. Board Guidance Note for Payment of Contributions: <http://www.dps.org.hk/en/download/guideline/20060817e1a1.pdf>.

¹² Агентство по страхованию вкладов. Об установлении ставок страховых взносов: https://www.asv.org.ru/for_banks/documents/#.

¹³ Federal Deposit Insurance Corporation: <https://www.fdic.gov/deposit/insurance/calculator.html>.

Європейський банківський орган (ЕВА) у 2015 році запровадив формулу, яка застосовується в ЄС для розрахунку суми внесків до фондів страхування. Річний внесок від установи i (C_i) є добутком ставки внеску (CR , однакова для всіх установ на певний рік)¹⁴, загальної ваги ризику для установи i (ARW_i), суми депозитів, на які поширюється гарантія в установі i (CD_i) та коригуючий коефіцієнт (μ , ідентичний для всіх установ на певний рік).

У формулі з урахуванням останнього коефіцієнта закладено достатній “простір для маневру” для коригування суми внесків до фондів кожного року.

Тенденція до диференціації внесків кредитних установ до фондів гарантування залежно від ризиків має найбільший макропруденційний ефект, оскільки стимулює учасників ринку до більш зваженої стратегії поведінки на ринку через здорожчання для них депозитних ресурсів у разі високої ризикованості операцій.

Посилення відповідальності власників банків та пов'язаних осіб за банкрутство банку. В більшості країн акціонери (власники) та керівництво банків, а також пов'язані з ними особи не мають права на відшкодування своїх вкладів у разі банкрутства банків. Це є стимулом для їх відповідальнішого ставлення до оцінювання можливих ризиків під час ухвалення важливих для кредитної установи рішень.

Пошук оптимального розміру фонду страхування/гарантування. На сьогодні національні рішення стосовно оптимального рівня суттєво різняться: від 0.25% від застрахованих депозитів у Гонконзі – до 10% внесків у банках у Росії. В ЄС цільовий розмір фонду страхування вкладів становить 0.8% від застрахованих вкладів. До цієї суми варто додати Єдиний фонд примусової реструктуризації (Single Resolution Fund) ЄС, розмір якого до кінця 2023 року повинен сягнути 1% від усіх застрахованих депозитів, оскільки ці кошти можуть бути використані для допомоги чи врегулювання проблем банків, які інакше могли б стати банкрутами та збільшити необхідну суму відшкодування вкладникам. Уніфікація розмірів фондів гарантування в Європі досі триває (додаток 2).

Водночас ресурсів фондів гарантування в середньому вистачатиме на протистояння лише незначній за масштабом кризі. Так, за розрахунками фонду гарантування вкладів Польщі, на початку 2015 року ресурсів фонду вистачило б тільки для порятунку дев'ятого банку за розмірами активів у системі¹⁵. З іншого боку, встановлення для банків більших внесків для посилення спроможності фондів гарантування протистояти кризам також не є дієвою альтернативою, оскільки в підсумку призведе до скорочення обсягів кредитування економіки. Таким чином, два аспекти важливі у підходах до розміру фонду. По-перше, забезпечується готовність до кризи в межах, що не шкодить економічному зростанню. По-друге, – співпраця всіх учасників системи фінансової безпеки, у т. ч. запобігання банкрутству системно важливих інституцій, оперативний обмін інформацією та механізми підтримки фонду з боку уряду та/або центрального банку.

Підвищення ролі фондів гарантування у примусовій реструктуризації неплатоспроможних установ. Уже в 2011 році частка фондів гарантування вкладів, які відігравали певну роль у примусовій реструктуризації неплатоспроможних установ, становила 65%¹⁶. З того часу спостерігається процес поступового зростання частки фондів гарантування вкладів із посиленими мандатами на активну участь у примусовій реструктуризації неплатоспроможних банків, у т. ч. все більше стає “мінімізаторів збитків”¹⁷ та “мінімізаторів ризиків”¹⁸ (графік 4). Цікаво зазначити, що чіткої кореляції між рівнем розвитку економіки чи фінансової системи країни та повнотою мандата фонду гарантування на примусову реструктуризацію установи немає: так, у Бельгії, Швейцарії та Чехії фонди виконують тільки роль “платіжної каси”¹⁹, тоді як у Кенії та Нігерії – “мінімізаторів ризику”.

¹⁴ Зокрема, у 2015 році для деяких членів ЄС у Східній Європі (відсотків від суми вкладів, які підлягають страхуванню) ставка становила: Угорщина – 0.14%, Румунія – 0.3%, Словаччина – 0.03%; Латвія – 0.2%.

¹⁵ Maria Sitkowska (2015). Setting the Target Fund Size: Poland country case.

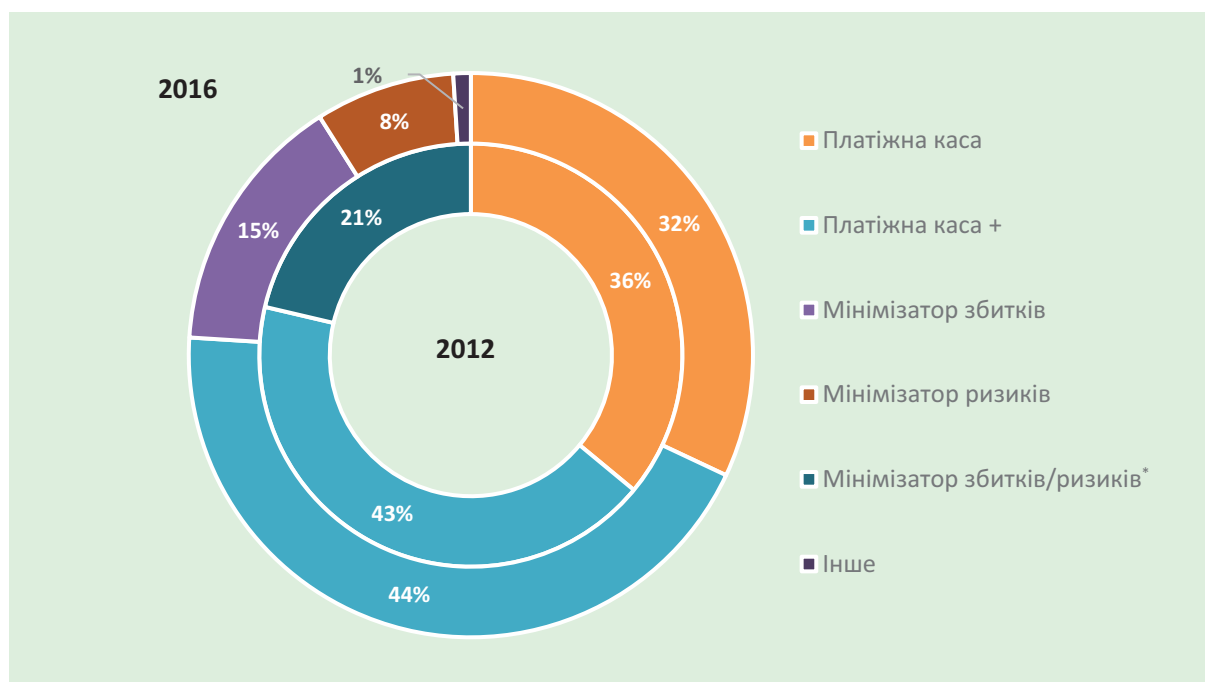
¹⁶ IADI Core Principles for Effective Deposit Insurance Systems, (November 2014): <http://www.iadi.org/en/assets/File/Core%20Principles/cprevised2014nov.pdf>.

¹⁷ Такий мандат дозволяє фонду страхування вкладів брати активну участь у відборі стратегії, яка дасть змогу мінімізувати втрати (IADI).

¹⁸ Фонд страхування вкладів має широкі повноваження щодо мінімізації ризиків включно з оцінюванням та управлінням ризиками, повним набором заходів раннього втручання та примусової ліквідації (в окремих випадках також деякі повноваження у сфері пруденційного нагляду) (IADI).

¹⁹ За такого мандату фонд страхування вкладів відповідає виключно за виплату гарантованих вкладів (IADI).

Графік 4. Еволюція мандата систем гарантування вкладів за мірою включення у процес примусової реструктуризації кредитних установ



*Розподіл мандатів мінімізатора ризиків і мінімізатора збитків для даних опитування 2016 р. (порівняно з опитуванням 2012 р.) пов'язаний зі зміною методології.

Джерело: опитування IADI від 2012 р. та 2016 р.

Стимулом для *врегулювання питання транскордонної дії систем гарантування вкладів* стали банківські кризи в Ісландії (2008) і на Кіпрі (2012–2013) та проблеми для іноземних вкладників, які вони спричинили. За відсутності належного співробітництва між фондами гарантування захист інтересів вкладника, який розмістив кошти у філії іноземного банку, стає проблематичним (оскільки багато фондів не беруть на себе страхування подібних депозитів). Міжнародна взаємодія може зменшити загрози зовнішніх шоків для груп вкладників із країн із відкритими фінансовими системами.

Розширене інформування вкладників про систему гарантування вкладів. У Директиві ЄС від 2014 року вимогам про інформування вкладників присвячено окремий розділ. Його метою є забезпечення усвідомлення клієнтом своїх прав, можливостей та обмежень у рамках системи страхування депозитів.

Підвищення власної інституційної спроможності й операційної ефективності. На рівні ЄС передбачене проведення регулярних (кожних три роки) стрес-тестів фондів гарантування, які дадуть змогу визначити їхню інституційну та фінансову спроможність протистояти розвитку кризових сценаріїв і продовжувати виконання основних функцій.

Отже, еволюція європейських та світових систем гарантування вкладів включала посилення уваги до їх готовності до криз (інституціалізація фондів гарантування та їх фінансування переважно за рахунок *ex-ante* внесків з урахуванням ризиків, розширення участі кредитних установ та покриття гарантіями ширшого кола учасників та фінансових продуктів, пошук оптимального розміру фонду гарантування, краща поінформованість вкладників) та спроможності кризового менеджменту (посилення інституційної спроможності фондів гарантування, підвищення їх ролі у примусовій реструктуризації банків). Це мало наслідком зростаючу роль фондів гарантування вкладів для фінансової стабільності держав.

IV. ПОТОЧНІ ВИКЛИКИ ПЕРЕД СИСТЕМОЮ ГАРАНТУВАННЯ В УКРАЇНІ

ФГВФО та інші учасники системи фінансової безпеки України мусили долати наслідки фінансової та банківської кризи в Україні (2008–2009 та 2014–2016 років), а також з 2014 року брати участь в очищенні банківського сектору.

Станом на 1 липня 2017 року ФГВФО сумарно виплатив вкладникам неплатоспроможних банків понад 87.4 млрд гривень. Це створило суттєве навантаження на Фонд і змусило його звернутися за фінансовою підтримкою до уряду та НБУ, попри те, що розмір Фонду – 2.5% від вкладів – відповідав кращим регіональним стандартам (зокрема,

польському) та перевищував середній рівень для ЄС. Відповідно постало питання підвищення інституційної та фінансової спроможності ФГВФО для ефективнішого протистояння подібним проблемам у майбутньому. У першу чергу це повинно означати ефективнішу реалізацію майна неплатоспроможних банків.

Виконання цього завдання нині ускладнене низкою як внутрішніх факторів (брак ресурсів, у т. ч. кадрових, у ФГВФО з огляду на масштаб кризи), так і зовнішніх (посткризовий кволий рівень економічної активності, правова вразливість кредиторів). Така вразливість значною мірою зумовлена незадовільною роботою правоохоронних, судових та виконавчих органів, що заважає поверненню активів законним власникам. Так, за даними ФГВФО, станом на 1 серпня 2017 року Фонд подав загалом 4 453 заяви до правоохоронних органів із приводу виявлених під час роботи в неплатоспроможних банках та банках, що ліквідовуються, фактів порушення законодавства на загальну суму понад 429.83 млрд грн²⁰. Робота над цими справами триває.

За показниками повернення активів у рамках процедур банкрутства Україна посідає одне з останніх місць у світі. За результатами дослідження Світового банку (2016), у рамках процедури банкрутства в Україні можна повернути лише 7.5 цента з одного долара США активів. Для порівняння: середній показник для Європи та Центральної Азії становить 38.2 цента, для країн ОЕСР із високим доходом – 73 центи з одного долара США²¹.

У цілому ефективність реалізації майна збанкрутілих банків підвищується, проте повільно. Так, у 2016 році Фонд отримав від продажу активів банків, які ліквідовуються, 3.2 млрд грн, а за 11 місяців 2017 року – 4.01 млрд грн. Водночас тільки за цей час вкладникам неплатоспроможних банків ФГВФО виплатив 21.78 млрд грн²².

Іншим важливим чинником, який визначає подальший вектор розвитку системи гарантування вкладів у нашій державі, є комплекс міжнародних угод, підписаних Україною. В першу чергу це Угода про асоціацію між Україною та ЄС, у рамках якої наша держава взяла на себе зобов'язання імплементувати вищезгадану Директиву ЄС 94/19/ЄС від 1994 року. Крім того, Україна прагне запровадити кращі міжнародні стандарти і принципи IADI. Частина цих міжнародних зобов'язань має стислі часові рамки (зокрема щодо імплементації положень Директиви – до кінця 2018 року).

Процес адаптації кращих світових та європейських практик у роботі ФГВФО триває вже кілька років. Закон України “Про систему гарантування вкладів фізичних осіб” від 2012 року (далі – Закон про СГВФО) забезпечив зростання ролі ФГВФО від “платіжної каси” до “мінімізатора збитків” – розширено повноваження в частині виведення неплатоспроможних банків із ринку шляхом здійснення в них тимчасової адміністрації та ліквідації.

Надалі Закон про СГВФО неодноразово доопрацьовувався в напрямі наближення до європейських норм і практики. У 2014 році було розширено вимоги до інформування клієнтів банку про систему гарантування, передусім у частині доступу до звітності банків. Зміни до Закону про СГВФО від 2015 були спрямовані передусім на прискорення виплат вкладникам та підвищення ефективності управління і реалізації майна неплатоспроможних банків. Іншою важливою зміною, яка наблизила діяльність ФГВФО до європейських стандартів, стало поширення з 1 січня 2017 року гарантій на вклади фізичних осіб-підприємців.

Водночас поточною системою не передбачається диференціація розміру внесків банку залежно від рівня ризикованості його діяльності для вкладника (єдиним критерієм є валюта внеску). Отже, банки з ризиковішою бізнес-моделлю не роблять пропорційно більший внесок до коштів Фонду, хоча статистично їх неплатоспроможність є ймовірнішою. Відповідно порівняно більша частина ризиків неплатоспроможної фінансової установи покривається за рахунок державних коштів і (потенційно) перекладається на платоспроможні банки.

На сьогодні не всі банки в Україні є учасниками Фонду – виняток становить Ощадбанк, вклади в якому у повному обсязі гарантуються державою. Останнє суперечить принципам IADI та нормам ЄС, які вимагають участі усіх кредитних установ у системі страхування вкладів. “Засади стратегічного реформування державного банківського сектору” (підтримані урядом у лютому 2016 року) передбачали приєднання цього банку до ФГВФО з початку 2017 року. Проте на практиці виконання цього завдання ще не розпочалося. Однією із суттєвих причин затримки є необхідність здійснення одноразового внеску від Ощадбанку до ФГВФО у розмірі 1% від статутного капіталу, що є значною сумою. Гарантування вкладів фізичних осіб в інших кредитних установах (зокрема кредитних спілках), передусім у кредитних спілках, не може бути забезпечене в короткостроковій перспективі. Очікувана реформа фінансових регуляторів, передусім передача до НБУ повноважень нагляду за кредитними спілками та деякими іншими небанківськими фінансовими установами²³,

²⁰ <http://www.fg.gov.ua/news/17794-osnovni-pokaznyky-diialnosti-fondu-harantuvannia-vkladiv-fizychnykh-osib-stanom-na-pochatok-serpnia-2017-roku>.

²¹ <http://www.doingbusiness.org/data/exploretopics/resolving-insolvency>.

²² Загальні надходження, у т. ч. від обслуговування/погашення кредитів, становили у 2016 році 7.22 млрд грн та 7.73 млрд грн за 11 місяців 2017 року. Дані показники не є прямо порівнюваними, оскільки значна частина із цих майже 15 млрд грн повинна бути спрямована на компенсацію понад 87 млрд грн, витрачених із початку кризи. Бракує офіційно доступних даних для глибокого аналізу співвідношень боргів неплатоспроможних банків та надходжень від управління чи реалізації їхніх активів.

²³ Одним із кроків реформи фінансового сектору є розподіл повноважень Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг (Нацкомфінпослуг), регулюванню якої нині підлягають кредитні спілки, між НБУ та Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Відповідний проект Закону України “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо консолідації функцій державного регулювання ринків фінансових послуг” 07.07.2017 р. схвалено Верховною Радою України в першому читанні.

може сприяти участі цих установ у системі гарантування вкладів. Належний пруденційний нагляд за цими інституціями сприятиме кращому ризик-менеджменту та дасть змогу гарантувати вклади, які вони залучать.

Сума гарантування, збільшена від докризових “до 25 тисяч гривень” (із лютого 2007 року) до 150 тисяч гривень (із серпня 2008 року), а пізніше – до 200 тисяч гривень (із середини жовтня 2008 року), на сьогодні еквівалентна приблизно 6.5 тисячі євро. Ця сума низька як порівняно зі стандартами ЄС, так і в регіональному порівнянні (нижча, ніж в усіх країнах Центральної та Східної Європи, за винятком Молдови) і відповідає поточному рівню доходів у нашій країні (додаток 3).

Водночас криза висвітлила недоліки у роботі самого ФГВФО (брак уваги до ризиковості моделей банків-учасників напередодні кризи, готовності ефективно управляти й виводити з ринку неплатоспроможні банки, а також реалізовувати їхні активи), його взаємодії з регуляторами фінансового сектору (зокрема обміну інформацією про проблемні і неплатоспроможні банки та їхні активи), а також інші фактори, які заважають його ефективній роботі. Ці проблеми необхідно вирішити для того, щоб Фонд ефективно сприяв фінансовій стабільності.

V. РЕКОМЕНДОВАНІ РЕФОРМИ СИСТЕМИ ГАРАНТУВАННЯ ВКЛАДІВ УКРАЇНИ

Трансформація системи гарантування вкладів в Україні повинна орієнтуватися на європейські норми та кращий світовий досвід, котрі довели свою ефективність; при цьому зазначені зміни повинні мати позитивний вплив на зміцнення фінансової стабільності. Ми рекомендуємо такі кроки:

Перехід до диференційованої системи внесків до Фонду залежно від ризиків, які має кредитна установа. Наразі система відрахувань за страхування вкладів не містить елементів, які б додатково стимулювали банки до зваженішого прийняття ризиків: залучення депозитів більш ризиковими банками не стримується шляхом запровадження вищих відрахувань до ФГВФО. Тому як для стримування ризикової поведінки банків, так і для справедливішого розподілу витрат на наповнення Фонду варто запровадити диференційовану систему внесків.

Під час вибору моделі для розрахунку диференційованих внесків варто орієнтуватися на запропоновану ЕВА формулу, яка застосовується в ЄС і має низку переваг, а саме:

- прозора система розрахунку даватиме змогу фінансовій установі – учасниці ФГВФО планувати свої витрати, а регулятору прогнозувати надходження;
- формула не містить принципово нових елементів із точки зору банківського регулювання в Україні, що повинно сприяти її легшому впровадженню;
- обмеження бази розрахунку гарантованою частиною депозитів зробить відрахування справедливими з точки зору банків та вкладників (власник депозиту не робитиме відрахування з частини суми, яка не покривається гарантією).

Поетапне збільшення гарантованої суми вкладу. Наразі розмір гарантованої суми вкладу в Україні є одним із найнижчих у Європі, перебуває на рівні бідних країн третього світу і не відповідає нормам ЄС.

Водночас підвищення гарантованої суми повинно відбуватися з урахуванням позиції усіх учасників системи фінансової безпеки, здатності банків збільшити страхові відрахування та з огляду на динаміку відновлення доходів в Україні. Як свідчить досвід країн Східної Європи, даний процес краще розбити на два етапи²⁴. В Україні це можна зробити поетапно (наприклад, підвищення гарантованої суми відшкодування вкладникам до еквівалента 20 000 – 50 000 – 100 000 євро – відповідно до досвіду таких східноєвропейських країн, як Польща, Румунія чи Словаччина). Ці етапи можуть тривати по кілька років і повинні розпочатися тільки з відновленням активної роботи банківської системи з кредитування та залучення депозитів. Водночас зазначений процес повинен мати чіткі часові рамки, на які могли б орієнтуватися банки, регулятори та європейські партнери. “Моральні ризики” (moral hazard), які можуть виникнути через розширені гарантії, повинні бути компенсовані в міру зростання загального добробуту населення²⁵. Додатковим позитивним фактором такого рішення може стати активніше повернення депозитів до банків, а отже, розширення бази фондування для відновлення кредитування національної економіки.

Удосконалення взаємодії між учасниками системи фінансової безпеки, передусім – обміну інформацією. На сьогодні, попри вжиті зусилля, НБУ та ФГВФО ще не мають повного оперативного доступу до необхідної наглядової інформації один одного. ФГВФО повинен вчасно отримувати інформацію про банки, які можуть стати проблемними, а також про результати стрес-тестів, які проводить НБУ (в межах, що стосуються ФГВФО). Ключові рішення для системи гарантування (наприклад, про зміну системи розрахунку внесків банків, зміну ставки, наповнення Фонду тощо) повинні

²⁴ Звіт про фінансову стабільність НБУ, грудень 2016 р., с. 59: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=40819104>.

²⁵ Пропорційне страхування вкладів, коли відшкодуванню підлягає певний відсоток суми вкладу (близько 90%), розглядався як один зі способів зниження моральних ризиків. Проте з початком кризи відповідні норми були скасовані в ЄС та низці інших країн зокрема тому, що процедура мала негативні додаткові ефекти і не повністю відповідала ідеї захисту дрібних вкладників.

обговорюватися з іншими регуляторами, оскільки вони мають безпосередній вплив на монетарну, фіскальну, мікро- та макропруденційну політику. Наприклад, збільшення ставки внесків до ФГВФО призведе до здорожчання депозитів як ресурсу для банків і може мати стримуючий ефект для обсягів кредитування.

Вартим обговорення є можливість змін до закону про ФГВФО, яким би визначалася його роль у сприянні фінансовій стабільності в державі шляхом запобігання паніці серед вкладників та забезпечення банками, які потрапили під процедуру примусової реструктуризації, безперервності виконання критичних для системи функцій.

ФГВФО також варто запровадити регулярні стрес-тести власних систем відповідно до рекомендацій ЕВА щодо стрес-тестів систем гарантування²⁶ для підготовки до кризових ситуацій.

Розширення практичного набору механізмів примусової реструктуризації (виведення з ринку) банків. На сьогодні чи не єдиним практичним способом виведення банків із ринку залишається їх ліквідація (випадки продажу інвесторам поки що поодинокі). Зростання економіки, завершення розчищення банківського сектору, адаптація світових та європейських норм регулювання банківського сектору (а отже, зрозумілість “правил гри” для міжнародних фінансових груп) створюють передумови для більшої уваги інвесторів до банків та їхніх активів. Разом зі зміцненням інституційної спроможності ФГВФО це повинно сприяти ефективній примусовій реструктуризації неплатоспроможних банків, у т. ч. шляхом продажу цілком чи у вигляді окремих бізнесів. Водночас передача банків повинна відбуватися без затримок, щоб нейтралізувати загрозу зростання пасивів/зниження вартості активів через дії менеджменту.

Підвищення ефективності реалізації активів неплатоспроможних банків. На сьогодні якість цього напряму роботи Фонду, передусім через недоліки діючої правової системи, не можна вважати достатньою ні з точки зору тривалості даного процесу, ні з точки зору обсягу повернення вартості таких активів (у т. ч. у судовому порядку). Для поліпшення внутрішнього та суспільного контролю за якістю виконання цієї функції Фондом варто розширити звітність і запровадити бенчмаркінг. Таким орієнтиром може бути повернення активів у результаті продажу майна (у коротко- та середньостроковій перспективі, у центрах від одного долара США вартості активів). Додатковою проблемою під час визначення цього показника для Фонду в ретроспективі будуть викривлені оцінки вартості активів банків у період до кризи 2014 року. Також можна рекомендувати поширити на всі великі банки (а не лише на системно важливі, як це передбачено чинним українським законодавством) вимогу щодо розробки планів відновлення діяльності і реструктуризації відповідно до європейських директив.

Розширення кола фінансових інституцій – учасниць системи гарантування вкладів за рахунок Ощадбанку, а також у перспективі – кредитних спілок. Неучасть Ощадбанку у ФГВФО суперечить принципам IADI та директиві ЄС, створює фіскальні ризики для фінансової стабільності, а також негативно впливає на конкуренцію в банківському секторі. Функціонування інституцій, які підлягають іншому регулюванню та нагляду і не є частиною системи гарантування вкладів, проте конкурують (передусім кредитних спілок) із банками на ринках кредитів та депозитів, також спотворює конкурентне середовище.

Участь Ощадбанку у ФГВФО передбачена як попередніми домовленостями з МВФ, так і стратегією реформування державних банків²⁷. Завершення запланованого поширення нагляду та регулювання НБУ на кредитні спілки (у рамках розподілу повноважень Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, між НБУ та НКЦПФР) може сприяти їх участі у Фонді. Такий крок сприятиме встановленню однакових правил конкуренції між фінансовими інституціями, що приймають депозити, у тому числі з огляду на сформульовану вище рекомендацію про запровадження системи внесків, диференційовану за ризиками установ.

VI. ВИСНОВКИ

Системи гарантування вкладів у світі розгорталися й еволюціонували під тиском криз та під впливом розвитку наукових досліджень. У ході цього розвитку виокремлювалися риси і механізми, які робили стійкішим функціонування системи гарантування вкладів та сприяли стабільності фінансової системи в цілому; вони закріплювалися в рекомендаціях та нормах міжнародних і наднаціональних організацій.

Зміни, які вже відбулися в системі гарантування вкладів в Україні, поки що недостатні для забезпечення її сталого внеску у фінансову стабільність. Для подолання існуючих викликів, наближення до кращих світових практик та більшого сприяння стійкості фінансової системи ФГВФО за підтримки причетних державних органів варто перейти до системи внесків, орієнтованих на ризики учасника, розширити коло застрахованих вкладників, підвищити гарантовану суму, поліпшити взаємодію з іншими учасниками мережі фінансової безпеки, розширити набір інструментів примусової реструктуризації і забезпечити ефективнішу примусову реструктуризацію неплатоспроможних інституцій.

²⁶ EBA Guidelines on stress tests of deposit guarantee schemes under Directive 2014/49/EU (EBA/GL/2016/04).

²⁷ <https://www.minfin.gov.ua/news/view/zasady-stratehichnoho-reformuvannia-derzhavnoho-bankivskoho-sektoru?category=derzhavni-banki-ukraini>.

Реалізація цих рекомендацій визначить чітку перспективу подальшого розвитку системи гарантування вкладів у напрямі адаптації європейських норм, підвищить стійкість до шоків та сприятиме більшому внеску в збереження фінансової стабільності.

Подальші дослідження у цій сфері можуть зосереджуватися на способах оцінювання ваги ризику в розрахунку внесків до ФГВФО з урахуванням ризику; вивченні можливої траєкторії підвищення суми граничного розміру відшкодування коштів в Україні та заходів із подолання пов'язаних із цим ризиків, зокрема моральних; правових аспектах ефективного повернення активів неплатоспроможних банків; часових горизонтів та передумов поширення системи гарантування вкладів на кредитні спілки та інші небанківські фінансові установи, які приймають вклади населення; оцінці ефективності виконання ФГВФО його ключових завдань – запобіганню відпливу вкладів із банків унаслідок панічних настроїв та примусової реструктуризації банків.

Література

- Berger G. S. (1994). Reforming Deposit Insurance and the Regulatory System: the Failure of the Middle Way. *Cato Journal*, Vol. 14, No. 2 (Fall 1994), pp. 221-241.
- Buser S., Chen A., Kane E.J. (1981). Federal Deposit Insurance, Regulatory Policy, and Optimal Bank Capital. *Journal of Finance*, Vol. 36, No. 1, pp. 51-60.
- Calomiris Ch. W. (1996). Building an Incentive-Compatible Safety Net: Special Problems for Developing Countries, Columbia University.
- Chari V. V., Jagannathan R. (1988). Banking Panics, Information, and Rational Expectations Equilibrium. *Journal of Finance*, Vol. 43, No. 3, pp. 749-761.
- Demirgüç-Kunt A., Detragiache E. (1998). Financial Liberalization and Financial Fragility. Working Paper, No. 98/83, IMF.
- Demirgüç-Kunt A., Huizinga H. (1999). Market Discipline and Financial Safety Net Design. World Bank Policy Research Working Paper, No. 2183.
- Demirgüç-Kunt A., Kane E. J. (2002). Deposit Insurance Around the Globe: Where Does It Work? *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 16, No. 2, pp. 175-195.
- Demirgüç-Kunt A., Kane E., Laeven L. (2007). Determinants of Deposit-Insurance Adoption and Design. Working Paper, No. 12862, NBER.
- Demirgüç-Kunt A., Kane E., Laeven L. (2008). Deposit Insurance around the World. Issues of Design and Implementation. The MIT Press.
- Demirgüç-Kunt A., Kane E., Laeven L. (2014). Deposit Insurance Database. IMF. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14118.pdf>
- Diamond D. W., Dybvig Ph. H. (1983). Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. *Journal of Political Economy*, Vol. 91, No. 3., pp. 401-419. Available at: <http://links.jstor.org/sici?sici=0022-3808%28198306%2991%3A3%3C401%3ABRDIAL%3E2.0.CO%3B2-Z>
- Dowd K. (1993). Deposit Insurance: A Skeptical View. Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, Vol. 75, No. 1, pp. 14-17.
- Ely B. (1985). Yes-Private Insurance is a Viable Alternative to Federal Deposit Insurance. Proceedings of a Conference on Bank Structure and Competition, Federal Reserve Bank of Chicago.
- Folkerts-Landau D., Lindgren C.-J. (1998). Toward a Framework for Financial Stability, IMF. Available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wefs/toward/index.htm>
- Garcia G. G. H. (1999). Deposit Insurance: a Survey of Actual and Best Practices. Working Paper, No. 99/54, IMF.
- Garcia G. G. H. (2000). Deposit Insurance: Actual and Good Practices. Occasional Paper, No. 197, IMF.
- Hall M. J. B. (1990). The Reform of Federal Deposit Insurance: the Options. *Banca Nazionale del Lavoro*, pp. 441-458.
- Kane E. J. (1989). *The S&L Insurance Mess: How Did it Happen?* Urban Institute Press.
- Kane E. J. (1995). Three Paradigms for the Role of Capitalization Requirements in Insured Financial Institutions. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 19, No. 3-4, pp. 431-459.

- Kane E. J. (2000). Designing Financial Safety Nets to Fit Country Circumstances. Policy Research Working Paper, No. 09/30, World Bank.
- Kane E. J. (2009). Unmet Duties in Managing Financial Safety Nets. Boston College – Department of Finance; National Bureau of Economic Research (NBER).
- Kane E. J. (2016). Financial Safety Nets: the Good, the Bad and the Ugly, Boston College Available at: <https://www2.bc.edu/edward-kane/Financial%20Safety%20Nets%20GoodBadUgly.pdf>
- Merton R. C. (1977). An Analytical Derivation of the Cost of Deposit Insurance and Loan Guarantees: An Application of Modern Option Pricing Theory. Journal of Banking and Finance, Vol. 1, pp. 3-11.
- Merton R. C. (1978). On the Cost of Deposit Insurance When There are Surveillance Costs. Journal of Business, Vol. 51, No. 3, pp. 439-452.
- Ronn E., Verma A. (1986). Pricing Risk-Adjusted Deposit Insurance: An Option-Based Model. Journal of Finance, Vol. 41, No. 4, pp. 871-895.
- Schich S. (2008). Financial Crisis: Deposit Insurance and Related Financial Safety Net Aspects Financial Market Trends, Financial Market Trends, OECD.
- Scot K. E. (1987). The Defective Design of Federal Deposit Insurance. Contemporary Economic Policy, Vol. 5, No. 1, pp. 92-99.
- Балдич Н. (2009). Державне гарантування вкладів та проблеми асиметричності інформації в банківському секторі. Вісник Національної академії державного управління, випуск 4, с. 55-63.
- Довгань Ж. (2012). Страхування депозитів у забезпеченні фінансової стійкості банківського сектору. Наукові записки Національного університету Острозька Академія. Серія “Економіка”, випуск 206, с. 187-191.
- Карчева Т., Тривайло А., Сорока В. (2016). Побудова ефективної системи страхування депозитів: вітчизняний та зарубіжний досвід. Чернігівський науковий часопис, № 1 (7), с. 118.
- Коваленко В. (2013). Розвиток системи гарантування вкладів до і після кризи. Вісник соціально-економічних досліджень, випуск 1 (48), с. 96-102.
- Серпенінова Ю. (2014). Відповідність національної системи гарантування вкладів фізичних осіб світовим стандартам ефективності. Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: зб. наук. пр., випуск 38, Суми: УАБС НБУ, с. 240-250.

ДОДАТОК 1

Розмір застрахованої суми окремих країн, еквівалент дол. США*

Країна	Період			
	Вересень 2008	Грудень 2008	Січень 2011	Грудень 2016
Австралія	–	1 443 418	1 007 658	345 495
Австрія	28 163	Без обмежень	137 121	105 226
Бельгія	28 163	139 204	137 121	105 226
Бразилія	31 196	8 639 309	11 947 417	76 800
Велика Британія	62 306	73 076	136 304	92 491
Гонконг	12 875	Без обмежень	64 161	64 476
Данія	56 629	Без обмежень	137 954	106 138
Естонія	28 163	69 602	137 121	105 226
Ірландія	28 163	Без обмежень	Без обмежень	105 226
Іспанія	28 163	139 204	137 121	105 226
Італія	145 450	143 786	137 121	105 226
Канада	94 374	81 620	99 709	74 386
Латвія	28 163	69 602	137 121	105 226
Нідерланди	28 163	139 204	137 121	105 226
Німеччина	28 163	Без обмежень	137 121	105 226
Нова Зеландія	-	581 282	386 575	-
Норвегія	339 551	286 676	346 321	231 293
Південна Корея	41 421	39 526	44 664	41 416
Польща	31 684	69 602	137 121	105 226
Португалія	35 204	139 204	137 121	105 226
Румунія	70 408	69 602	137 121	105 226
Сінгапур	13 951	Без обмежень	39 082	34 547
Словенія	30 979	Без обмежень	137 121	105 226
США	100 000	250 000	250 000	250 000
Таїланд	Без обмежень	Без обмежень	1 619 119	418 877
Туреччина	39 228	32 468	31 221	28 361
Угорщина	35 443	Без обмежень	137 121	105 226
Франція	98 571	97 443	137 121	105 226
Чехія	35 204	69 602	137 121	105 226
Швейцарія	89 356	93 680	106 363	98 097
Швеція	35 204	69 602	137 121	105 226
Японія	94 398	110 152	122 003	85 492

Примітки: В еквіваленті за курсом на кінець відповідного місяця; під час розрахунку поля "без обмежень" замінювалися на округлене в бік збільшення значення суми вкладів на поточному та ощадному рахунку для верхньої квінтільної групи домогосподарств за чистим багатством у ФРН у 2014 р. (за дослідженням Бундесбанку).

Джерело: OECD, сайти відповідних фондів гарантування/страхування вкладів, портал X-rates.

ДОДАТОК 2

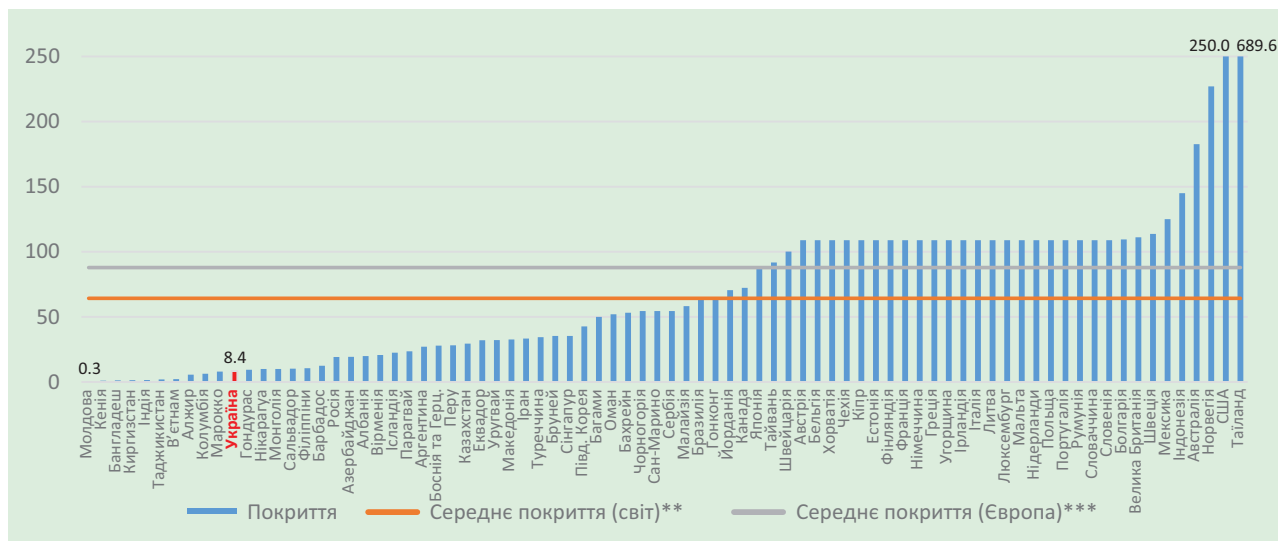
Розміри та забезпечення фондів гарантування вкладів у Європі, млн євро

Країна	Застрахованих депозитів	Наявних у фондів коштів	Коефіцієнт покриття застрахованих вкладів наявними коштами	Цільовий розмір фонду гарантування, % застрахованих вкладів
Австрія*	209 873	269	0.1%	0.80%
Бельгія	284 403	3 061	1.1%	0.80%
Болгарія	25 487	194	0.8%	1.00%
Кіпр	15 783	87	0.6%	0.80%
Чехія	79 380	1 032	1.3%	0.80%
Німеччина*	1 677 544	5 625	0.3%	0.80%
Данія	97 100	1 186	1.2%	0.80%
Естонія	7 193	217	3.0%	2.50%
Греція	95 703	1 332	1.4%	1.39%
Іспанія	698 697	1 525	0.2%	0.80%
Фінляндія	79 082	1 061	1.3%	0.80%
Франція	1 065 651	3 382	0.3%	0.50%
Хорватія	24 075	542	2.3%	2.50%
Угорщина	27 230	87	0.3%	0.80%
Ірландія	94 075	93	0.1%	0.80%
Ісландія	10 238	232	2.3%	Не визначено
Італія*	668 330	621	0.1%	0.80%
Ліхтенштейн	5 665	–	0.0%	0.80%
Литва	11 819	23	0.2%	0.80%
Люксембург	29 159	76	0.3%	1.60%
Латвія	7 742	133	1.7%	0.80%
Мальта	10 875	129	1.2%	1.30%
Нідерланди	472 297	448	0.1%	0.80%
Норвегія	139 093	3 574	2.6%	0.80%
Польща	699 708	11 398	1.6%	2.60%
Португалія*	139 339	1 811	1.3%	0.80%
Румунія	34 946	1 187	3.4%	3.43%
Швеція	176 092	3 987	2.3%	0.80%
Словенія	17 063	16	0.1%	0.80%
Словаччина	30 773	203	0.7%	0.80%
Велика Британія	1 283 582	7 125	0.6%	0.80%

Примітка: для країн, позначених * – сумарний показник усіх національних фондів гарантування вкладів.
Джерело: ЕВА (дані на кінець 2016 року), власні розрахунки.

ДОДАТОК 3

Рівень покриття вкладів гарантіями/страхуванням вкладів, тис. дол. США на одного вкладника в одній установі*



Примітки: *Станом на кінець 2015 року доларовий еквівалент, розрахунки національних органів страхування вкладів;

** – на базі даних 98 країн;

*** – на основі даних 40 країн Європи.

Джерело: опитування IADI від 2016 року.

ПОВЕДІНКОВІ ФІНАНСИ: ІНВЕСТИЦІЇ ДОМОГОСПОДАРСТВ ТА ПРИЙНЯТТЯ РІШЕНЬ ПРО ПОЗИЧКИ

■ Павло Ілляшенко

Талліннський університет технологій, Школа бізнесу та управління

Email: pailli@ttu.ee

АНОТАЦІЯ

Поведінкові фінанси ще й досі сприймаються як сфера, присвячена виключно вивченню формування цін на фінансові активи та поведінки приватних інвесторів. Це трактування значною мірою є оманливим, тому що в ньому не враховано постійно зростаючого масиву емпіричної роботи у сфері фінансів домогосподарств – підгалузі поведінкових фінансів, яка стосується інвестицій та запозичень домогосподарств. Приділяючи особливу увагу питанню недостатнього рівня заощаджень, участі й диверсифікації, а також помилкам у виборі боргових контрактів та в управлінні борговими зобов'язаннями, автор ставить за мету ознайомити широкий загал з останніми дослідженнями у сфері фінансів домогосподарств. Даний огляд відрізняється від уже існуючих тим, що зосереджується на сукупності невзаємовиключних пояснень спостережних явищ, у тому числі пояснень, запропонованих прихильниками поведінкових та неокласичних фінансів. Крім того, особливий наголос робиться на виборі між іпотечними кредитами з фіксованою та плаваючою ставками, враховуючи їхню важливість для макрофінансової стабільності. У статті також обговорюються свідчення того, що фірми усвідомлюють поведінкові слабкості населення та охоче використовують їх на свою користь.

Класифікація JEL: D10, D14, G11, G21, G40

Ключові слова: поведінкові фінанси, фінанси населення, заощадження населення, інвестиційні рішення, борги населення, споживчі кредити, іпотека

I. ВСТУП

Поведінкові фінанси зарекомендували себе як складне сплетіння пов'язаних напрямів досліджень, спільна мета яких – дослідження фінансових рішень економічних суб'єктів. Проте поведінкові фінанси ще й досі сприймаються як сфера, присвячена винятково вивченню формування цін на фінансові активи та поведінки приватних інвесторів.

Таке ставлення хоча й корисне, але в ньому не враховано постійно зростаючого масиву емпіричної роботи, зосередженої на фінансових рішеннях компаній та населення, тобто на фінансах домогосподарств та поведінкових корпоративних фінансах¹.

Через 10 років після світової фінансової кризи таке сприйняття видається особливо неефективним, оскільки фінанси домогосподарств мають потенціал для пояснення факторів, які призвели до кризи і які для багатьох країн зробили вихід з економічної кризи надзвичайно болючим.

Фінанси домогосподарств із моменту офіційного формулювання Campbell (2006) і дотепер визначаються як сфера досліджень, зосереджена головним чином на вивченні помилок, яких населення припускається під час користування фінансовими інструментами. Враховуючи такий фокус, не дивно, що за десять років, котрі минули після світової фінансової кризи, саме у сфері фінансів домогосподарств досягнуто найбільшого прогресу порівняно з іншими підгалузями поведінкових фінансів.

¹ Поведінкові фінанси можуть розглядатися як комбінація мікроповедінкових та макроповедінкових фінансів за аналогією з мікро- та макроекономікою. Перше – це дослідження фінансових рішень, що приймаються домогосподарствами та фірмами на мікрорівні, з поведінкової точки зору. А друге – це вивчення макро-економічних наслідків таких рішень.

Криза не лише підкреслила та актуалізувала фінансові помилки населення, а й сприяла накопиченню доступних та актуальних даних у цій сфері. По-перше, події 2007–2009 років привернули увагу до попередніх емпіричних спостережень, які було важко або взагалі неможливо узгодити зі стандартними теоріями. Потім, у відповідь на виявлені провали ринку, органи регулювання поступово впровадили політику для захисту споживачів та політику регулювання діяльності кредиторів, створюючи для дослідників природні експерименти для вивчення впливу таких заходів. У свою чергу, потреба в оцінюванні регуляторної політики і загальне визнання важливості детальної інформації про фінансові рішення домогосподарств привели до підвищення якості й зростання рівня доступності адміністративних та корпоративних масивів даних (включаючи опитування населення, які зазвичай проводять центральні банки)².

Хоча світова фінансова криза довела, що індивідуальні фінансові рішення мають велике значення як для самих індивідів, так і для загальноекономічних результатів, усвідомлення важливості й релевантності фінансів домогосподарств як галузі дослідження не є наслідком виключно глобальної фінансової кризи. Дослідження фінансів домогосподарств не лише зосереджені на розширенні можливостей, доступних для населення (завдяки фінансовій лібералізації та інноваціям), у них вивчаються виклики, що стали актуальними за останні десятиліття (Calvet et al., 2015).

Існує принаймні три блоки таких глобальних викликів.

По-перше, у той час, як старіння населення сприяє посиленню невизначеності щодо державних пенсійних схем (переважно через очікуване зростання частки непрацюючого населення в майбутньому), перехід до накопичувального пенсійного забезпечення перемістив фінансові ризики від компаній до населення. Крім того, низькі процентні ставки разом з очікуваними порівняно низькими темпами зростання світової економіки ускладнюють завдання заощадження на пенсію.

По-друге, за останні десятиліття (та за останні десять років у країнах, що розвиваються) рівень заборгованості домогосподарств значно підвищився³ – не в останню чергу внаслідок уповільненого зростання наявного доходу та зменшення норми заощаджень. Разом із вищою відповідальністю за заощадження на пенсію це робить населення вразливішим до економічних шоків.

І нарешті, як стверджує Campbell (2006), багато інвестиційних продуктів створюють певний рівень перехресного субсидювання від непоінформованого до обізнаного населення. На думку цього автора, це означає, що фінансові помилки домогосподарств можуть перешкоджати фінансовим інноваціям. Водночас (і це навіть важливіше) така диспропорція у схильності до фінансових помилок, у свою чергу, посилює нерівність розподілу багатства. Із цим припущенням узгоджуються результати досліджень Lusardi et al. (2017a), які довели, що близько 40% нерівності у доходах громадян США можна пояснити цією відмінністю у фінансових знаннях.

Хоча фінанси домогосподарств як ніколи доречні й важливі, дана сфера відносно невідома широкій науковій аудиторії. Цей сумний факт принаймні частково впливає з високої роздробленості галузі та її дедалі більшої спеціалізації, що характерно для поведінкових фінансів у цілому. Навіть коротке ознайомлення з літературою свідчить, що дослідники, які працюють у тій самій галузі, рідко читають праці один одного просто тому, що належать до дещо іншої наукової школи. В результаті у сфері фінансів домогосподарств існує потенціал використання інтеграції наявних знань, що також може знизити ймовірність політичних рішень, прийнятих під впливом ідеології.

З огляду на зазначене аналіз літератури з фінансів домогосподарств у 2017 році справді на часі, особливо враховуючи те, що виклики перед домогосподарствами за останні роки стали ще більш очевидними, оскільки державні органи та регулятори перейшли до проактивної позиції з багатьох фінансових питань.

Із цього питання існує багато чудової літератури для аналізу. Згадаймо хоча б класичні праці Campbell (2006) та Tufano (2009), а також недавні праці Guiso, Sodini (2013) і Agarwal et al. (2017). Проте наш аналіз відрізняється від інших кількома важливими аспектами.

По-перше, в даній статті робиться спроба поєднати більш теоретичний підхід (нормативні моделі) Campbell (2006) та Guiso, Sodini (2013) із більш емпіричним підходом (каталогування емпіричних явищ) Tufano (2009) та Agarwal et al. (2017).

По-друге, наш аналіз спирається на найновіші дослідження, переважно на робочі версії статей. І хоча ми з великою повагою ставимося до процесу рецензування, надзвичайно динамічна сутність цієї сфери досліджень спонукає брати до уваги не лише офіційно опубліковані в рецензованих журналах праці, а й аналізувати найновіші дослідження.

² Саме відсутність детальних даних для аналізу пояснює той факт, що фінанси домогосподарств відстали в розвитку від поведінкових фінансів більш як на десять років (див. Campbell, 2006). Проте варто також зазначити, що донедавна фінанси домогосподарств (окрім дослідження щодо формування цін на фінансові активи) були значною мірою виключені з галузі фінансової економіки (Guiso, Sodini, 2013). Tufano (2009) припускає, що це можна пояснити інтелектуальним та культурним підходом, який бере свій початок понад сто років тому і розділяє теми досліджень на основі гендеру та географії на ті, що стосуються бізнесу, та інші – орієнтовані на дії домогосподарств. У цьому контексті фінанси домогосподарств мали б бути частиною сфери, яка вивчає поведінку споживачів та яка ще й досі значно відокремлена від основного напрямку економіки.

³ Високий рівень заборгованості – це зовсім не віддалена проблема. Як зазначають Lusardi et al. (2017b), останні когорти потенційних пенсіонерів нагромадили більше боргів та стоять перед більшими ризиками фінансової незабезпеченості, ніж їхні старші попередники.

Ситуацію дуже точно окреслюють слова Джона Кохрейна: “Будь-яка наукова праця, що спирається тільки на офіційно опубліковані дослідження, є безнадійно застарілою”⁴.

По-третє, на відміну від попередньої літератури, в цій праці приділено більше уваги аналізу результатів, пов’язаних з експлуатацією ренти – діями бізнесу з експлуатації фінансових помилок споживачів. Оскільки дані свідчать про те, що фірми знають про слабкі сторони поведінки домогосподарств і прагнуть їх використовувати, будь-яка спроба позбутися цих помилок повинна здійснюватися в реальному контексті; в даному випадку це означає, що потрібно дослідити тему експлуатації ренти.

По-четверте (і найголовніше), цей документ спирається на припущення, що ефект фреймінгу має важливе значення не тільки для щоденних рішень (як свідчить поведінкова економіка), а й для ставлення вчених та непрофесіоналів до наукової літератури. Хоча в нашому огляді враховано, що читачі можуть мати обмежені знання в цій сфері, і надано роз’яснення базових понять, основна увага в статті зосереджена на сукупності невзаємовиключних пояснень спостережних явищ. Іншими словами, хоча представлені висновки не нові, спосіб їх подання (ефект фреймінгу в дії) може дати нові знання та допомогти уникнути негативних наслідків фрагментування.

Тому щоб уникнути посилення наївної дихотомії між поведінковими та класичними фінансами, в нашій праці практично не розрізняються “раціональні” (тобто ті, що виникли в рамках стандартних фінансів) та “поведінкові” пояснення (які частіше виникають у рамках поведінкових фінансів). Натомість обговорення можливих пояснень явищ, пов’язаних з інвестиціями та запозиченнями, поділено на три категорії: обмеження, нестандартні вподобання та (помилкові) переконання.

Перша категорія включає фінансові (зазвичай вони називаються постійними витратами в інвестиційних рішеннях та фінансовими обмеженнями, або обмеженнями ліквідності у прийнятті рішень про запозичення) та когнітивні обмеження. Останню групу можна розуміти як високі альтернативні витрати часу й зусиль, які потрібно спрямувати на збір та обробку інформації, а також на прийняття рішення. У поведінковій традиції неухильність та інерція є прикладами обмежень, тоді як у традиції класичних фінансів наявність когнітивних обмежень зазвичай визначається важливістю фінансової грамотності й досвідченості. Дійсно, якщо менш фінансово освічені люди приймають недостатньо оптимальні фінансові рішення, це означає, що вони обмежені відсутністю відповідних знань.

Друга категорія включає пояснення, що базуються на широкому розумінні нестандартних уподобань, зокрема: (1) непослідовність часових уподобань, недалекоглядність та обмежений самоконтроль; (2) соціальні вподобання та схильність до впливу оточення, а також прагнення до соціального статусу; (3) непослідовність схильності до ризику, переважно в тому сенсі, що ставлення домогосподарств до ризику залежить від особистого досвіду; (4) надання переваги знайомим речам; і (5) аспекти самоідентифікації.

Третя категорія пояснює важливі явища у фінансах домогосподарств за допомогою переконань та поведінкових помилок. Оскільки не завжди очевидно, “раціональне” переконання чи “помилкове”, в нашій праці дану категорію позначаємо, як “(помилкові) переконання”, припускаючи, що більшість, але не всі пояснення в цій групі пов’язані з поняттям поведінкових помилок.

Оскільки метою цього підходу є демонстрація різноманітності конкуруючих, але не взаємно виключних пояснень для максимальної кількості питань, у нашій статті пріоритет надається широті над глибиною. Замість огляду конкретної та чітко визначеної сфери фінансів домогосподарств ми намагаємося охопити якнайбільше різних, але споріднених тем. Іншими словами, гасло статті – “трохи про все”, а не “все про щось”.

Решта статті структурована таким чином: по-перше, в праці розглядаються основні висновки досліджень у сфері фінансів домогосподарств, які стосуються активів домогосподарств (рішення щодо заощаджень, участі у фондовому ринку та диверсифікації). Наступний розділ присвячено пасивам домогосподарств (рішення щодо вибору боргових контрактів, особливо вибір між іпотечними кредитами з фіксованою та плаваючою процентною ставкою, а також щодо управління борговими зобов’язаннями). Насамкінець кожен розділ завершується оглядом доказів отримання ренти або можливості корпоративного сектору експлуатувати поведінкові помилки домогосподарств.

II. ФІНАНСИ ДОМОГОСПОДАРСТВ: АКТИВИ

Вичерпна кількість літератури свідчить, що під час управління фінансовими активами домогосподарства мають схильність робити помилки, які обходяться їм надто дорого. У низці давніших статей зазначено, що приватні інвестори зазнають торговельних збитків навіть до сплати комісій⁵ (Barber, Odean, 2000; Grinblatt, Keloharju, 2000). Це пояснюєть-

⁴ <https://johnhcochrane.blogspot.com/2017/09/a-paper-and-publishing.html>.

⁵ Середній показник приховує високу неоднорідність у торговельних результатах. Є докази, що менша частина інвесторів отримує позитивні скориговані на ризик прибутки (Barber et al., 2014).

ся, можливо, поведінковими помилками, такими як надмірна впевненість, ефект диспозиції, обмежена увага та недостатня диверсифікація (Barber, Odean, 2013). Зовсім недавно Weber et al. (2014) виявили, що недостатня диверсифікація та вибір акцій із характеристиками лотерейних квитків є найшкідливішими серед цих помилок та коштують приватним інвесторам відповідно 4% та 3% річного доходу⁶.

Незважаючи на те, що вузька дослідницька програма “пошуку поведінкових помилок” триває, основна увага поточних досліджень змістилася до визначальних факторів інвестиційних рішень у контексті загального багатства домогосподарств.

По-перше, дослідники розширили сферу аналізу, виходячи за рамки активної торгівлі на фондовому ринку. Хоча дослідження інвестицій у реальні активи на основі детальних мікроданих усе ще бракує⁷, з'являється дедалі більше літератури, в якій аналізуються інвестиції в ризиковані фінансові цінні папери в контексті загального багатства домогосподарства (різновиди відомого шведського набору даних, що використовуються Кальве та його співавторами, наприклад, Calvet et al., 2007).

По-друге, докладаються зусилля, щоб відкрити нові фактори, які впливають на інвестиційний вибір. Наприклад, деякі недавні висновки свідчать про те, що ставлення до ризику залежить від минулих результатів роботи фондового ринку (Cordes et al., 2017); різниця у сприйнятті змін у рівнях цін на активи та дохідності, вираженої в процентах, впливає на очікування інвесторів стосовно майбутніх доходів (Glaser et al., 2016); траєкторія зміни цін на активи (що не несе жодної додаткової інформації) формує поведінку інвесторів та рівень їхнього задоволення інвестиційним досвідом (Nolte, Schneider, 2016; Grosshans, Zeisberger, 2017).

Наприкінці цього розділу розглядаються емпіричні докази стосовно інвестиційних рішень домогосподарств з метою опису та пояснення дій домогосподарств. Говорячи конкретніше, в розділі наведено докази того, що, на відміну від прогнозів стандартних теорій, домогосподарства в цілому не в змозі заощадити на пенсії, виділяти достатню частку своїх статків на ризикові активи та диверсифікувати свої фінансові портфелі. У заключному підрозділі представлено докази експлуатації ренти, пов'язаної з інвестиційними рішеннями домогосподарств.

Зосереджуючись на нездатності заощаджувати, розподіляти і диверсифікувати (тобто мова про недостатність заощаджень, неучасть у фондовому ринку та недостатню диверсифікацію), ми неминуче оминаємо в цій статті кілька дослідницьких тем. Деякі з них добре досліджені, але менш важливі для розробників політики та макроекономістів (наприклад, поведінка приватних інвесторів), тоді як інші дуже важливі, але недостатньо досліджені (наприклад, інвестиції в людський капітал).

2.1. Недостатній рівень заощаджень

Учені і розробники політики вважають, що домогосподарства недостатньо заощаджують на пенсію та на “чорний день”. Проте емпіричних доказів, котрі підтверджували б цю думку, не так уже й багато⁸. Частково це пояснюється відсутністю детальних мікроданих і тим, що важко оцінити оптимальний рівень приватних заощаджень.

Крім того, хоча чимало оцінок свідчать, що більшість країн у майбутньому постане перед повномасштабною пенсійною кризою, ці оцінки чутливі до основних припущень і в цілому вказують на проблему на рівні уряду, а не на рівні фізичної особи. Наприклад, WEF (2017) прогнозує, що глобальний дефіцит пенсійних заощаджень до 2050 року досягне 400 трильйонів доларів США. Однак лише 24% цього дефіциту буде зумовлено недостатніми приватними заощадженнями; 75% будуть спричинені непрофінансованими державними пенсійними обіцянками, а решта 1% – нефінансованими корпоративними пенсійними планами.

З іншого боку, персональні дані зі США чітко підтверджують, що проблема недостатності заощаджень є серйозним та поширеним явищем. Munnell et al. (2012) оцінили, що частка працюючих американців, які постануть перед труднощами у збереженні свого способу життя після виходу на пенсію через недостатні заощадження, зростає з близько 30% на початку 1980-х років до більш як 50% станом на 2010 рік. Потім, використовуючи опитування стосовно споживчих бюджетів, Rhee, Voivie (2015) довели, що 45% американських домогосподарств працездатного віку не мають пенсійних накопичень. Найбільше вражає те, що близько половини цих домогосподарств – у віці від 45 до 65 років. Згідно з доповіддю 2016 року про економічний добробут американських домогосподарств, 46% дорослих стверджують, що “вони або не могли покрити непередбачувані витрати, які сягали 400 доларів США, або покривали їх, продаючи щось чи по-

⁶ Акції (або фінансові активи загалом) із низькою ймовірністю великої дохідності.

⁷ У цікавому дослідженні Brunetti, Torricelli (2016) з'ясували, що 16% італійських вільних будинків не здаються в оренду (частка варіюється від 10% у 2004 році та 15% у 2002 та 2006 роках до 21% у 2012). Хоча ця частка може видаватися не надто великою, неорендовані будинки в цій вибірці можуть генерувати додатковий річний дохід в обсязі приблизно 4 000 євро, що лише на 20% менше, ніж дохід від будинків, які здаються в оренду. Очевидно, це вказує на те, що мотиви, які спонукали домогосподарства до придбання другого будинку, виходять за межі пошуку прибутку або (що ймовірніше) домогосподарства перебувають у повній інерції під час прийняття рішення.

⁸ Репрезентативне опитування 150 000 випадково вибраних дорослих у більш як 140 країнах засвідчило, що лише 57% заощаджують та 27% використовують банк або іншу формальну фінансову установу для заощаджень (Klapper et al., 2015). Цей результат відповідає іншим дослідженням, які спиралися на дані, отримані в результаті опитувань (наприклад, Demirgüç-Kunt, Klapper, 2012).

зичаючи гроші” (Larrimore et al., 2016). Останнє вказує на те, що проблема недостатніх заощаджень виходить далеко за рамки пенсійного забезпечення і що домогосподарствам також важко створити фінансові буфери, аби захистити себе на випадок надзвичайної ситуації.

Нарешті, з’являється дедалі більше доказів того, що навіть коли домогосподарства заощаджують на пенсію, часто вони це роблять неефективно. На додачу до інвестиційних помилок, фізичні особи не інвестують у корпоративні пенсійні плани, якими передбачається, що компанія робитиме пенсійні внески в такому ж розмірі, як і сам працівник, навіть якщо такі працівники мають право забирати накопичені кошти без штрафних санкцій (Choi et al., 2011). Враховуючи те, що працедавець додає свій внесок до внеску працівника, відмова від участі в такій програмі фактично рівноцінна відмові від дармових грошей.

Потенційні наслідки недостатнього рівня заощаджень є величезними для фізичних осіб та урядів, що підштовхує уряди запроваджувати політику, спрямовану на підвищення норми заощаджень. Однак, і це виглядає дещо дивним із точки зору класичних теорій, емпіричні висновки вказують, що ні процентні ставки, ні податкові пільги не впливають на рішення заощаджувати. Наприклад, проведений Chetty et al. (2014) аналіз 41 мільйона спостережень за заощадженнями домогосподарств Данії засвідчив, що один долар, витрачений державою на субсидії, збільшує обсяг загальних заощаджень лише на 1%. Водночас поведінкова політика, пов’язана з підвищенням рівня пенсійних внесків, якщо домогосподарства не вчиняють жодних дій (подібно до автоматичних внесків роботодавця на пенсійні рахунки), суттєво підвищує рівень нагромадження статків.

Обмеження

Оскільки більшість домогосподарств у розвинутих країнах має доступ до фінансових послуг, обмеженнями у формі трансакційних та прямих постійних витрат навряд чи можна пояснити нездатність заощаджувати. Однак цей висновок може не справджуватися щодо бідніших домогосподарств. Наприклад, дослідженням у менш розвинутих країнах доведено, що трансакційні та грошові витрати обмежують здатність домогосподарств заощаджувати (Karlan et al., 2014).

Серед когнітивних обмежень у літературі висвітлено важливість інерції та неуважності (Goda et al., 2015). Наприклад, у низці польових експериментів на Філіппінах Karlan et al. (2016) продемонстрували, що навіть звичайні нагадування сприяють збільшенню обсягів заощаджень.

Нарешті, велика кількість літературних джерел свідчить, що низький рівень фінансової грамотності причинно-наслідково пов’язаний із низьким рівнем пенсійного планування та недостатніх обсягів заощаджень (Lusardi, Mitchell, 2014).

Нестандартні вподобання

Заощадження потребує пожертвування (затримки) негайною винагородою, щоб отримати більшу винагороду в майбутньому. Тож не дивно, що емпіричні докази підтверджують: особи, які мають непослідовні часові уподобання і які основну увагу приділяють теперішньому, а не майбутньому, менше схильні до заощаджень (Goda et al., 2015).

Один з останніх напрямів досліджень у цій сфері стосується впливу оточення. Kast et al. (2012) перевірили ефективність груп самопомогі як методу самостимулювання до заощаджень за допомогою випадкових польових експериментів серед чилійських мікропідприємців та визначили, що ці групи справді служать потужним інструментом для збільшення заощаджень. Даний напрям досліджень окреслює два важливих моменти. По-перше, велика і зростаюча кількість досліджень вказує на те, що домогосподарства демонструють значний попит на методи самозаохочення, визнаючи, таким чином, наявність проблем самоконтролю (зазвичай передбачається, що обмежений самоконтроль впливає зі схильності надавати перевагу сьогоденню порівняно з майбутнім). По-друге, ефективність тиску оточення свідчить про наявність соціальних уподобань, оскільки на індивідів впливають оточуючі.

(Помилкові) переконання

Деякі автори дійшли висновку, що помилка експоненціального зростання (тенденція недооцінювати наслідки складних процентів) впливає на широке коло фінансових рішень, уключаючи рішення заощаджувати (Stango, Zinman, 2009a; Goda et al., 2015; Levy, Tasoff, 2016).

Цікаво, що, як свідчать емпіричні дані, і надмірно високий, і надмірно низький рівень оптимізму негативно впливають на рішення щодо заощаджень. Хоча Puri, Robinson (2007) дійшли висновку, що оптимістичніші люди більш схильні заощаджувати, оптимізм щодо майбутнього знижує ймовірність приєднання до пенсійної схеми (Balasuriya et al., 2014). Водночас Pegg, Morris (2005) виявили, що особи, які песимістично оцінюють свої можливості контролювати результати, з меншою ймовірністю заощаджуватимуть.

2.2. Недостатній рівень участі у фондовому ринку

Згідно зі стандартною теорією фінансів усі домогосподарства незалежно від того, наскільки вони не схильні до ризику, повинні мати в своїх фінансових портфелях певну кількість ризикових активів, щоб скористатися перевагою премії за

ризик (якщо вона позитивна). Проте одна з найстаріших загадок у фінансах домогосподарств (уперше сформульована Haliassos, Bertaut, 1995) полягає в тому, що значна частина домогосподарств не вкладає кошти в ризикові фінансові активи (найчастіше йдеться саме про відсутність інвестицій в акції). Цікаво, що обмежена участь (загадка участі) є широким явищем, яке виходить за рамки інвестицій, оскільки значна частина домогосподарств не має боргів і не бере участі у страхових ринках (Guiso, Sodini, 2013).

Протягом багатьох років науковці пропонували теорії для пояснення неучасті. У цих теоріях підкреслюється роль витрат на участь, нестандартних уподобань, неоднорідність переконань та важливість довіри й особистого досвіду. Хоча корисно проаналізувати деякі теорії, варто пам'ятати, що більшість із них не є взаємовиключними й окремо одна від одної, ймовірно, пояснюватимуть тільки певну частину явища. Дійсно, Kaustia, Luotonen (2016) проаналізували роль інституційних, традиційних та поведінкових факторів у контексті 19 європейських країн за 2004–2013 роки та дійшли висновку, що фактори, вивчені в наявній літературі, пояснюють лише 30% варіації у рішенні про участь.

Обмеження

Домогосподарства можуть не інвестувати на фондовому ринку, оскільки перед ними постає проблема таких постійних витрат на участь, як грошові витрати (для створення та обслуговування інвестиційного рахунка), інформаційні витрати (вивчення фінансових продуктів) та прості альтернативні витрати вкладання свого часу у прийняття інвестиційних рішень (Vissing-Jorgensen, 2003)⁹. Ця теорія може пояснити деякі стилізовані факти (наприклад, більшу участь серед заможних та досвідченіших осіб). Однак вона не пояснює, чому рівень участі серед багатих (хоч і вищий, ніж серед бідних) усе ж залишається досить низьким, а також різну залученість до операцій на фондовому ринку в різних країнах (Briggs et al., 2015).

Нарешті, з огляду на високу неоднорідність участі на індивідуальному рівні концепція постійних витрат на участь сама собою служить залишковим явищем, що охоплює всі непояснені відмінності. Іншими словами, важливо розуміти індивідуальну різницю в постійних витратах на участь, яка залишається великою, коли до уваги береться стандартний набір соціально-демографічних змінних.

Нестандартні вподобання

Одним із найважливіших недавніх напрямів у літературі пов'язується особистий економічний досвід із фінансовими рішеннями безпосередньо або через уподобання (такі, як ставлення до ризику).

Наприклад, Malmendier, Nagel (2011) та Andersen et al. (2016) довели, що переживання травматичного макроекономічного досвіду негативно впливає на схильність до ризику та негативно пов'язане із часткою ризикових активів у фінансових портфелях домогосподарств. Аналогічні дослідження свідчать, що ризик фінансового та корпоративного шахрайства стає причиною нижчого рівня участі у фондовому ринку (Gurun et al., 2015; Giannetti, Wang, 2016).

Водночас позитивний досвід приводить до протилежного ефекту. Наприклад, Kaustia, Knüpfer (2008) зафіксували сильний позитивний зв'язок між прибутками від участі у первинних розміщеннях акцій у минулому та участю в розміщеннях у подальшому. Нарешті, відсутність жаги до гострих відчуттів (Grinblatt, Keloharju (2009) довели, що пошуки гострих відчуттів пов'язані з вищою торговельною активністю) або міркування щодо ідентичності також можуть змусити домогосподарства з меншою ймовірністю інвестувати в ризикові цінні папери (див. Akerlof, Kranton, 2010 щодо обговорення ролі ідентичності в економічних рішеннях).

(Помилкові) переконання

Щоб інвестувати в акції, слід переконатися, що фондовий ринок дає очікуваний прибуток, який перевищує безризикову ставку. Таким чином суб'єктивні переконання фізичних осіб можуть вплинути на їхнє рішення щодо участі.

Надаючи перевагу цьому поясненню, Hurd et al. (2011) та Kezdi, Willis (2009) виявили, що люди з оптимістичнішими переконаннями щодо прибутків від інвестицій в акції з більшою ймовірністю інвестують через фондовий ринок¹⁰.

Політичні переконання (які можна розглядати як нестандартні вподобання, пов'язані з аспектами самоідентифікації) також можуть впливати на рішення щодо участі. Наприклад, Kaustia, Torstila (2011) документально підтвердили, що виборці та політики лівого політичного крила Фінляндії з меншою ймовірністю інвестують в акції.

Крім того, Guiso et al. (2008) довели, що домогосподарства, які не схильні довіряти іншим, із меншою ймовірністю стають власниками акціями. Вони стверджують, що багато людей можуть сприймати фондовий ринок як тип шахрайської

⁹ Той факт, що менш фінансово грамотні люди з меншою ймовірністю братимуть участь в операціях на фондовому ринку (Christelis et al., 2010; Van Rooij et al., 2011) можна інтерпретувати як доказ існування обмежень, пов'язаних з отриманням та обробкою інформації.

¹⁰ Bailey et al. (2017) наводять схожий результат щодо інвестицій у житлову нерухомість. Використовуючи дані соціальних взаємодій, вони з'ясували, що особи, чиї друзі у Фейсбукі мали позитивний досвід отримання доходів від зростання цін на нерухомість, були оптимістичнішими щодо таких інвестицій і з більшою ймовірністю інвестували б у ринок житлової нерухомості.

вуличної гри. Навіть побачивши численні раунди (історію позитивної дохідності на ринку), домогосподарства можуть не вірити в чесність гри. Відповідно до цієї інтерпретації історія минулих доходів не вчить домогосподарства. Унаслідок вони не вкладають гроші в ризиковані цінні папери. Тому неучасть можуть зрозуміти як інвестиційну помилку, яка виникає в результаті помилкового навчання.

2.3. Недостатня диверсифікація

На прибутковість портфеля домогосподарств впливають загальний рівень ризику та ефективність диверсифікації. Недостатньо диверсифікованому портфелю притаманний вищий ризик, оскільки він містить некомпенсований ідіосинкратичний ризик (ідіосинкратичний ризик підвищує волатильність портфеля без поліпшення очікуваної дохідності). Щоб нести лише системний ризик і таким чином максимізувати коефіцієнт Шарпа, домогосподарства повинні бути повністю диверсифіковані.

Проте, як свідчать емпіричні докази, домогосподарства недостатньо диверсифіковані і далекі від того, щоб утримувати ринковий портфель. Дослідження, починаючи з праці Van Horne et al. (1975), послідовно демонструють, що серед американських домогосподарств, які безпосередньо володіють публічними акціями, середня кількість акцій у володінні – в діапазоні від двох до трьох (Polkovnichenko, 2005). Через недостатню диверсифікацію інвестори володіють неефективними портфелями. Goetzmann, Kumar (2008) виявили, що 86% портфелів у їхній вибірці (дані станом на 1996) перебувають нижче лінії ринку капіталу (в моделі CAPM), тоді як Weber et al. (2014) отримали майже такий самий результат (80%) для вибірки німецьких портфелів за період 2003–2012 років.

Важливо, що ефект недостатньої диверсифікації не зникає, якщо ми враховуємо, що домогосподарства володіють акціями опосередковано – через пайові інвестиційні фонди або пенсійні рахунки. Хоча частка багатства, безпосередньо вкладена в акції, за даними Anderson (2013), невелика, Calvet et al. (2007) довели, що багато домогосподарств у Швеції все ще беруть на себе високий рівень некомпенсованого ідіосинкратичного ризику в контексті загального фінансового багатства (тобто враховуючи всі ризикові інвестиції).

Деякі вчені вважають, що домогосподарства навмисно утримують недостатньо диверсифіковані портфелі як страхівку (хеджування). Згідно з цією точкою зору приватні інвестори можуть раціонально уникати певних цінних паперів або цілих сегментів фондового ринку, якщо вони вважають, що потенційна дохідність за цими цінними паперами корелює з їхнім трудовим доходом (Calvet et al., 2004; Davis, Willen, 2013). Іншими словами, оскільки заробітна плата і дохідність фондового ринку співвідносяться на рівні галузі, хеджування доходів потребує, щоб домогосподарства інвестували в інші галузі, ніж ті, в яких вони працюють (Guiso, Sodini, 2013). Однак ми спостерігаємо зворотнє: приватні інвестори інвестують переважно в акції своїх роботодавців (Benartzi, 2001; Massa, Simonov, 2006) і тому зазнають фінансових втрат (Lee et al., 2008).

Обмеження

Хоча трансакційні та грошові витрати можуть принаймні частково пояснити небажання участі, важко стверджувати, що ці фінансові обмеження негативно впливають на рішення про диверсифікацію. Якщо домогосподарства мають достатню фінансових ресурсів для формування портфеля ризикових активів, вони майже за визначенням мають доступ до дешевих пайових інвестиційних фондів, які пасивно інвестують у широкий індекс фондового ринку. У цьому випадку, зберігаючи лише один вид ризикових цінних паперів (наприклад, SPDR S&P 500 ETF Trust), домогосподарства можуть мати добре диверсифіковані портфелі.

Водночас є сенс очікувати, що когнітивними обмеженнями можна принаймні частково пояснити недостатню диверсифікацію. Емпіричні дані підтверджують цю тезу, оскільки більш досвідчені особи володіють краще диверсифікованими портфелями, також у контексті загального фінансового багатства (наприклад, Anderson, 2013).

Нестандартні вподобання

Теорії недостатньої диверсифікації на основі нестандартних уподобань стверджують, що домашні господарства надають перевагу певним фінансовим активам незалежно від їхньої дохідності. Huberman (2001) стверджує, що інвестори мають “смак” до знайомих активів незалежно від їхньої здатності приносити прибуток.

Інша теорія припускає, що домогосподарства, котрі переймаються своїм соціальним статусом, можуть раціонально вирішувати брати на себе ідіосинкратичний ризик і, отже, не мати достатньої диверсифікації. Ці домогосподарства сподіваються отримати винятковий прибуток зі свого загального ризикованого портфеля та збільшити свої шанси “перевершити своїх сусідів”, щоб отримати вищу дохідність, ніж їхнє оточення (Roussanov, 2010).

(Помилкові) переконання

Недостатню диверсифікацію можна обґрунтувати, якщо домогосподарства матимуть більше інформації про акції або завдяки географічній близькості, або завдяки часу, інвестованому у вивчення компаній. Massa, Simonov (2006) пояснили тенденцію шведських домогосподарств інвестувати в акції компаній працедавців, припустивши, що вони мають

більше інформації про галузі, в яких працюють. Аналогічно Van Nieuwerburgh, Veldkamp (2010) продемонстрували, що інвестори можуть приймати раціональне рішення спеціалізуватися на активах, щодо яких вони мають попередні інформаційні переваги.

Однак на цьому тлі емпіричні дослідження, крім деяких винятків (наприклад, Bernile et al., 2015), свідчать, що домогосподарства не отримують виняткового прибутку на основі своєї нібито кращої поінформованості (Seasholes, Zhu, 2010; Doskeland, Hvide, 2011). Єдиний спосіб тлумачити ці докази полягає в тому, що якщо домогосподарства недостатньо диверсифікують свої вкладення, то вони вірять у те, що володіють інформаційною перевагою. Іншими словами, вони роблять фінансову помилку, переоцінюючи коректність своїх знань, можливо, через самовпевненість.

2.4. Експлуатація ренти

У принципі домогосподарства повинні мати можливість зменшити шкоду від своїх інвестиційних помилок у разі пасивного інвестування (інвестування через пайові інвестиційні фонди) або спираючись на поради професійних інвестиційних консультантів. Проте емпіричні дослідження свідчать, що для отримання позитивних результатів завдяки підходу такого типу існують принципові виклики.

По-перше, керуючі інвестиційними фондами й самі можуть бути схильними до тих же фінансових помилок, що й приватні інвестори. Проте навіть якщо не брати до уваги таку можливість, існують переконливі свідчення, що інвестиційні фонди завдають фінансової шкоди інвесторам через високі (часто приховані) транзакційні витрати. У важливому дослідженні Barber et al. (2005) продемонстрували, що хоча із часом інвестори стали чутливими до комісійних витрат, які легко помітити, вони все ж залишалися не такими уважними до менш помітних операційних витрат. Автори також дійшли висновку, що цей факт відомий у сфері пайових інвестиційних фондів та практикується з метою використання інвесторів. Це призводить до того, що пайові інвестиційні фонди з вищими комісійними приносять нижчу дохідність своїм інвесторам, ніж конкуренти, але все ж залучають більший обсяг клієнтських коштів.

Хоча Barber et al. (2005) надали докази того, що реклама дійсно працює у сфері пайових інвестиційних фондів, Cooper et al. (2005) указують на успіх іншого виду маркетингової стратегії. Вони надали докази того, що пайові інвестиційні фонди змінюють свої назви, аби скористатися перевагами популярних стилів інвестицій. За даними дослідження, така практика забезпечує цим фондам у середньому на 30% більший приплив коштів, ніж у клієнтів.

Крім проблеми високих комісій, деякі пайові інвестиційні фонди намагаються штучно збільшити прибуток шляхом "витискання соку" (Harris et al., 2015). "Витискання соку" означає купівлю акцій із наближенням до дати виплати дивідендів з метою штучного збільшення дивідендної дохідності фонду в рекламних цілях.

Домогосподарства також постають перед серйозними проблемами у сфері інвестиційного консалтингу. Використовуючи вичерпні дані з Канади, Foerster et al. (2017) продемонстрували, що фінансова консультація краще пояснюється характеристиками консультанта, а не потребами клієнта. Більше того, вочевидь, ця консультація коштує близько 2.7% за рік (комісії), що значно більше, ніж вартість простого пайового інвестиційного фонду. Хоча фінансові консультанти можуть допомогти своїм клієнтам, заохочуючи їх інвестувати в ризикові активи (що є позитивним досягненням), ці результати, як припускають Gennaioli et al. (2015), свідчать про те, що дешевого вирішення проблеми фінансових помилок просто не існує.

Інший напрям досліджень у галузі поведінкових корпоративних фінансів свідчить, що корпоративні керівники усвідомлюють поведінкові помилки інвесторів і охоче їх експлуатують (Baker, Wurgler, 2013). Наприклад, керівники, здається, усвідомлюють, що інвестори надають перевагу акціям із невисокою ціною (незалежно від рівня капіталізації компанії) і часто випускають акції саме тоді, коли вони користуються найбільшою популярністю (Baker et al., 2009).

Мало того, з'являється все більше доказів, що корпорації шляхом маніпуляцій намагаються підняти ціни на акції вище від їхньої фундаментальної вартості. Класичним прикладом цього може бути компанія, яка змінює свою назву з причин, не пов'язаних зі стратегічними діями. Cooper et al. (2001) документально зафіксував це явище під час буму інтернет-компаній кінця 1990-х років, коли зміна назви, пов'язаної з Інтернетом, призводила до кумулятивних виняткових доходів у розмірі 70% протягом 10 днів після оголошення. Цікаво, що протилежна дія після краху призводила до такого самого ефекту. Cooper et al. (2005) підрахували, що видалення ".com" із назви компанії в наступні роки приводило до кумулятивного виняткового доходу в обсязі близько 60% протягом 60 днів після оголошення¹¹.

Подібним чином корпоративні керівники підлаштовують рекламу, щоб привернути увагу інвесторів та збільшити короткострокову дохідність акцій компанії (Lou, 2014). Як результат інвестори, котрі схильні реагувати на неістотну інформацію, збільшують ціни на акції та зазнають збитків у довгостроковій перспективі.

¹¹ Ще один приклад – подорожчання біткоїнів наприкінці 2017 року. Наприклад, ціна акцій On-line Plc, британської компанії, що інвестує в інформаційні компанії, 27 жовтня зросла майже на 400% у відповідь на плани компанії змінити назву на On-line Blockchain Plc.

III. ФІНАНСИ ДОМОГОСПОДАРСТВ: ЗОБОВ'ЯЗАННЯ

Багато досліджень свідчить про те, що домогосподарства схильні до надмірних¹² та занадто дорогих запозичень (Stango, Zinman, 2009b; Gathergood, 2012; Gerardi et al., 2013). Доведено, що домогосподарства можуть укласти боргові договори для здійснення імпульсивних покупок, обирати договори неоптимальним шляхом і викидати гроші на вітер, неправильно управляючи виплатами з кредитних карток або не рефінансуючи іпотеку за нижчими ставками. Деякі дослідники також доводять, що фірми усвідомлюють помилки домогосподарств і використовують це у своїх інтересах, тоді як конкуренція між кредиторами не обов'язково протидіє цьому явищу.

Хоча найважливіші фактори, пов'язані з рішеннями домогосподарств щодо інвестицій, були відомі ще до фінансової кризи, нагромадження стилізованих фактів щодо рішень, пов'язаних із запозиченнями, відбулося саме в останні десять років. Отже, література з питань запозичень усе ще поширена меншою мірою, ніж література про інвестиційні рішення домогосподарств (Cordray, 2013; Zinman, 2015). Необхідно зазначити, що рішення домогосподарств щодо запозичень є важливими для самих домогосподарств, а також мають бути цікавими для науковців¹³. Zinman (2015) чудово ілюструє цю точку зору:

“Ключовим є факт, що за жодної з існуючих моделей незалежно від того, неокласична вона чи поведінкова, не може виникнути [той] рівень заборгованості за кредитною картою [який ми спостерігаємо в реальному світі...]. Цей феномен піднімає питання про влодобання домогосподарств, природу формування очікувань, розуміння споживачами (можливо, помилкове) процентних ставок та альтернативних витрат, взаємодії споживачів, постачальників та маркетологів, а також про їхні наслідки для розміщення великої кількості ресурсів на різних горизонтах, що впливають на макроекономіку. У зв'язку із цим вважаю дане питання не менш цікавим, ніж, скажімо, питання премії за ризик. У намаганні обґрунтувати і пояснити премію за ризик було витрачено на порядок більше чорнила, ніж на пояснення надмірної заборгованості за кредитними картками”.

Така різниця в рівні уваги призвела щонайменше до двох істотних наслідків.

По-перше, на відміну від літератури стосовно інвестицій домогосподарств, дослідження рішень щодо запозичень є менш вичерпними і систематичними. Рідко метою таких досліджень є аналіз конкуруючих теорій; натомість їхні автори фокусуються на поясненні того, чому різні люди приймають різні рішення.

По-друге, оскільки дослідження, пов'язані з боргом, менше обґрунтовуються в традиційній фінансовій економіці, існує менша кількість нормативних моделей, котрі визначають, якою, в принципі, повинна бути оптимальна поведінка позичальників. Тому ці дослідження за своїм характером є більш діагностичними та одночасно – більш поведінковими (відкритішими для поведінкових пояснень), ніж дослідження, пов'язані з інвестиційними рішеннями домогосподарств.

Далі в цьому розділі розглядаються емпіричні докази, що стосуються рішень домогосподарств щодо запозичень, з метою опису та пояснення дій домогосподарств. Точніше кажучи, у цьому розділі аналізується, як домогосподарства обирають боргові договори і як вони управляють своїми боргами. Особлива увага приділяється вибору між іпотечними кредитами з фіксованою та плаваючою ставками з огляду на їхню потенційну значущість для макроекономічної стабільності. У заключному підрозділі представлено докази експлуатації ренти.

3.1. Вибір боргових договорів

Незважаючи на те, що вибір іпотеки є найважливішим фінансовим рішенням, яке більшість домогосподарств узагалі будь-коли приймає, споживачі не витрачають багато часу на обґрунтування свого вибору. Damen, Buyst (2016) указують, що близько 20% європейських домогосподарств не порівнюють іпотечні продукти, а беруть першу-ліпшу іпотеку, яку вони розглянули. Аналогічним чином у США багато споживачів витрачає на вибір іпотеки стільки ж часу, скільки й на вибір місця для проведення відпустки (Finkelstein, 2010). Це може бути величезною фінансовою помилкою. Damen, Buyst (2016) підрахували, що позичальник, який робить вибір із п'яти іпотечних пропозицій, може заощадити в середньому 7 000 євро за чистою поточною вартістю.

Як через недостатні зусилля, так і внаслідок помилок аналізу (ймовірно, мають місце обидві причини) домогосподарства укладають неоптимальні боргові договори. Наприклад, Agarwal et al. (2015a) довели, що під час отримання споживчих кредитів домогосподарства США обирали неоптимальні кредитні угоди, витрачаючи сотні доларів на процентні виплати, яких можна було уникнути. Stango, Zinman (2016) малюють ще сумнішу картину, доводячи, що різниця між процентними ставками для тих, хто витрачає час на вибір оптимальної кредитної картки, і тих, хто пристав на першу ж

¹² Див. Zinman (2014) для обговорення факторів пропозиції, а саме: надлишковою чи недостатньою є пропозиція кредитів на ринках.

¹³ Tufano (2009) зазначає, що вивчення рішень домогосподарств щодо запозичень існувало в основному в контексті відносно менш престижної науки про споживачів, тоді як вивчення інвестиційних рішень завжди було частиною фінансової економіки, що було і є однією з найпрестижніших тем фінансових досліджень.

пропозицію банку, дорівнює різниці в процентних ставках для фізичних осіб із найвищими та найнижчими кредитними рейтингами.

У більш змістовній ілюстрації відхилень від припущень щодо раціональності Agarwal et al. (2010) доводять, що фізичні особи отримують короткострокові мікрокредити (так звані кредити до зарплати) за астрономічними процентними ставками, навіть якщо їм доступні набагато дешевші форми кредитування¹⁴.

Обмеження

Література щодо ролі обмежень у виборі кредитного договору фокусується переважно на дієвості фінансової грамотності. Наприклад, у ранніх дослідженнях Mooge (2003) повідомляв про те, що у США фізичні особи з нижчим рівнем фінансової грамотності також схильні брати дорожчі іпотечні кредити, а Bucks, Pence (2008) довели, що малозабезпечені і менш освічені позичальники обирають іпотечні договори без належного розуміння їхніх умов і термінів, що, швидше за все, призведе до вибору ризикованіших іпотечних кредитів (для ознайомлення з більш актуальною літературою див. Gathergood, Weber, 2017).

Такі висновки є універсальними. Використовуючи Італію в ролі типового прикладу, Fornero et al. (2011) виявили, що фінансово обізнані домогосподарства, як правило, підшукують та порівнюють іпотечні пропозиції, обирають оптимальні іпотечні договори, тому набагато рідше затримують виплати за кредитами.

Similarly, Gerardi et al. (2013) пов'язали основні математичні компетенції зі схильністю до несплати іпотеки. Автори встановили, що домогосподарства із ширшим математичним досвідом обирають переважно оптимальні іпотечні договори, тож у підсумку в них значно рідше трапляються випадки несплати.

Нарешті, Lusardi, Tufano (2009) розглянули роль специфічної боргової грамотності і дійшли висновку, що фізичні особи з нижчим рівнем грамотності сплачують більші комісійні за обслуговування банківських операцій та несуть вищі витрати на виплату за боргом. Автори підраховали, що до третини зборів та внесків, які сплачуються фінансово необізнаними особами, можна пояснити непоінформованістю. Дослідження також засвідчило, що літні люди схильні переоцінювати рівень своїх фінансових знань, чим (за припущенням авторів) можна пояснити щодо них більшу кількість випадків фінансового шахрайства.

Нестандартні вподобання

Як можна було б очікувати, домогосподарства з непослідовними часовими вподобаннями в процесі вибору боргових договорів схильні приймати неоптимальні рішення. Ця гіпотеза підтверджується емпіричними даними.

У Gathergood (2012) розглянуто взаємозв'язок між самоконтролем, фінансовою грамотністю і надмірною заборгованістю в контексті ринку кредитних карток Об'єднаного Королівства. Він установив, що хоча обидва фактори мають значення, у поясненні надмірної заборгованості відсутність самоконтролю відіграє важливішу роль, ніж фінансова грамотність. Подібним чином Meier, Sprenger (2010) довели, що недалекоглядність корелює із запозиченнями за кредитними картками. Їхні результати вказують на те, що при контролі наявного доходу та кредитних обмежень в осіб, які мають непослідовні часові уподобання і які більшу увагу приділяють сьогоденню, ніж майбутньому, ймовірність існування боргу за кредитною картою та накопичення боргу більша¹⁵.

Інший спосіб перегляду такої поведінкової проблеми полягає в тому, щоб звернути увагу на імпульсивність (відзначаючи, що, ймовірно, важко розрізнити імпульсивність, недалекоглядність та обмежений самоконтроль). Anderloni et al. (2012) виявили, що моделі недалекоглядної поведінки підвищують фінансову вразливість домогосподарств. Проте Vieira et al. (2016) вказали на те, що імпульсивні особи можуть знати про негативні наслідки боргу, і це розуміння допоможе їм компенсувати високий рівень імпульсивності.

(Помилкові) переконання

У кількох дослідженнях робиться припущення, що помилка експоненціального зростання може пояснити тенденцію недооцінювати майбутні витрати на обслуговування боргу, що, у свою чергу, призводить до неоптимального вибору боргових договорів (Eisenstein, Hoch, 2007; McKenzie, Liersch, 2011).

¹⁴ Хоча проблема короткострокових мікрокредитів є суперечливою через процентні ставки розміром більш ніж 500% річних, емпіричні дані свідчать про те, що такі кредити можуть бути не настільки небезпечними, як це сприймається громадськістю. Наприклад, Karlan, Zinman (2010) демонструють, що розширення обсягів кредитування у Південній Африці навіть за процентних ставок у 200% річних тим не менше поліпшило економічні результати позичальників. Carter, Skimpyhogn (2016) довели, що можливість брати короткострокові мікрокредити не чинить негативний вплив на фінансове чи трудове становище військовослужбовців, тоді як Zinman (2010) надав докази того, що якщо доступ до короткострокових мікрокредитів обмежується регулюванням, позичальники таких кредитів переходять до ще більш небезпечних заміників.

¹⁵ Можна зробити висновок, що якщо помилкові фінансові рішення приймаються через відсутність самоконтролю і призводять до бідності, то відсутність самоконтролю є причиною бідності. Хоча такий висновок і здається правдоподібним, напрям причинного зв'язку незрозумілий і може бути зворотним (див. Bernheim et al., 2015).

Як і помилка експоненціального зростання, що впливає на рішення і щодо інвестицій, і щодо запозичень, оптимізм може призвести не тільки до недостатніх заощаджень, а й до надмірного залучення позичкових коштів. Використовуючи унікальні дані стосовно домогосподарств Фінляндії, Huytinen, Putkuri (2012) виявили, що домогосподарства, які припускаються найбільших помилок в оптимістичних прогнозах, швидше за все, мають більший загальний борг і труднощі з управлінням цим боргом.

3.2. Вибір між фіксованою та плаваючою іпотечними ставками

Вибір між іпотеками з фіксованою (FRMs) та плаваючою (ARMs) ставками є важливим для домогосподарств рішенням, яке має величезні наслідки для сукупної економіки. Світова фінансова криза спричинила інтерес до вирішальних чинників такого вибору, оскільки він викликав занепокоєність тим фактом, що домогосподарства приймають це рішення неоптимальним шляхом, ігноруючи ризики, пов'язані з ARMs.

Важко стверджувати, що збільшення популярності ARMs у США в середині 2000-х було вирішальним чинником утворення бульбашки субстандартних іпотечних кредитів і подальшої фінансової кризи. Здається, основною причиною, швидше за все, є той факт, що позичальники, які були найбільш фінансово вразливими (чутливими до шоку, спричиненого погашенням кредитів за підвищеними ставками, та до шокової зміни доходів, яка супроводжує рецесію), обирали найбільш ризикові¹⁶ іпотеки¹⁷ (Demuyant, 2009; Demuyant, Van Hemert, 2011; Campbell, Cocco, 2015). Той факт, що у США під час кризи прострочена заборгованість за кредитами та процент відчуження закладеного майна для субстандартних ARMs були вищими, ніж для субстандартних FRMs (Mayer et al., 2009; FCIC, 2011), лише посилив вивчення вирішальних чинників вибору домогосподарств.

У літературі, яка базується на емпіричних дослідженнях, як правило, вказується, що зміна частки ARMs у різних країнах і в межах однієї країни є занадто великою, аби її можна було пояснити в рамках підходу раціональних очікувань. Згідно з ним рішення домогосподарств повинні базуватися на різниці між поточною довгостроковою процентною ставкою (проксі-показник вартості FRMs) та середніми очікуваними майбутніми короткостроковими ставками (проксі-показник вартості ARMs) за період дії договору. Проте зміна частки ARMs надто суттєва, щоб пояснити її зміни цією різницею. Хоча б тому, що передбачувані зміни в очікуваннях щодо майбутніх короткострокових ставок надто великі, аби вважати їх обґрунтованими і реалістичними.

Наприклад, частка нових ARMs, що надавалися у США з 1985-го до 2006 року, коливалася від 10% до 70% (Koijen et al., 2009). У Бельгії частка впала з 62% у 2004 році до 8% у 2006-му, потім відновилася до 58% у 2010 році і знову впала до 5% у 2012-му (Damen, Buyst, 2013). В Італії частка знизилася з більш як 80% у 2004 році до менше 40% у 2008 році, а потім відновилася, коливаючись від 60% до 80% після 2010 року (Zocchi, 2013). Ці зміни надто суттєві, щоб пояснити їх змінами макроекономічної ситуації.

Проте на цьому фоні Koijen et al. (2009) дійшли висновку, що домогосподарства роблять майже оптимальний вибір іпотеки, визначаючи нормативно правильну відносну привабливість, коли обирають між договорами ARMs та FRMs. Автори наголосили, що когнітивні обмеження не дають змоги домогосподарствам розрахувати премію за ризик за облігаціями (що, згідно з теорією, має бути визначальним чинником відносної привабливості ARMs). Натомість люди покладаються на просте універсальне правило: різниця між довгостроковими процентними ставками (дохідність п'ятирічних казначейських облігацій) та середньо- і короткостроковими процентними ставками за трирічний період і отриманий результат досить близький до теоретичного орієнтира.

В той час як Badariza et al. (2017) підтвердили, що такий принцип допомагає визначити майже оптимальну частку ARMs у випадку зі США, вони також виявили, що цей механізм не спрацьовує в інших країнах. Крім того, модель, запропонована Koijen et al. (2009), не може пояснити відмінності між вибором на рівні індивідів, оскільки вона базується на сукупних даних.

Обмеження

Campbell, Cocco (2003, 2015) є авторами найпопулярнішого підходу до розуміння вибору домогосподарств між FRMs та ARMs. Вони досліджують вибір іпотеки домогосподарствами в умовах обмеження можливості до запозичень. Наявність обмеження, ймовірно, змусить домогосподарства зосередити увагу на поточних витратах на сплату процентів, а не на довгострокових витратах. Цими міркуваннями передбачається, що поточний спред FRM-ARM буде основним визначальним чинником вибору договору, а також прогнозується, що домогосподарства, які обрали ARMs, є фінансово обмеженими більшою мірою. Фінансово обмеженіші домогосподарства зазвичай надають перевагу ARMs, оскільки

¹⁶ У супереч поширеному уявленню, ARMs, по суті, не є більш ризиковими, ніж FRMs. Campbell, Cocco (2015) довели, що обидва типи однаково чутливі до цін на житло і мають подібну частку прострочених платежів. Тим не менше чинники, що спричиняють прострочення платежів, різні. У випадку ARMs імовірність прострочення платежу збільшується, коли зростання процентних ставок призводить до збільшення розмірів необхідних платежів. Із цієї причини ризик несплати у випадку ARMs є найвищим для іпотек із низькими початковими ставками (що зробило іпотеки ARMs більш ризиковими в середині 2000-х).

¹⁷ У літературі розглядаються фактори як пропозиції (наприклад, зниження стандартів кредитування), так і попиту. Ми розглядаємо лише фактори попиту.

вони, як правило, мають низьку початкову процентну ставку, або тому, що мають надзвичайно низькі короткострокові процентні ставки, як це було до початку світової фінансової кризи.

Хоча емпіричні дані загалом підтверджують наведену вище точку зору, це також указує на те, що інші чинники мають опосередкований вплив.

Використовуючи дані огляду споживчого кредитування, Coulibaly, Li (2009) дійшли висновку, що фінансово обмежені домогосподарства дещо частіше надають перевагу ARMs. Крім того, вони виявили, що негативне ставлення до ризику має обернений зв'язок із тенденцією вибору ARMs, тоді як аспекти доступності не чинять вплив на позичальників, які характеризуються позитивним ставленням до ризику.

Інше відхилення від чіткого акценту на фінансове обмеження наведено в Bergstresser, Beshears (2010). Спираючись на аналогічний огляд споживчого кредитування, вони зазначили, що менш недовірливі та (відповідно до Bucks, Pence, 2008) менш обізнані (щодо точних термінів їхніх іпотек) домогосподарства – це ті (їхня частка непропорційно велика), які обирали ARMs у роки, що передували фінансовій кризі. Аналогічно Johnson, Li (2014) довели, що зростання споживчих витрат серед позичальників ARMs у США виявилось чутливим до минулого доходу, що можна інтерпретувати як показник фінансового обмеження. Крім того, ці позичальники молодші та менш освічені, тож постають перед більшими труднощами в управлінні своїми боргами.

Дослідники з європейських країн, як правило, приходять до подібного висновку: позичальники ARMs фінансово обмежені, проте інші фактори можуть пом'якшувати цей ефект.

У докризовій публікації Paiella, Pozzolo (2007) встановили, що італійські домогосподарства з більшою ймовірністю обирають ARMs, якщо їхні витрати на товари нетривалого користування великі (якщо домогосподарства витрачають відносно більшу частку доходів на їжу та інші товари нетривалого користування, вважається, що це є ознакою фінансового обмеження). Хоча дане дослідження виконано за високими стандартами, дослідники скористалися обмеженим набором пояснювальних змінних, що ускладнює узагальнення їхнього висновку.

Долаючи це обмеження, Fornero et al. (2011) оцінили роль фінансової грамотності у виборі між FRMs та ARMs. Автори довели, що фінансово обмежені домогосподарства з вищим співвідношенням заборгованості за іпотекою та доходів із більшою ймовірністю обирають ARMs, якщо їхній рівень фінансової грамотності низький. Водночас дослідженням встановлено, що домогосподарства з високим рівнем фінансової грамотності також схильні надавати перевагу ARMs порівняно з FRMs. Це означає, що багаті та бідні домогосподарства приймають рішення по-різному.

Аналогічного висновку дійшли Damen, Buyst (2013), які встановили, що домогосподарства Фландрії (Бельгія) з різних причин обирають ARMs незалежно від того, низькі їхні доходи чи високі. Хоча бідні домогосподарства, як правило, надають перевагу ARMs, оскільки вони фінансово обмежені, багаті домогосподарства обирають ARMs, якщо можуть дозволити собі ризик зміни розміру процентних виплат у майбутньому.

Нарешті, Hullgren, Söderberg (2016) довели, що у Швеції позичальники ARMs, як правило, молодші (тобто менш до-свідчені), фінансово вразливі і більше піддаються впливу засобів масової інформації.

Нестандартні вподобання

Уподобання ARMs із боку фінансово обмежених домогосподарств можуть бути ознакою недалекоглядності. Damen, Buyst (2013), скажімо, інтерпретують свій результат як приклад короткозорої поведінки. Зрештою, згідно з Bailey et al. (2017) соціальні мережі можуть впливати на судження домогосподарств щодо відносної привабливості ARMs порівняно з FRMs.

Домогосподарства можуть також обирати ARMs з інших причин. Botsch, Malmendier (2015) вважають, що вибір між іпотеками з фіксованою та змінною ставками може відображати інфляційні очікування. Домогосподарства, які вважають суб'єктивну ймовірність інфляції вищою, можуть сприймати FRMs як різновид хеджу, що подається як нестандартна перевага.

(Помилкові) переконання

У наявній літературі щодо вибору між FRMs та ARMs не розглядається роль (помилкових) переконань. Проте доцільно припустити, що позичальники ARMs можуть постати перед помилкою експоненціального зростання і недооцінювати ризик недоотримання доходів унаслідок підвищення процентних ставок. Такі позичальники можуть також недооцінювати потенційні зміни процентних ставок через наївну інтерпретацію недавнього досвіду (припускаючи, що в майбутньому процентні ставки змінюватимуться так само, як і в недавні роки). Крім того, домогосподарства можуть переоцінити масштаби зростання майбутніх доходів через оптимізм або надмірну впевненість, отже, применшити значення ризику недоотримання доходів. У майбутніх дослідженнях, імовірно, буде перевірено ці гіпотези.

3.3. Управління борговими договорами

Статті, в яких автори намагаються зрозуміти, як домогосподарства управляють борговими зобов'язаннями, можна розділити на дві групи: ті, в яких вивчаються рішення домогосподарств щодо рефінансування іпотек, і ті, в яких аналізується оптимальність погашення споживчої заборгованості, в основному заборгованості за кредитними картками.

У першому випадку Keys et al. (2016) виявили, що 20% домогосподарств, для яких рефінансування було б оптимальним і ефективним, усе ще не скористалися перевагами низьких ставок. Автори підрахували, що неприйняття рішення призвело до появи фактичних втрат у середньому в розмірі 11 500 дол. США на одне домогосподарство. Відмова від рефінансування означає, що незважаючи на велику потенційну вигоду від такого використання, домогосподарства все-таки приймають неоптимальні фінансові рішення.

Подібним чином Agarwal et al. (2015b) проаналізували вибірку домогосподарств, які у 1998–2011 рр. прийняли рішення щодо рефінансування і встановили, що близько половини цих позичальників рефінансуються за ставками, які щонайменше на 50 базисних пунктів вищі від найоптимальнішої для них ставки. Автори також довели, що фінансово обізнані позичальники робили менше помилок, отримуючи рефінансування за ставками, близькими до оптимальних.

Stango, Zinman (2009b) визначили, що у сфері споживчого кредитування більше половини річних витрат, пов'язаних із поточними банківськими рахунками та рахунками за кредитними картками, можна було б уникнути завдяки незначній зміні поведінки. Soll et al. (2013) вивчили ступінь нерозуміння домогосподарствами взаємозв'язку між погашенням боргів за кредитними картками та зменшенням боргу або того, як зміна суми щомісячного погашення боргу впливає на термін погашення боргу. Вони виявили, що домогосподарства недостатньо чутливі до відношення “процент до основної суми боргу”. Тобто окремі особи можуть не розуміти того, що невелике збільшення щомісячних платежів часто приводить до суттєвого зменшення терміну погашення боргу, коли відношення “процент до основної суми боргу” високе. Keys, Wang (2016) отримали подібний результат, документально підтвердивши, що у великому наборі даних, який охоплює чверть ринку кредитних карток США, майже 30% позичальників роблять мінімально можливі виплати (які зазвичай набагато менші, ніж оптимальний варіант для домогосподарств).

Зовсім недавно Ponce et al. (2017) використали дані щодо Мексики, аби оцінити, чи мінімізують споживачі фінансові витрати шляхом запозичень за допомогою карток із нижчими процентними ставками. Вони виявили, що в середньому домогосподарства накопичують значну частину своїх боргів, користуючись кредитними картками з високими ставками. Такі домогосподарства, по суті, викидають гроші на вітер, адже вони могли б заощадити значну суму, переключившись на картку з нижчою вартістю запозичень. У схожій статті Gathergood et al. (2017) документально підтвердили таку саму поведінку домогосподарств у Великобританії.

Обмеження

Неефективне управління погашенням боргів може бути результатом інерції (низька ймовірність рефінансування) та неувважності (нечутливість до стимулів рефінансування). Це означає, що когнітивні обмеження відіграють важливу роль. Емпіричні дані значною мірою узгоджуються із цією гіпотезою (Andersen et al., 2017).

Крім того, в багатьох дослідженнях висвітлюється роль фінансової грамотності і досвіду. Hilgert et al. (2003) документально підтвердили позитивний взаємозв'язок між фінансовою грамотністю і якістю багатьох методів управління боргом, таких як платіжна дисципліна, збереження низького відношення “оплати до доходів” та підбір кращих пропозицій щодо кредитних карток. Подібним чином у статті Campbell (2006) повідомлялося про те, що домогосподарства з низьким рівнем доходів та слабшою обізнаністю з меншою ймовірністю рефінансуватимуть іпотеку в умовах сприятливих процентних ставок.

Проте не всі види освіти видаються однаково корисними. Brown et al. (2016) довели, що хоча знання основ математики і фінансів позитивно впливають на поведінку щодо погашення боргів, тренінги з загальної економіки підвищують імовірність як накопичення боргів, так і проблем із їхніми погашеннями.

Нарешті, у згаданому вище дослідженні Andersen et al. (2017) було виявлено, що інерція та неувважність менш поширені серед освіченіших (більш обізнаних) та заможніших осіб.

Нестандартні вподобання

Непослідовні часові вподобання є одним із найвірогідніших чинників фінансових помилок домогосподарств, імовірно, в усіх випадках, пов'язаних із вибором боргових зобов'язань. У цьому сенсі управління боргом не виняток, оскільки найбільш нетерплячі домогосподарства з меншою ймовірністю дотримуються ними ж визначених планів щодо виплати боргів (Kuchler, 2015). У своєму дослідженні Kuchler (2015) також зазначила, що виплати, заплановані досвідченими особами (які усвідомлюють своє нетерпіння), характеризують майбутні дії більшою мірою, ніж виплати необізнаних осіб (тих, хто не усвідомлює своє нетерпіння).

(Помилкові) переконання

Чому відповідно до дослідження Keys, Wang (2016) домогосподарства здійснюють лише мінімальні місячні погашення боргів? Однією з можливих причин є та, що ці особи мають обмеження ліквідності або вони неухважні і схильні до інертних дій. Іншою можливою відповіддю на поставлене вище запитання може бути той факт, що існуючі мінімальні виплати можуть впливати на вибір платежів через ефект якоря, в основному наштовхуючи домогосподарства на думку про те, що сума погашення боргу за замовчуванням (мінімальна виплата) є оптимальним варіантом. У цьому випадку, якщо на осіб діє ефект якоря, вони розглядатимуть неінформативні підказки щодо розміру мінімальної виплати як значущі і, найімовірніше, дотримуватимуться їх, якщо їм бракуватиме кориснішої інформації.

Використовуючи надійну ідентифікаційну стратегію, Keys, Wang (2016) перевірили цю гіпотезу та встановили, що принаймні 10% усіх домогосподарств у їхній вибірці прив'язують свій вибір погашення боргу до мінімальної суми виплат. Це свідчить про те, що на такі домогосподарства впливає ефект якоря.

3.4. Експлуатація ренти

Важливим питанням для тих, хто формує політику, є те, чи допомагає позичальникам конкуренція між кредиторами у прийнятті оптимального рішення щодо кредитування. На жаль, як свідчать Heidhues, Koszegi (2010), навіть коли компанії з випуску кредитних карток конкурують за прибуток, позичальники, які недооцінюють суму їхньої позики і терміни погашення заборгованості, змушені будуть заплатити великі збори та проценти¹⁸.

Крім того, здається, що кредитори відстежують поведінкові помилки й орієнтуються на менш компетентних та менш доповіданих осіб. У серії недавніх досліджень Ru, Schoar (2016) встановили, що емітенти карток орієнтовані на менш освічених клієнтів, використовуючи програми винагороди для відстеження поведінкових помилок, тоді як Ponce et al. (2017) дійшли висновку, що бразильські банки отримують вигоду від того, що домогосподарства не беруть кредити за кредитними картками з низьким процентом. Крім того, результати спостережень свідчать про те, що працівники фінансових установ надають мало інформації менш компетентним особам щодо зборів, яких можна уникнути (Giné et al., 2014).

До того ж Zocchi (2013) посилаються на дослідження Valletta, Zocchi (2009), в якому було виявлено, що для багатьох домогосподарств фінансові консультації відіграють важливу роль у виборі між іпотечними кредитами з фіксованою та плаваючою ставками, і що майже дві третини італійських позичальників, яким банк надавав консультації, і далі обирали ARMs. Вони дійшли висновку, що пропонуючи ARMs із низькою початковою ставкою, банки скорочували свою маржу (на обмежений період), щоб збільшити свою частку на ринку. Згідно із цим дослідженням така практика деформує ринок, оскільки при цьому безконтрольно надається перевага більш ризикованим іпотечним договорам.

Деякі іпотечні документи також указують на маніпулятивну тактику продажів, яка призводить до цінової дискримінації (наприклад, Agarwal et al., 2016), і на те, що ці методи впливають на рівень економіки в цілому. Наприклад, Gurun et al. (2016) встановили, що в регіонах із найвищою інтенсивністю реклами від служб іпотечних брокерів іпотечні кредити найдорожчі, і що ці рекламні практики є найефективнішими, коли вони орієнтовані на бідних та менш інформованих осіб.

Нарешті, кілька досліджень свідчать, що практика грабіжницького кредитування поширена і сприяє підвищенню рівня несплати за іпотечними кредитами (Agarwal et al., 2014a), тоді як антиграбіжницькі закони щодо кредитування та програми консультування поліпшують результати надання іпотек (Bostic et al., 2012; Agarwal et al., 2014b).

IV. ВИСНОВКИ ТА ОБГОВОРЕННЯ

Незважаючи на розвиток фінансів домогосподарств протягом останніх 10 років, ця галузь залишається відносно невідомою для широкої академічної аудиторії та громадськості. Оскільки інтенсивніше знайомство громадськості з результатами інших суміжних сфер поведінкових фінансів (таких як поведінка індивідуальних інвесторів) допомагає популяризувати деякі важливі відомості, огляд літератури з фінансів домогосподарств може принести користь широкому колу читачів, особливо молодим дослідникам і тим, хто формує політику.

Емпіричні дані стосовно інвестицій домогосподарств і вибору боргових зобов'язань, наведені вище, дають змогу зробити чотири основні висновки.

По-перше, докази заперечують вельми поширене уявлення про те, що (за межами вузької сфери активної торгівлі на фондовому ринку) прийняття рішень домогосподарствами близьке до оптимального, якщо не повністю раціонального. Натомість домогосподарства надто мало заощаджують, не беруть участі у фондовому ринку та недостатньо диверсифікують фінансові портфелі. Водночас домогосподарства занадто багато беруть у борг і неефективно ним управляють.

¹⁸ Ця стаття є частиною більшого масиву літератури, в якій доведено, що конкуренція не обов'язково мінімізує дезорієнтуючу та неетичну поведінку. Наприклад, Zinman, Zitzewitz (2016) довели, що гірськолижні курорти суттєво завищують дані щодо природних снігопадів у вихідні, і конкуренція не перешкоджає цій практиці.

Аналогічно існує мало доказів того, що ці помилки роблять виключно бідні та фінансово неграмотні. Хоча такі домогосподарства з більшою ймовірністю припускаються фінансових помилок, котрі дорого коштують, ні досвідчені, ні заможні домогосподарства не приймають цілком оптимальних фінансових рішень.

Як наслідок виникає питання про те, чи може регуляторна політика на основі беззаперечної автономності споживачів фінансових послуг бути ефективною. Хоч ми і не очікуємо від людей користування послугами охорони здоров'я в автономному інституційному середовищі (коли вся відповідальність за рішення про лікування лягала б на піцієнта) і взагалі не вітаємо самолікування, проте ми очікуємо від домогосподарств автономних та незалежних фінансових рішень. Це відбувається незважаючи на те, що сучасні фінансові ринки не менш складні, ніж сучасна медицина. Оскільки домогосподарства роблять фінансові помилки, котрі дорого їм обходяться і призводять до негативних наслідків як для окремих осіб, так і для суспільства, для тих, хто формує політику, було б корисно змінити фокус свого бачення з можливостей, котрі надаються сучасними фінансами, на проблеми, які сучасні фінанси створюють.

По-друге, емпіричні дані свідчать, що майже всі емпіричні факти у галузі фінансів домогосподарств мають переконливі "раціональні" та "поведінкові" пояснення. Крім того, ці пояснення, ймовірно, доповнюють одне одного і взаємодіють між собою, а не є взаємовиключними. Дане спостереження висвітлює потенційну небезпеку ідеології, яка, згідно із Jelveh et al. (2015), впливає на результати наукових досліджень у галузі економіки. Дослідники з невеликим професійним досвідом та сильними ідеологічними вподобаннями до стандартної або поведінкової перспективи можуть не розглядати однаково вірогідні пояснення спостережуваних явищ. Часто-густо це призводить до формування та поширення шкідливих стереотипів, котрі можуть негативно впливати на рішення політики, які не забезпечать вигідні для всього суспільства результати.

По-третє, поведінкові слабкості домогосподарств не існують ізольовано від інституційних механізмів і нормативно-правового середовища. Емпіричні докази, здається, спростовують давню віру в те, що конкуренція веде до усунення можливостей експлуатації ренти. Навпаки, дослідження свідчать, що компанії усвідомлюють можливі помилки домогосподарств та використовують їх на свою користь. Із точки зору інвестиційних рішень це означає, що досконаліше регулювання має потенціал для підвищення ефективності фінансових консультацій (для збільшення вигоди та зменшення витрат) і ринкової ефективності (обмежуючи можливості менеджерів впливати на ціни акцій з метою штучного підвищення ринкової вартості компанії). У сфері прийняття рішень про запозичення досконаліше регулювання має потенціал для поліпшення макрофінансової стабільності внаслідок кращого розміщення ресурсів (шляхом забезпечення відповідності умов боргових договорів потребам і характеристикам домогосподарств).

Нарешті, досить легко помітити, що фінансова грамотність, здається, відіграє важливу роль у визначенні якості інвестицій домогосподарств та у прийнятті ними рішень щодо запозичень. У цьому сенсі ті, хто формує політику, можуть розглядати мету підвищення фінансової грамотності домогосподарств як таку, якої легко досягнути.

Незважаючи на те, що складно заперечувати проти необхідності підвищення рівня фінансової грамотності, на порядку денному існує і застереження. Згадаємо приклад, наведений Gathergood (2012), який досліджував взаємозв'язок між самоконтролем, фінансовою грамотністю і надмірною заборгованістю на ринку кредитних карток. Gathergood дійшов висновку, що хоча фінансова грамотність дійсно відіграє важливу роль у визначенні якості прийняття рішень, ще більшу роль відіграє відсутність самоконтролю з боку домогосподарств.

У цілому хвиля недавніх досліджень викликала серйозні сумніви в ефективності фінансової освіти. Наприклад, у мета-аналізі співвідношення змін у фінансовій освіті та фінансовій поведінці, який охоплює понад 200 попередніх досліджень, Fernandes et al. (2014) дійшли висновку, що (1) зміни, спрямовані на підвищення фінансової грамотності, мають обмежений вплив на фінансову поведінку та (2) ефект цих змін швидко зменшується із часом.

Беручи до уваги величезну кількість емпіричних даних щодо експлуатації ренти, потужність поведінкових змін та дію факторів пропозиції, які впливають на фінансову поведінку домогосподарств, доцільно припустити, що надмірна увага до підвищення фінансової грамотності не виправдана, якщо розглядати її окремо від інших вирішальних чинників поведінки домогосподарств.

Література

- Agarwal S., Amromin G., Ben-David I., Chomsisengphet S., Evanoff D. D. (2014a). Predatory lending and the subprime crisis. *Journal of Financial Economics*. Vol. 113, No. 1, pp. 29-52.
- Agarwal S., Amromin G., Ben-David I., Chomsisengphet S., Evanoff D. D. (2014b). The effectiveness of mandatory mortgage counseling: can one dissuade borrowers from choosing risky mortgages? NBER Working Paper No. w19920. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2400265>.

- Agarwal S., Amromin G., Ben-David I., Evanoff D. D. (2016). Loan product steering in mortgage markets. Charles A. Dice Center Working Paper No. 2016-18; Fisher College of Business Working Paper No. 2016-03-18; Charles A. Working Paper, No. 2016-18, Dice Center. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2841312>.
- Agarwal S., Chomsisengphet S., Lim C. (2017). What shapes consumer choice and financial products? A Review. Georgetown McDonough School of Business Research Paper No. 2875886. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2875886>.
- Agarwal S., Chomsisengphet S., Liu C., Souleles N.S. (2015a). Do consumers choose the right credit contracts? Review of Corporate Finance Studies, Vol. 4, No. 2, pp. 239-257.
- Agarwal S., Rosen R. J., Yao V. (2015b). Why do borrowers make mortgage refinancing mistakes? Management Science, Vol. 62, No. 12, pp. 3494-3509.
- Agarwal S., Skiba P. M., Tobacman J. (2010). Payday loans and credit cards: new liquidity and credit scoring puzzles? NBER Working Paper No. w14659. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1332598>.
- Agarwal S., Chomsisengphet S., Lim C. (2017). What shapes consumer choice and financial products? A Review. Annual Review of Financial Economic, Vol. 9, No. 1, pp. 127-146.
- Akerlof G. A., Kranton R.E. (2010). Identity economics: how identities shape our work, wages, and well-being. Princeton University Press, Princeton.
- Albacete N., Fessler P., Schürz M. (2012). Risk buffer profiles of foreign currency mortgage holders. Financial stability report, No. 23, pp. 58-71.
- Albacete N., Lindner P. (2015). Foreign currency borrowers in Austria – evidence from the Household Finance and Consumption Survey. Financial Stability Report, No. 29, pp. 93-109.
- Anderloni L., Bacchiocchi E., Vandone D. (2012). Household financial vulnerability: an empirical analysis. Research in Economics, Vol. 66, No. 3, pp. 284-296.
- Andersen S., Campbell J. Y., Nielsen K. M., Ramadorai T. (2017). Inattention and inertia in household finance: evidence from the Danish mortgage market. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2463575>.
- Andersen S., Hanspal T., Nielsen K. M. (2016). Once bitten, twice shy: the role of inertia and personal experiences in risk taking. Discussion Paper, No. DP11504, CEPR. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2840701>.
- Anderson A. (2013). Trading and under-diversification. Review of Finance, Vol. 17, No. 5, pp. 1699-1741.
- Badarinz C., Campbell J. Y., Ramadorai T. (2017). What calls to ARMs? International evidence on interest rates and the choice of adjustable-rate mortgages. Management Science. Posted online. Available at: <http://pubsonline.informs.org/doi/abs/10.1287/mnsc.2016.2629>.
- Bailey M., Cao R., Kuchler T., Stroebel J. (2017). The economic effects of social networks: evidence from the housing market. Праця Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2753881>.
- Baker M., Greenwood R., Wurgler J. (2009). Catering through nominal share prices. Journal of Finance, Vol. 64, No. 6, pp. 2559-2590.
- Baker M., Wurgler J. (2013). Behavioral corporate finance: an updated survey. In Handbook of the Economics of Finance, G. M. Constantinides, M. Harris, and R. M. Stulz, eds., Vol. 2, Part A, pp. 357-424. Elsevier, Amsterdam.
- Balasuriya J., Gough O., Vasileva K. (2014). Do optimists plan for retirement? A behavioural explanation for non-participation in pension schemes. Economics Letters, Vol. 125, No. 3, pp. 396-399.
- Barber B. M., Lee Y.-T., Liu Y.-J., Odean T. (2014). The cross-section of speculator skill: evidence from day trading. Journal of Financial Markets, Vol. 18, pp. 1-24.
- Barber B. M., Odean T. (2000). Trading is hazardous to your wealth: the common stock investment performance of individual investors. Journal of Finance, Vol. 55, No. 2, pp. 773-806.
- Barber B. M., Odean T. (2013). The behavior of individual investors. In Handbook of the Economics of Finance, Vol. 2, Part B, pp. 1533-1570, Elsevier, Amsterdam.

- Barber B. M., Odean T., Zheng L. (2005). Out of sight, out of mind: the effects of expenses on mutual fund flows. *Journal of Business*, Vol. 78, No. 6, pp. 2095-2120.
- Beckmann E. (2017). How does foreign currency debt relief affect households loan demand? Evidence from the OeNB Euro Survey in CESEE. *Focus on European Economic Integration*, Vol. 1, pp. 8-32.
- Beckmann E., Stix H. (2015). Foreign currency borrowing and knowledge about exchange rate risk. *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 112, pp. 1-16.
- Beer C., Ongena S., Peter M. (2010). Borrowing in foreign currency: austrian households as carry traders. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 34, No. 9, pp. 2198-2211.
- Benartzi S. (2001). Excessive extrapolation and the allocation of 401 (k) accounts to company stock. *Journal of Finance*, Vol. 56, No. 5, pp. 1747-1764.
- Bergstresser D., Beshears J. L. (2010). Who selected adjustable-rate mortgages? Evidence from the 1989-2007 Surveys of Consumer Finances. Harvard Business School Finance Working Paper No. 10-083. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1573625>.
- Bernheim B. D., Ray D., Yeltekin S. (2015). Poverty and self-control. *Econometrica*, Vol. 83, No. 5, pp. 1877-1911.
- Bernile G., Kumar A., Sulaeman J. (2015). Home away from home: geography of information and local investors. *Review of Financial Studies*, Vol. 28, No. 7, pp. 2009-2049.
- Bostic R., Chomsisengphet S., Engel K. C., McCoy P. A., Pennington-Cross A., Wachter S. (2012). Mortgage product substitution and state anti-predatory lending laws: better loans and better borrowers? *Atlantic Economic Journal*, Vol. 40, No. 3, pp. 273-294.
- Botsch M. J., Malmendier U. (2015). Inflation experiences and contract choice. Evidence from residential mortgages. Available at: <https://www.aeaweb.org/conference/2016/retrieve.php?pdfid=961>.
- Briggs J., Cesarini D., Lindqvist E., Ostling R. (2015). Wealth and stock market participation: estimating the causal effect from Swedish lotteries. Available at: <http://w4.stern.nyu.edu/finance/docs/pdfs/Seminars/1501f-cesarini.pdf>.
- Brown M., Grigsby J., Van der Klaauw W., Wen J., Zafar B. (2016). Financial education and the debt behavior of the young. *Review of Financial Studies*, Vol. 29, No. 9, pp. 2490-2522.
- Brunetti M., Torricelli C. (2015). Second homes: households' life dream or (wrong) investment? Working Paper, No. 351, CEIS. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2639739>.
- Brzoza-Brzezina M., Kolasa M., Makarski K. (2017). Monetary and macroprudential policy with foreign currency loans. Forthcoming in the *Journal of Macroeconomics*. Posted online. Available at: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0164070417302756>.
- Bucks B., Pence K. (2008). Do borrowers know their mortgage terms? *Journal of Urban Economics*, Vol. 64, No. 2, pp. 218-233.
- Calvet L. E., Campbell J. Y., Sodini P. (2007). Down or out: assessing the welfare costs of household investment mistakes. *Journal of Political Economy*, Vol. 115, No. 5, pp. 707-747.
- Calvet L., Haliassos M., Michaelides A. (2015). Introduction to JPEF special issue on household finance. *Journal of Pension Economics & Finance*, Vol. 14, No. 4, pp. 329-331.
- Calvet L., Gonzalez-Eiras M., Sodini P. (2004). Financial innovation, market participation, and asset prices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 39, No. 3, pp. 431-459.
- Campbell J. Y. (2006). Household finance. *Journal of Finance*, Vol. 61, No. 4, pp. 1553-1604.
- Campbell J. Y., Cocco J. F. (2003). Household risk management and optimal mortgage choice. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, No. 4, pp. 1449-1494.
- Campbell J. Y., Cocco J. F. (2015). A model of mortgage default. *Journal of Finance*, Vol. 70, No. 4, pp. 1495-1554.
- Carter S. P., Skimmyhorn W. (2016). Much ado about nothing? New evidence on the effects of payday lending on military members. *Review of Economics and Statistics*, Vol. 99, No. 4, pp. 606-621.

- Chetty R., Friedman J. N., Leth-Petersen S., Nielsen T. H., Olsen T. (2014). Active vs. passive decisions and crowd-out in retirement savings accounts: evidence from Denmark. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 129, No. 3, pp. 1141-1219.
- Choi J. J., Laibson D., Madrian B. C. (2011). 100 bills on the sidewalk: suboptimal investment in 401 (k) plans. *Review of Economics and Statistics*, Vol. 93, No. 3, pp. 748-763.
- Christelis D., Jappelli T., Padula M. (2010). Cognitive abilities and portfolio choice. *European Economic Review*, Vol. 54, No. 1, pp. 18-38.
- Cooper M. J., Dimitrov O., Rau P. R. (2001). A Rose.com by any other name. *Journal of Finance*, Vol. 56, No. 6, pp. 2371-2388.
- Cooper M. J., Gulen H., Rau P. R. (2005). Changing names with style: mutual fund name changes and their effects on fund flows. *Journal of Finance*, Vol. 60, No. 6, pp. 2825-2858.
- Cordes H., Nolte S., Schneider J. C. (2017). On the dynamics and drivers of countercyclical risk aversion. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2918953>.
- Cordray R. (2013). Protecting consumers in the financial marketplace. The University of Chicago Legal Forum. Keynote address. Available at: <https://goo.gl/NwxXBN>.
- Coulibaly B., Li G. (2009). Choice of mortgage contracts: evidence from the survey of consumer finances. *Real Estate Economics*, Vol. 37, No. 4, pp. 659-673.
- Csajbók A., Hudecz A., Tamási B. (2010). Foreign currency borrowing of households in new EU member states. MNB Occasional Papers 87. Available at: <https://www.econstor.eu/handle/10419/83523>.
- Damen S., Buyst E. (2013). The myopic choice between fixed and adjustable rate mortgages in Flanders. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2381533>.
- Damen S., Buyst E. (2016). Mortgage shoppers: how much do they save? *Real Estate Economics*. Posted online. Available at: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/15406229.12167/full>.
- Davis S. J., Willen P. (2013). Occupation-level income shocks and asset returns: Their covariance and implications for portfolio choice. *Quarterly Journal of Finance*, Vol. 3, No. 03n04, pp. 1350011.
- Demirgüç-Kunt A., Klapper L.F. (2012). Measuring financial inclusion: the global finindex database. World Bank Policy Research Working Paper No. 725. Available at: <https://goo.gl/Wae29T>.
- Demyanyk Y. (2009). Ten myths about subprime mortgages. Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Commentary. Available at: <https://goo.gl/33a1i4>.
- Demyanyk Y., Van Hemert O. (2011). Understanding the subprime mortgage crisis. *Review of Financial Studies*, Vol. 24, No. 6, pp. 1848-1880.
- Doskeland T. M., Hvide H. K. (2011). Do individual investors have asymmetric information based on work experience? *Journal of Finance*, Vol. 66, No. 3, pp. 1011-1041.
- Eisenstein E. M., Hoch S. J. (2007). Intuitive compounding: framing, temporal perspective, and expertise. Working Paper. Available at: <https://goo.gl/A183oi>.
- Fernandes D., Lynch Jr J. G., Netemeyer R. G. (2014). Financial literacy, financial education, and downstream financial behaviors. *Management Science*, Vol. 60, No. 8, pp. 1861-1883.
- FCIC, Financial Crisis Inquiry Commission, (2011). The financial crisis inquiry report, authorized edition: Final report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States. Public Affairs, New York.
- Finkelstein B. (2010). Have consumers learned from mortgage mistakes? *Mortgage Servicing News*, Vol. 14, No. 7, pp. 22-32.
- Foerster S., Linnainmaa J. T., Melzer B. T., Previtro A. (2017). Retail financial advice: does one size fit all? *Journal of Finance*, Vol. 72, No. 4, pp. 1441-1482.
- Fornero E., Monticone C., Trucchi S. (2011). The effect of financial literacy on mortgage choices. Netspar Discussion Paper No. 09/2011-085. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1950040>.

- Gathergood J. (2012). Self-control, financial literacy and consumer over-indebtedness. *Journal of Economic Psychology*, Vol. 33, No. 3, pp. 590-602.
- Gathergood J., Mahoney N., Stewart N., Weber J. (2017). How do individuals repay their debt? The balance-matching heuristic. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3000526>.
- Gathergood J., Weber J. (2017). Financial literacy, present bias and alternative mortgage products. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 78, pp. 58-83.
- Gennaioli N., Shleifer A., Vishny R. (2015). Money doctors. *Journal of Finance*, Vol. 70, No. 1, pp. 91-114.
- Gerardi K., Goette L., Meier S. (2013). Numerical ability predicts mortgage default. *Proceedings of the National Academy of Sciences*, Vol. 110, No. 28, pp. 11267-11271.
- Giannetti M., Wang T. Y. (2016). Corporate scandals and household stock market participation. *Journal of Finance*, Vol. 71, No. 6, pp. 2591-2636.
- Giné X., Martinez Cuellar C., Mazer R. K. (2014). Financial (dis-) information: evidence from an audit study in Mexico. Policy Research Working Paper, No. 6902, World Bank. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2445748>.
- Glaser M., Iliewa Z., Weber M. (2016). Thinking about prices versus thinking about returns in financial markets. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2750064>.
- Goda G. S., Levy M., Manchester C. F., Sojourner A., Tasoff J. (2015). The role of time preferences and exponential-growth bias in retirement savings. Working Paper, No. w21482, NBER. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2649750>.
- Goetzmann W. N., Kumar A. (2008). Equity portfolio diversification. *Review of Finance*, Vol. 12, No. 3, pp. 433-463.
- Grinblatt M., Keloharju M. (2000). The investment behavior and performance of various investor types: a study of Finland's unique data set. *Journal of Financial Economics*, Vol. 55, No. 1, pp. 43-67.
- Grinblatt M., Keloharju M. (2009). Sensation seeking, overconfidence, and trading activity. *Journal of Finance*, Vol. 64, No. 2, pp. 549-578.
- Grosshans D., Zeisberger S. (2017). All's well that ends well? On the importance of how returns are achieved. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2579636>.
- Guiso L., Sapienza P., Zingales L. (2008). Trusting the stock market. *Journal of Finance*, Vol. 63, No. 6, pp. 2557-2600.
- Guiso L., Sodini P. (2013). Household finance: an emerging field. In *Handbook of the Economics of Finance*, Vol. 2, Part B, pp. 1397-1532, Elsevier, Amsterdam.
- Gurun U. G., Matvos G., Seru A. (2016). Advertising expensive mortgages. *Journal of Finance*, Vol. 71, No. 5, pp. 2371-2416.
- Gurun U. G., Stoffman N., Yonker S. E. (2015). Trust busting: the effect of fraud on investor behavior. Kelley School of Business Research Paper No. 15-70. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2664307>.
- Haliassos M., Bertaut C. C. (1995). Why do so few hold stocks? *Economic Journal*, Vol. 105, No. 432, pp. 1110-1129.
- Harris L. E., Hartzmark S. M., Solomon D. H. (2015). Juicing the dividend yield: mutual funds and the demand for dividends. *Journal of Financial Economics*, Vol. 116, No. 3, pp. 433-451.
- Heidhues P., Koszegi B. (2010). Exploiting naivete about self-control in the credit market. *American Economic Review*, Vol. 100, No. 5, pp. 2279-2303.
- Hilgert M. A., Hogarth J. M., Beverly S. G. (2003). Household financial management: the connection between knowledge and behavior. *Federal Reserve Bulletin*, Vol. 89, pp. 309-322.
- Huberman G. (2001). Familiarity breeds investment. *Review of Financial Studies*, Vol. 14, No. 3, pp. 659-680.
- Hullgren M., Söderberg I.-L. (2016). Borrower characteristics and mortgage rate choice in Sweden. *International Journal of Bank Marketing*, Vol. 34, No. 5, pp. 649-669.
- Hurd M., Van Rooij M., Winter J. (2011). Stock market expectations of Dutch households. *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 26, No. 3, pp. 416-436.

- Hyytinen A., Putkuri H. (2012). Household optimism and borrowing. Research Discussion Paper No. 21/2012. Bank of Finland. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2101025>.
- Illiashenko P. (2017). Behavioral finance: history and foundations. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, No. 239, pp. 28-54.
- Ize A., Yeyati E. L. (2003). Financial dollarization. *Journal of International Economics*, Vol. 59, No. 2, pp. 323-347.
- Jelveh Z., Kogut B., Naidu S. (2015). Political language in economics. Columbia Business School Research Paper No. 14-57. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2535453>.
- Johnson K. W., Li G. (2014). Are adjustable-rate mortgage borrowers borrowing constrained? *Real Estate Economics*, Vol. 42, No. 2, pp. 457-471.
- Karlan D., McConnell M., Mullainathan S., Zinman J. (2016). Getting to the top of mind: how reminders increase saving. *Management Science*, Vol. 62, No. 12, pp. 3393-3411.
- Karlan D., Ratan A. L., Zinman J. (2014). Savings by and for the poor: a research review and agenda. *Review of Income and Wealth*, Vol. 60, No. 1, pp. 36-78.
- Karlan D., Zinman J. (2010). Expanding credit access: using randomized supply decisions to estimate the impacts. *Review of Financial Studies*, Vol. 23, No. 1, pp. 433-464.
- Kast F., Meier S., Pomeranz D. (2012). Under-savers anonymous: evidence on self-help groups and peer pressure as a savings commitment device. IZA Discussion Paper No. 6311. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2003624>.
- Kaustia M., Knüpfer S. (2008). Do investors overweight personal experience? Evidence from IPO subscriptions. *Journal of Finance*, Vol. 63, No. 6, pp. 2679-2702.
- Kaustia M., Luotonen N. (2016). What drives the heterogeneity in portfolio choice? The role of institutional, traditional, and behavioral factors. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2845963>.
- Kaustia M., Torstila S. (2011). Stock market aversion? Political preferences and stock market participation. *Journal of Financial Economics*, Vol. 100, No. 1, pp. 98-112.
- Keys B. J., Pope D. G., Pope J. C. (2016). Failure to refinance. *Journal of Financial Economics*, Vol. 122, No. 3, pp. 482-499.
- Keys B. J., Wang J. (2016). Minimum payments and debt paydown in consumer credit cards. NBER Working Paper No. w22742. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2853238>.
- Kézdi G., Willis R. J. (2009). Stock market expectations and portfolio choice of American households. Unpublished manuscript. Available at: <https://goo.gl/MypABg>.
- Klapper L., Lusardi A., Van Oudheusden P. (2015). Financial literacy around the world. Standard & Poor's Ratings Services Global Financial Literacy Survey. Available at: <https://goo.gl/yJsZE5>.
- Koiijen R. S., Van Hemert O., Van Nieuwerburgh S. (2009). Mortgage timing. *Journal of Financial Economics*, Vol. 93, No. 2, pp. 292-324.
- Korniotis G. M., Kumar A. (2013). Do portfolio distortions reflect superior information or psychological biases? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 48, No. 1, pp. 1-45.
- Kuchler T. (2015). Sticking to your plan: empirical evidence on the role of present bias for credit card paydown. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2629158>.
- Larrimore J., Arthur-Bentil M., Dodini S., Thomas L. (2016). Federal Reserve Board issues. Report on the Economic Well-Being of U.S. Households. Available at: <https://goo.gl/7v3GvN>.
- Lee Y.-T., Liu Y.-J., Zhu N. (2008). The costs of owning employer stocks: lessons from Taiwan. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 43, No. 3, pp. 717-740.
- Levy M., Tasoff J. (2016). Exponential-growth bias and lifecycle consumption. *Journal of the European Economic Association*, Vol. 14, No. 3, pp. 545-583.
- Lou D. (2014). Attracting investor attention through advertising. *Review of Financial Studies*, Vol. 27, No. 6, pp. 1797-1829.

- Lusardi A., Michaud P.-C., Mitchell O. S. (2017a). Optimal financial knowledge and wealth inequality. *Journal of Political Economy*, Vol. 125, No. 2, pp. 431-477.
- Lusardi A., Mitchell O. S. (2014). The economic importance of financial literacy: theory and evidence. *Journal of Economic Literature*, Vol. 52, No. 1, pp. 5-44.
- Lusardi A., Mitchell O. S., Oggero N. (2017b). Debt and financial vulnerability on the verge of retirement. Working Paper, No. 23664, NBER. Available at: <http://www.nber.org/papers/w23664>.
- Lusardi A., Tufano P. (2009). Debt literacy, financial experiences, and overindebtedness. Working Paper, No. w14808, NBER. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1366208>.
- Malmendier U., Nagel S. (2011). Depression babies: do macroeconomic experiences affect risk taking? *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 126, No. 1, pp. 373-416.
- Massa M., Simonov A. (2006). Hedging, familiarity and portfolio choice. *Review of Financial Studies*, Vol. 19, No. 2, pp. 633-685.
- Mayer C., Pence K., Sherlund S. M. (2009). The rise in mortgage defaults. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23, No. 1, pp. 27-50.
- McKenzie C. R., Liersch M. J. (2011). Misunderstanding savings growth: implications for retirement savings behavior. *Journal of Marketing Research*, Vol. 48, No. SPL, pp. S1-S13.
- Meier S., Sprenger C. (2010). Present-biased preferences and credit card borrowing. *American Economic Journal: Applied Economics*, Vol. 2, No. 1, pp. 193-210.
- Moore D. L. (2003). Survey of financial literacy in Washington State: Knowledge, behavior, attitudes, and experiences. Technical report. Available at: <https://goo.gl/7nbW2W>.
- Munnell A. H., Webb A., Golub-Sass F. (2012). The national retirement risk index: an update. Center for Retirement Research at Boston College, No. 12-20, pp. 1-8.
- Nolte S., Schneider J. C. (2016). How price path characteristics shape investment behavior. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2883382>.
- Paiella M., Pozzolo A. F. (2007). Choosing between fixed-and adjustable-rate mortgages. In *Household Credit Usage: Personal Debt and Mortgages*, S. Agarwal, and B. W. Ambrose, eds., pp. 219-236. Palgrave Macmillan, New York.
- Pellényi G., Bilek P. (2009). Foreign currency borrowing: the case of Hungary. FINES Working Paper. Available at: <https://www.econstor.eu/handle/10419/119503>.
- Perry V. G., Morris M. D. (2005). Who is in control? The role of self-perception, knowledge, and income in explaining consumer financial behavior. *Journal of Consumer Affairs*, Vol. 39, No. 2, pp. 299-313.
- Polkovnichenko V. (2005). Household portfolio diversification: a case for rank-dependent preferences. *Review of Financial Studies*, Vol. 18, No. 4, pp. 1467-1502.
- Ponce A., Seira E., Zamarripa G. (2017). Borrowing on the wrong credit card? Evidence from Mexico. *American Economic Review*, Vol. 107, No. 4, pp. 1335-1361.
- Puri M., Robinson D. T. (2007). Optimism and economic choice. *Journal of Financial Economics*, Vol. 86, No. 1, pp. 71-99.
- Rhee N., Boivie I. (2015). The continuing retirement savings crisis. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2785723>.
- Roussanov N. (2010). Diversification and its discontents: idiosyncratic and entrepreneurial risk in the quest for social status. *Journal of Finance*, Vol. 65, No. 5, pp. 1755-1788.
- Ru H., Schoar A. (2016). Do credit card companies screen for behavioral biases? Working Paper, No. w22360, NBER. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2797954>.
- Seasholes M. S., Zhu N. (2010). Individual investors and local bias. *Journal of Finance*, Vol. 65, No. 5, pp. 1987-2010.
- Soll J. B., Keeney R. L., Larrick R. P. (2013). Consumer misunderstanding of credit card use, payments, and debt: causes and solutions. *Journal of Public Policy & Marketing*, Vol. 32, No. 1, pp. 66-81.

- Stango V., Zinman J. (2009a). Exponential growth bias and household finance. *Journal of Finance*, Vol. 64, No. 6, pp. 2807-2849.
- Stango V., Zinman J. (2009b). What do consumers really pay on their checking and credit card accounts? Explicit, implicit, and avoidable costs. *American Economic Review*, Vol. 99, No. 2, pp. 424-429.
- Stango V., Zinman J. (2016). Borrowing high versus borrowing higher: price dispersion and shopping behavior in the US credit card market. *Review of Financial Studies*, Vol. 29, No. 4, pp. 979-1006.
- Tufano P. (2009). Consumer finance. *Annual Review of Financial Economics*, Vol. 1, No. 1, pp. 227-247.
- Valletta M., Zocchi P. (2009). I risparmiatori e le banche. XVI Rapporto sul risparmio e sui risparmiatori in Italia BNL/Centro Einaudi. Unpublished manuscript.
- Van Horne J. C., Blume M. E., Friend I. (1975). The asset structure of individual portfolios and some implications for utility functions. *Journal of Finance*, Vol. 30, No. 2, pp. 585-603.
- Van Nieuwerburgh S., Veldkamp L. (2010). Information acquisition and underdiversification. *Review of Economic Studies*, Vol. 77, No. 2, pp. 779-805.
- Van Rooij M., Lusardi A., Alessie R. (2011). Financial literacy and stock market participation. *Journal of Financial Economics*, Vol. 101, No. 2, pp. 449-472.
- Vieira K. M., de Oliveira M. O. R., Kunkel F. I. R. (2016). The credit card use and debt: is there a trade-off between compulsive buying and ill-being perception? *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 10, pp. 75–87.
- Vissing-Jorgensen A. (2003). Perspectives on behavioral finance: does "irrationality" disappear with wealth? Evidence from Expectations and Actions. *NBER macroeconomics Annual*, Vol. 18, pp. 139-194.
- Weber J., Meyer S., Loos B., Hackethal A. (2014). Which investment behaviors really matter for individual investors. Available at: <https://www.scribd.com/document/207047989/SSRN-id2381435>.
- WEF, World Economic Forum (2017). We'll Live to 100. How can we afford it? World Economic Forum White Paper. Available at: <https://www.weforum.org/whitepapers/we-ll-live-to-100-how-can-weafford-it>.
- Zinman J. (2010). Restricting consumer credit access: household survey evidence on effects around the Oregon rate cap. *Journal of banking & Finance*, Vol. 34, No. 3, pp. 546-556.
- Zinman J. (2014). Consumer credit: too much or too little (or just right)? *Journal of Legal Studies*, Vol. 43, No. S2, pp. S209-S237.
- Zinman J. (2015). Household debt: facts, puzzles, theories, and policies. *Annual Review of Economics*, Vol. 7, No. 1, pp. 251-276.
- Zinman J., Zitzewitz E. (2016). Wintertime for deceptive advertising? *American Economic Journal: Applied Economics*, Vol. 8, No. 1, pp. 177-192.
- Zocchi P. (2013). Why do Italian households prefer adjustable rate mortgages? *Journal of European Real Estate Research*, Vol. 6, No. 1, pp. 90-110.