



<https://doi.org/10.15407/economyukr.2020.07.035>
УДК 336.1

Л.Г. ШЕМАЄВА, д-р екон. наук, проф.,
головна консультантка відділу економічної стратегії,
e-mail: shemayeva@ukr.net,
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-2989-0823>

Я.А. ЖАЛІЛО, д-р екон. наук, проф., с. н. с., Заслужений економіст України,
заступник директора — керівник центру економічних і соціальних досліджень,
e-mail: zhalilo@ukr.net,
ORCID: <https://orcid.org/0000-0000-0000-0000>

Д.М. ГЛАДКИХ, д-р екон. наук, доц.,
головний консультант відділу економічної стратегії,
e-mail: dgladkikh@ukr.net,
ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-5276-5521>

Ю.В. КАСПЕРОВИЧ, канд. екон. наук, с. н. с. відділу економічної стратегії
центру економічних та соціальних досліджень,
e-mail: julia.v.kasperovich@gmail.com,
ORCID: <https://orcid.org/0000-0000-0000-0000>

Л.П. ЛОНДАР, канд. екон. наук, доц.,
пров. науковий співробітник відділу економічної стратегії,
e-mail: londarlidia@gmail.com,
ORCID: <https://orcid.org/0000-0000-0000-0000>

А.Л. ДЕШКО, головна консультантка відділу економічної стратегії
центру економічних та соціальних досліджень,
e-mail: antonina.deshko@gmail.com,
ORCID: <https://orcid.org/0000-0000-0000-0000>

Національний інститут стратегічних досліджень,
вул. Пирогова, 7а, 01030, Київ, Україна

ВНУТРІШНІ ЧИННИКИ ЗМІЦНЕННЯ СТІЙКОСТІ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ УКРАЇНИ

Розглянуто проблему забезпечення стійкості фінансової системи України. Визначено чинники, які в сучасних умовах негативно впливають на фінансову стійкість, що пов'язано із слабкою функціональністю податкової системи, відокремленістю бюджетної політики від стратегічних завдань економічної політики держави, недостатньою борговою стійкістю та проблемами у банківській системі. Визначено основні пріоритети державної політики у бюджетно-податковій, борговій, банківській сферах та інструменти їх координування з метою зміцнення стійкості фінансової системи України.

Ц и т у в а н н я: Шемаєва Л.Г., Жаліло Я.А., Гладких Д.М., Касперович Ю.В., Лондар Л.П., Дешко А.Л. Внутрішні чинники зміцнення стійкості фінансової системи України. *Економіка України*. 2020. № 7. С. 35—54. <https://doi.org/10.15407/economyukr.2020.07.035>

Ключові слова: *стійкість фінансової системи; вразливість; дисбаланси; фінансова стійкість; боргова стійкість; банківська система; COVID-19.*

Сучасний глобалізований світ характеризується посиленням турбулентності на фінансових ринках, що формує особливі виклики для забезпечення стійкості національних економік. Флуктуації фінансових ринків дієвим чином впливають на темпи глобального зростання, а глобальні фінансові потоки детермінують структурні зрушення в національних економіках.

Сьогодні Україна зіткнулась із загостренням зовнішніх ризиків, пов'язаних з різким зростанням волатильності глобальної економіки, яке мало місце у І кварталі 2020 р. в умовах поширення пандемії COVID-19, що, на думку багатьох експертів, робить високоймовірним розростання повномасштабної глобальної економічної кризи. Необхідність реагувати на виклики пандемії зумовила низку радикальних заходів національного рівня, які справляють шоківий вплив на вітчизняну економіку. Триває й гібридна агресія проти України, що формує власні виклики стосовно фінансової системи.

Ці потужні ризики актуалізують розробку комплексу заходів, орієнтованих на запобігання надмірній фінансовій дестабілізації національної економіки в разі глобальної кризи, послаблення потужності впливу негативних чинників шляхом зміцнення ендегенних (внутрішніх) чинників економічної динаміки. Особливого значення набуває завдання визначення факторів стійкості фінансової системи й обґрунтування рекомендацій стосовно того, як протидіяти зростаючим ризикам.

Отже, **мета статті** — проаналізувати внутрішні чинники і проблеми забезпечення стійкості фінансової системи України і на цій основі визначити напрями її забезпечення.

У загальній теорії систем під стійкістю розуміють якість, яка дозволяє системі витримувати зміни параметрів зовнішнього середовища, відмінні від розрахункових. У економічних дослідженнях поняття стійкості (sustainability) відображає здатність економічної системи до гнучкого реагування на зовнішні й внутрішні впливи, використання нових обставин, властивостей і відносин для відновлення і самовдосконалення цієї системи.

Незважаючи на значні здобутки в дослідженні проблем забезпечення фінансової стійкості (стабільності, невразливості), поняття «стійкість фінансової системи» у вітчизняних та іноземних наукових школах досі остаточно не сформувалось, а поширені на практиці економічні терміни (фінансова стійкість, фінансова стабільність, уразливість фінансової стабільності) отожднюються або розглядаються один через іншого. Водночас немає універсального визначення, яке б розкривало основні функції, завдання і критеріальні ознаки стійкості фінансової системи, індикатори її оцінки.

Під **стійкістю фінансової системи країни** ми пропонуємо розуміти її здатність активно реагувати на впливи зовнішніх шоків та внутрішніх дисбалансів, зберігаючи спроможність постійно відтворювати свої ключові властивості та функціональну роль частини національної економіки як системи вищого порядку.

Виходячи із цього тлумачення стійкості фінансової системи, в якості підходу до її оцінювання слід побудувати систему індикаторів, кожен з яких

має відображати окремі аспекти стійкості фінансової системи національної економіки з використанням існуючих методичних підходів, у тому числі розроблених на основі методології МВФ: НБУ (щодо оцінки фінансової стійкості у банківському секторі); Міністерством фінансів України (щодо визначення боргової та фіскальної стійкості держави). Як видно з наведеного визначення, основа стійкості фінансової системи національної економіки визначається її сутнісними характеристиками.

Щоб зміцнити стійкість фінансової системи до впливу різних чинників, у першу чергу необхідно інституційно вдосконалити саму систему. Отже, розглянемо сучасний стан, тенденції та проблеми забезпечення стійкості головних ланок фінансової системи України (бюджетно-податкової, боргової, банківської сфер) і визначимо перспективні напрями зміцнення їх стійкості.

Чинниками вразливості та «слабкими місцями» у бюджетно-податковій сфері України є:

1) недостатня спроможність держави акумулювати обсяг доходів, яких вистачить для покриття видатків і забезпечення збалансованості бюджету, що проявляється у:

- недовиконанні фіскальної функції податків через поширені схеми мінімізації та ухилення від оподаткування (контрабанда і «сірий» імпорт, зловживання спрощеною системою оподаткування з боку великого бізнесу; заробітна плата «у конвертах»; необліковані готівкові доходи від продажу товарів, надання послуг, виконання робіт без використання касового апарату; розмивання податкової бази у низькоподаткових юрисдикціях);

- обмеженості потенціалу регулюючої функції податків унаслідок хронічного недовиконання ними фіскальної функції: запровадження будь-якої пільги з розрахунком на мультиплікативний соціально-економічний ефект у майбутньому неминує призводити до додаткових втрат доходів у короткостроковій перспективі;

- недовірі до контролюючої функції податків. У відносинах платників податків та новоутворених у 2019 р. податкових і митних органів усе ще бракує довіри як базового інституту;

2) низька якість планування та виконання бюджету, а також економічна ефективність використання бюджетних коштів, зокрема:

- низька якість бюджетного планування та прогнозування як дохідної, так і видаткової частин бюджету на загальнодержавному рівні, прямо впливає на оцінку стійкості державних фінансів. На жаль, незважаючи на певні кроки у цьому напрямі, досягти загального та якісного прогресу поки що не вдається. Це проявилось у відсутності чітких механізмів взаємодії між Урядом та Національним банком України щодо прогнозування окремих макроекономічних показників (у першу чергу експортно-імпортних операцій та валютного курсу) і своєчасного реагування на існуючі фіскальні ризики (хоча законодавчо питання прогнозування останніх визначено). Дана проблема яскраво проявилась і на початку 2020 р. — сформований на застарілих макропоказниках державний бюджет, ревальвація гривні у січні — лютому 2020 р. призвели до значного недонадходження основних податків та зборів;

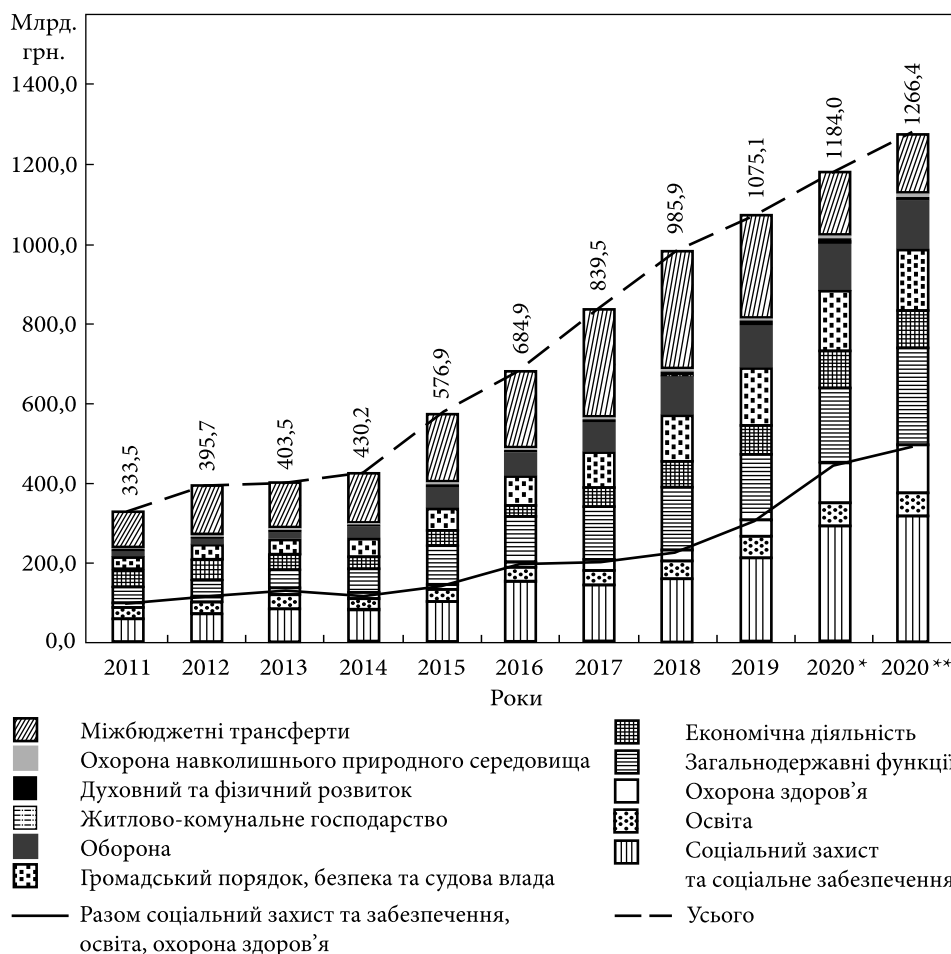


Рис. 1. Видатки державного бюджету за функціональною класифікацією у 2011—2020 рр.:

* — відповідно до Закону України «Про Державний бюджет України на 2020 рік»;

** — відповідно до прийнятого 13.04.2020 р. Закону України «Про внесення змін до Закону України «Про Державний бюджет України на 2020 рік».

Джерело: побудовано авторами на основі даних Державної казначейської служби України.

- слабкість зв'язків між бюджетними програмами і пріоритетними напрямками розвитку держави: бюджетна політика держави не працює як механізм реалізації державної економічної політики, а забезпечує поштовх до здійснення реформ лише в окремих галузях;

- видатки, що мають споживчий характер, переважають над видатками економічного розвитку (рис. 1). Водночас механічна економія на цих видатках перекручує або навіть унеможливорює реалізацію базових функцій держави, не кажучи вже про здійснення необхідних реформ;

- невирішення протягом тривалого часу проблем, пов'язаних із забезпеченням фінансування видатків та окремих потреб Пенсійного фонду України з державного бюджету, зокрема: розбалансованість надходжень і видатків ПФУ в часі та його залежність від Єдиного казначейського рахунку; дефіцитність ПФУ. Подолання розбалансованості бюджету ПФУ вимагає за-

безпечення реформування пенсійної системи в цілому, стимулювання зростання надходжень від ЄСВ та забезпечення верифікації виплат;

3) бюджетний дефіцит, який є важливим індикатором уразливості фінансової системи. При його визначенні здійснюється пошук компромісу між забезпеченням фіскальної консолідації (в реаліях України — формального дотримання показників дефіциту та боргу) і стимулюванням економічного зростання та розвитку людського капіталу. Потреба формального утримання розміру бюджетного дефіциту за умови необхідності забезпечення видатків соціального характеру та дотримання зобов'язань перед міжнародними кредиторами змушує обмежувати й скорочувати видатки насамперед капітального характеру, які, за своєю суттю, формують стимули для економічного зростання. На цьому тлі дефіцит державного бюджету протягом останніх років був досить низьким і утримувався в законодавчо визначених межах — до 3% ВВП, але у 2020 р., з урахуванням останніх запропонованих змін, він сягне 298,4 млрд. грн. (або 7,5 % ВВП).

Ключовими показниками боргової стійкості країни, що характеризують рівень навантаження на національну економіку та відображають можливості держави розраховуватися з кредиторами, є:

- співвідношення державного і гарантованого державою боргу та обсягу ВВП, яке протягом останніх років демонструє тенденцію до зниження (рис. 2): на кінець 2018 р. його значення становило 60,9% (проти 71,8% у 2017 р. та 80,9% у 2016 р.), а значення відповідного показника щодо державного боргу покращилося з 69,0% ВВП у 2016 р. до 61,0% — у 2017 р., 52,3% — у 2018 р. та 50,3% — у 2019 р.; у 2020 р. прогнозується 59,9% ВВП. Водночас варто зауважити, що нині фактичні показники боргового навантаження України перевищують економічно безпечний рівень (30—50% ВВП) для країн з ринками, що розвиваються, відповідно до методики боргової стійкості МВФ;

- абсолютні показники державного і гарантованого державою боргу, за якими протягом останніх років, завдяки сприятливій валютно-курсовій тенденції та здійсненню боргових виплат, намітилася позитивна динаміка до зниження темпів нарощування суверенного боргу України. За 2019 р. сукупний державний та гарантований державою борг України в еквіваленті в національній валюті зменшився на 7,84%, або на 170,2 млрд. грн., — до рівня 1998,3 млрд. грн. Водночас в еквіваленті в іноземній валюті борг зріс на 7,71% і на кінець 2019 р. сягнув 84,4 млрд. дол. Законом України «Про Державний бюджет на 2020 рік», з урахуванням останніх запропонованих змін, передбачено граничне значення державного і гарантованого державою боргу — 2386,8 млрд. грн.

До чинників, що обумовлюють зростання обсягів суверенного боргу України, передусім, варто віднести:

- збереження дефіциту бюджету та хронічне порушення збалансованості джерел його фінансування;

- недостатню ефективність управління запозиченнями, зокрема, низький рівень вибірки кредитних коштів від міжнародних фінансових організацій за інвестиційними проектами, що зумовлює недоотримання пільгового зовнішнього фінансування;

- недоотримання надходжень від приватизації державного майна до державного бюджету, показник якого не виконується вже тривалий час. Не-

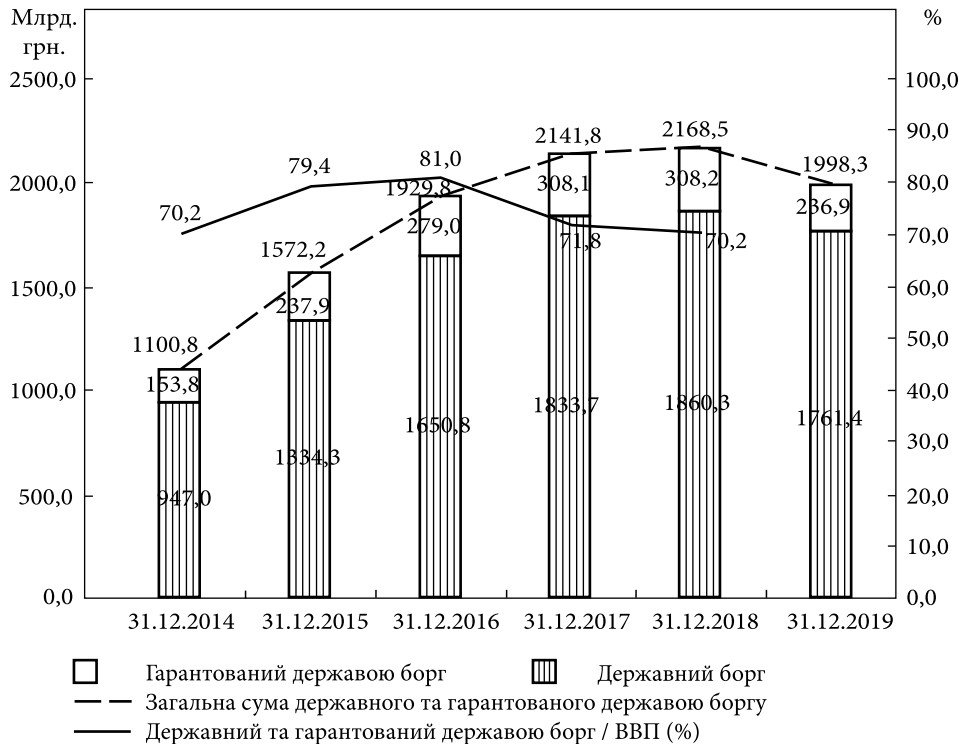


Рис. 2. Динаміка державного і гарантованого державою боргу України за період 2014—2019 рр.

Джерело: побудовано авторами за даними Міністерства фінансів України.

виконання планових показників зумовлює перенесення ваги покриття дефіциту на емісію ОВДП, що призводить до збільшення видатків на обслуговування державного боргу, посилюючи бюджетний ризик у середньостроковій перспективі;

- тривалу підтримку банківської системи шляхом здійснення державних запозичень: протягом 10 років обсяги докапіталізації банків України за рахунок ОВДП сягнули 266,2 млрд. грн. У майбутньому збільшення витрат держави на підтримку державних банків і ФГВФО може обумовлюватися, зокрема, виникненням потреб у додатковій капіталізації для АТ «Ощадбанк» і АТ «Укресімбанк»; імовірними пакетами підтримки платоспроможності банківської системи в умовах кризи 2020 р., необхідністю підтримки системи гарантування вкладів фізичних осіб у зв'язку з визнанням неплатоспроможності банків у 2020 р.;

- низьку якість управління гарантованим державою боргом, загальний обсяг якого на кінець 2018 р. становив 308,2 млрд. грн. і 236,9 млрд. грн. — на кінець 2019 р., а також фіскальними ризиками, пов'язаними з суб'єктами господарювання, що призводять до накопичення простроченої заборгованості перед державним бюджетом;

- індикатори, що характеризують недосконалу структуру державного і гарантованого державою боргу України. Передусім, ідеться про:

питому вагу внутрішнього боргу (в межах 35,6—35,8%) у загальному його обсязі, загальна сума якого на кінець 2018 р. дорівнювала 787,5 млрд. грн., або 29,6 млрд. дол., що сигналізує про недосконалість державних регуляторних механізмів і слабку інституційну спроможність вітчизняного фінансового ринку. Намагання ж суттєво збільшити внутрішнє боргове фінансування державного бюджету за рахунок нарощення обсягів валютних ОВДП, зростання частки інвесторів-нерезидентів у портфелі гривневих ОВДП (протягом 2019 р. нерезиденти придбали ОВДП на суму понад 120 млрд. грн.), надання переваги короткостроковим залученням коштів з надвисокою доходністю як за гривневими, так і за валютними внутрішніми борговими інструментами, сприятимуть відпливу іноземного капіталу з країни, посиленню девальваційних процесів та інфляції, підвищуючи ризики рефінансування боргу та залежність від зовнішніх кредиторів;

надмірну частку державного боргу в іноземній валюті, що посилює чутливість економіки до зовнішніх шоків, збільшує валютні ризики, вартість залучених ресурсів та їх обслуговування. Сформована як за рахунок запозичень на зовнішніх ринках капіталу та пільгового фінансування з боку МФО, так і шляхом розміщення валютних ОВДП на внутрішньому ринку, частка боргу в іноземній валюті на кінець 2017 р. становила 70,0% від загального його обсягу, на кінець 2018 р. — 70,9%, а на кінець 2019 р. (станом на 31.12.2019 р.) — 63,4% (згідно з методикою МВФ, для країн, що розвиваються, критична межа значення цього індикатора дорівнює 60%);

високу вартість державних запозичень, що значно збільшує потреби державного бюджету на їх обслуговування, відволікаючи ресурси від інвестиційних потреб і розвитку людського капіталу: витрати на обслуговування державного боргу у 2018 р. склали 41,6% доходів загального фонду державного бюджету; на кінець I кварталу 2019 р. — 28,2%. Згідно із Середньостроковою стратегією управління державним боргом України на 2019—2022 роки, частки прогнозних сукупних платежів з обслуговування боргу в доходах до бюджету мають становити: у 2019 р. — 12,6, або 3,2% ВВП; у 2020 р. — 13,9, або 3,4% ВВП; у 2021 р. — 14,8, або 3,5% ВВП; у 2022 р. — 14,2, або 3,3% ВВП;

ризик здійснення додаткових виплат за VRI-інструментами у середньостроковій перспективі (за умовами проведеної у 2015 р. реструктуризації зовнішнього боргу), прогнозні загальні обсяги яких, згідно з розрахунками експертів, можуть дорівнювати від 5 млрд. до 84 млрд. дол. Вказане призведе або до необхідності «урізання» окремих статей видатків бюджету, або до додаткових запозичень для виплат за ними.

Внутрішні дисбаланси у банківській системі України, що знижують її фінансову стійкість, проявляються в такому:

- банківські вклади населення зростають повільно. У структурі сукупних депозитів частка коштів фізичних осіб становить 50,6% і в 1,8 раза переважає частку коштів приватних нефінансових корпорацій (28,5%) (рис. 3). Як видно з наведеної діаграми, вкладам фізичних осіб притаманна підвищена волатильність, яка безпосередньо впливає на фондування комерційних банків.

Протягом 2019 р. динаміка банківських вкладів фізичних осіб була позитивною: обсяг гривневих депозитів населення, станом на 1 січня 2020 р., зріс від-

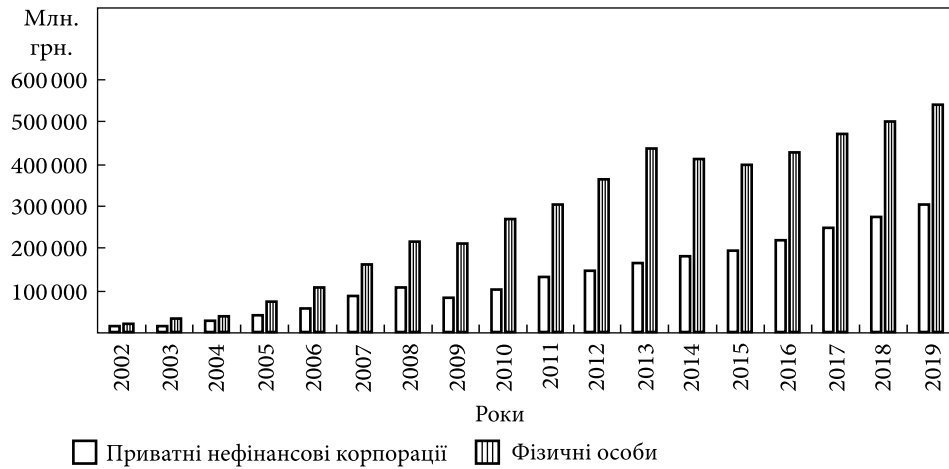


Рис. 3. Обсяг депозитів фізичних осіб та нефінансових корпорацій

Джерело тут, для табл. і рис. 4—7: побудовано авторами за даними НБУ.

носно початку 2019 р. на 49,8 млрд. грн., або на 17%, — до рівня 339,2 млрд. грн. Динаміка валютних вкладів населення також була позитивною: за 2019 р. валютні депозити фізичних осіб збільшилися на 1,3 млрд. дол., або на 15%, — до 10,0 млрд. дол. (табл.).

Разом з тим у реальному вимірі (з урахуванням індексу споживчих цін) обсяг гривневих депозитів порівняно з докризовим періодом зменшився більш як удвічі (рис. 4). Якщо у 2013 р. депозити фізичних осіб у банках були еквівалентними 29,1% ВВП, наразі цей показник зменшився до 18%, при тому, що частка кінцевих споживчих витрат домогосподарств за 2014—2018 рр. у ВВП змінилася незначним чином (з 71,5 до 68,3%). Отже, відчутно менша частка заощаджень населення є інституціоналізованою через інструменти банківських депозитів, а відтак, ці незв'язані заощадження потенційно можуть активно впливати на розбалансування фінансової стійкості економіки. Сумарний обсяг депозитів еквівалентний 35% ВВП (дані 2018 р.) (для порівняння: у Польщі — 52%, Угорщині — 46%);

- негативні тренди спостерігаються у строковій структурі депозитів. Протягом 2014—2019 рр. мало місце збільшення частки депозитів строком до 1 року і зменшення частки довгострокових (понад 2 роки) депозитів (рис. 5). Відтак, і інституціоналізована частка заощаджень фізичних осіб у період після

Динаміка банківських вкладів фізичних осіб в українських банках у 2019 р.

Показники	01.01.2019	01.04.2019	01.07.2019	01.10.2019	01.01.2020
Вклади населення в національній валюті (млн. грн.)	289 416	296 247	313 197	311 864	339 168
Вклади населення в іноземній валюті (млн. дол.)	8 698	8 849	9 003	9 428	10 004
Р а з о м (еквівалент млн. грн.)	530 250	537 028	548 866	539 995	576 126

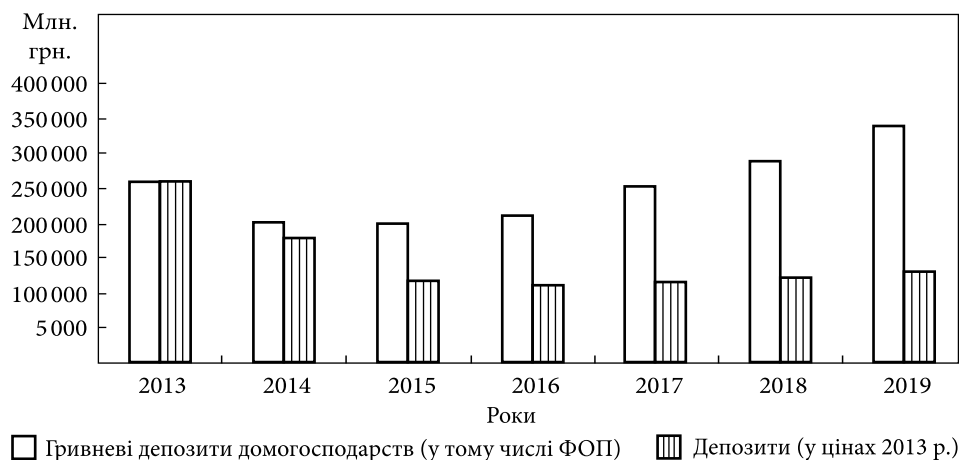


Рис. 4. Гривневі депозити домогосподарств (з урахуванням індексу споживчих цін)

кризи 2014 р. стала значно більш волатильною і ризиковою з точки зору фінансової стабільності;

- банківське кредитування відновлюється вкрай повільно. Обсяг гривневих кредитів, наданих нефінансовим корпораціям, протягом 2014—2015 рр. зменшився на 115,6 млрд. грн., або на чверть від рівня 2013 р., на який вони змогли вийти лише у першій половині 2019 р. Але протягом 2019 р. ситуація у сфері корпоративного кредитування погіршилася (рис. 6).

На заваді відновленню корпоративного кредитування стоять низька платоспроможність і слабка платіжна дисципліна позичальників, невисокі темпи відновлення реального сектору економіки України, значна частка підприємств, що працює «в тіні». Окреслені інституційні ризики, на нашу думку, залишаються головними чинниками завищеної вартості кредитів.

Крім того, наявність інших, надійніших, джерел отримання прибутку, куди банки направляють вільні кредитні ресурси, призводить до деформації ринку кредитних ресурсів, на якому кваліфікація платоспроможного попиту на кредити поєднується з високою вартістю пропозиції на кредитному ринку. Така деформація значною мірою утворюється через екзогенність високого попиту на ресурси банківського сектору, зумовленого необхідністю фінансування дефіциту бюджету (через продаж банкам ОВДП).

Динаміка розподілу активів українських банків між кредитуванням юридичних осіб і купівлею державних цінних паперів (ОВДП і депозитних сертифікатів НБУ) говорить про поступову переорієнтацію політики банків у бік безпечніших операцій з останніми (рис. 7);

- зберігається висока питома вага проблемних кредитів (NPL) у кредитному портфелі банків. На 1 січня 2019 р. даний показник загалом по банківській системі становив 52,9%. Станом же на 1 січня 2020 р. він дещо поліпшився, знизившись порівняно з початком минулого року до 48,4%. Відповідне покращення спостерігається по всіх складових банківської системи: у цілому по державних банках частка NPL знизилася до 63,5% (у тому числі по Приватбанку — до 78,4%), по банках іноземних банківських груп — до 32,5%, по приватних банках з українським капіталом — до 18,6%;

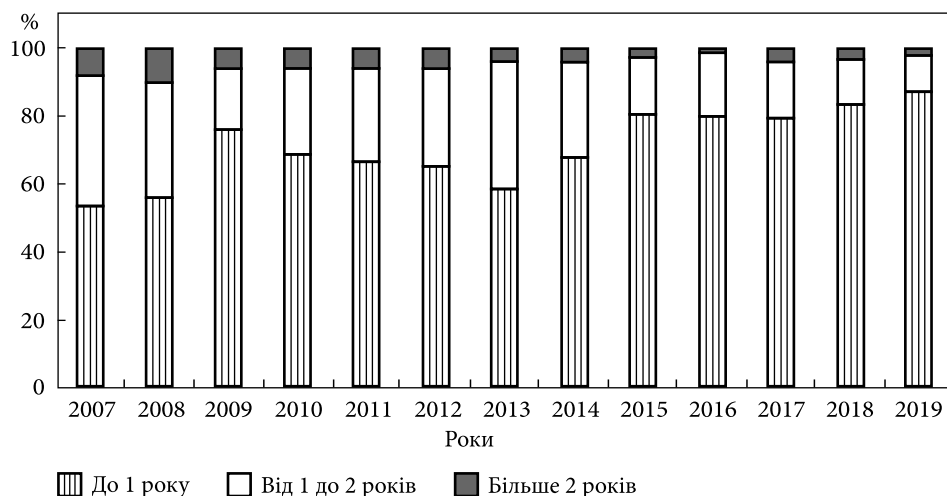


Рис. 5. Строкова структура депозитів

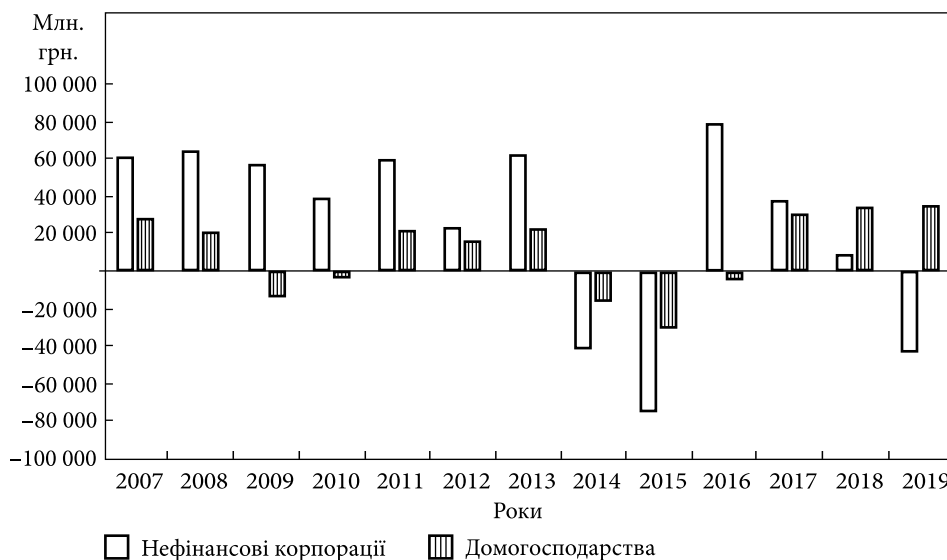


Рис. 6. Динаміка гривневих кредитів нефінансовим корпораціям та домогосподарствам у 2007—2019 рр.

• невизначеними є перспективи повернення кредитів рефінансування, що «застрягли» у виведених з ринку банках. Залишкова сума наданих НБУ кредитів рефінансування, станом на 1 січня 2020 р., сягає 51,7 млрд. грн., з них 43,9 млрд. грн. це кошти, що «застрягли» у виведених з ринку проблемних банках;

• недостатнім є рівень капіталізації банківської системи України. Станом на 1 січня 2019 р., балансовий капітал українських банків становив 156 млрд. грн. (еквівалент 5,6 млрд. дол.), регулятивний капітал — 126 млрд. грн. (еквівалент 4,6 млрд. дол.). Протягом 2019 р. показники капіталізації банківської системи поліпшилися: балансовий капітал українських банків зріс до 201 млрд. грн., регулятивний капітал — до 150 млрд. грн. Водночас рівень

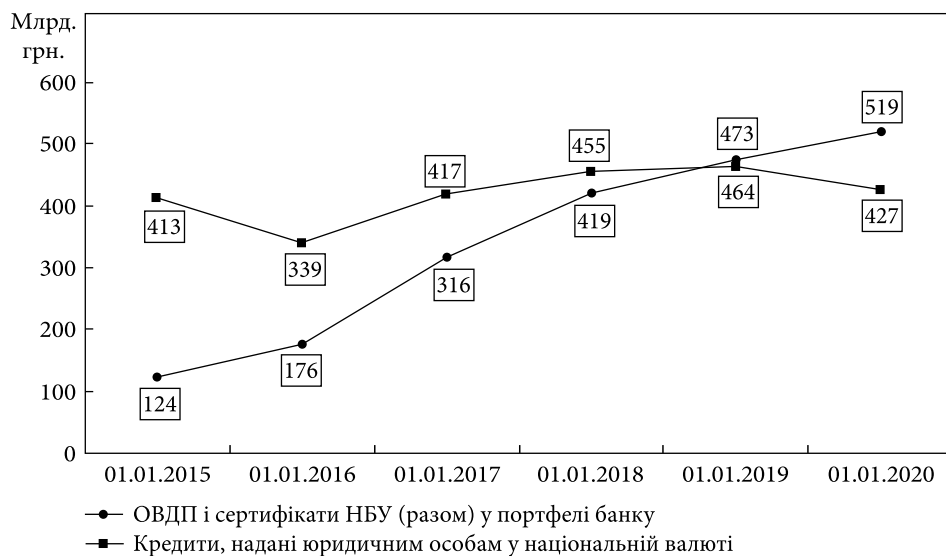


Рис. 7. Динаміка інвестицій банківської системи України у державні цінні папери та кредити юридичних осіб у національній валюті у 2015—2020 рр.

капіталізації банківської системи України не відповідає масштабу завдань, що стоять перед нею (у першу чергу — забезпечення безумовного збереження заощаджень населення та коштів юридичних осіб і відновлення кредитування реального сектору економіки).

Різке зростання волатильності глобальної економіки, яке відзначалося з початку березня 2020 р. (починаючи з «чорного понеділка» 9 березня), посилює ймовірність розгортання повномасштабної глобальної економічної кризи. Україна як мала відкрита економіка є вельми чутливою до змін глобальної кон'юнктури, тому високоімовірна глобальна криза матиме значний негативний вплив на соціально-економічну ситуацію в країні. Дія глобальних ризиків у разі посилюється шокowymi для економіки обмежувальними заходами, пов'язаними з необхідністю протистояти поширенню захворюваності на COVID-19. Відтак украй важливим є врахування чинників та особливостей формування стійкої фінансової системи в Україні для розроблення комплексу заходів, орієнтованих на запобігання надмірній фінансовій дестабілізації національної економіки у випадку глобальної кризи, на послаблення потужності впливу негативних чинників шляхом зміцнення ендогенних (внутрішніх) факторів економічної динаміки.

Національна економіка України нині демонструє помітно більшу стійкість, ніж напередодні глобальної кризи 2008 р.

По-перше, за останні роки суттєво нарощено міжнародні резерви НБУ. На початок березня 2020 р. вони становили 26,6 млрд. дол. і збільшилися за рік (відносно 1 березня 2019 р.) на 6,4 млрд. дол. (на початок 2008 р. резерви дорівнювали 32,5 млрд. дол.).

По-друге, за 2019 р. суттєво поліпшилися показники капіталізації комерційних банків. Балансовий капітал зріс на третину — з 155,7 млрд. до

200,9 млрд. грн. У ході оздоровлення з ринку були виведені слабкі банки, загальна чисельність фінустанов зменшилася до 75, з них збитковими були лише 6 (на початок 2008 р. в Україні налічувалося 214 банків). Довіра до банків зростає: обсяг гривневих депозитів населення за рік зріс на 17%, валютних — на 15%. Питома вага проблемних кредитів у кредитному портфелі банків за 2019 р. знизилася з 52,9 до 48,4%.

По-третє, у структурі товарного експорту 44,3% припадає на аграрну та харчову продукцію, еластичність попиту на яку в кризовий період є незначною (у 2007 р. 42,2% експорту складала продукція металургії, 17,2% — машино- і приладобудування, попит на яку внаслідок глобальної кризи різко впав).

По-четверте, Україна має помірний рівень боргового навантаження: у 2020 р. планова вартість погашення та обслуговування державного боргу становить 375 млрд. грн., з них на частку зовнішнього боргу припадає близько 160 млрд. грн. Валовий зовнішній борг на 31 грудня 2019 р. сягнув 121,7 млрд. дол., збільшившись за рік на 6,1% (у 2007 р. він становив 80,0 млрд. дол., тобто зростання за рік склало 46,7%).

По-п'яте, відбулося значне зміцнення курсу гривні щодо основних валют. Так, за 2019 р. гривня подорожчала по відношенню до долара на 18%. При цьому показник індексу споживчих цін (грудень до грудня) знизився до 4,1%, (у 2007 р. він становив 16,6%).

Таким чином, є підстави констатувати наявність певного «запасу міцності», накопиченого українською економікою, який може дозволити протистояти як короткостроковим коливанням глобальних ринків, так і гальмуванню економічної активності всередині країни. Проте цей запас не може бути довготривалим. У разі повномасштабної кризи головними ризиками для України будуть такі:

а) відчутне зниження валютного курсу гривні з причин:

- відпливу спекулятивних інвестицій у цінні папери, зокрема у гривневі ОВДП, яких протягом 2019 р. нерезиденти придбали на загальну суму понад 120 млрд. грн., що диктуватиме підвищений попит на валюту;
- зростання попиту на валюту з боку населення та бізнесу — для формування запасів в умовах очікуваної нестабільності та упередження очікуваного зростання інфляції;
- зменшення валютних трансфертів з-за кордону (насамперед від трудових мігрантів) — у 2019 р. вони становили понад 11 млрд. дол.;
- погіршення сальдо зовнішньої торгівлі (у 2019 р. воно сягнуло –10,7 млрд. дол. за товарами): певне пом'якшення проблеми може відбутися в результаті здешевлення імпортованих енергоресурсів, падіння імпорту інвестиційних товарів та сировини і комплектуючих для виробництва, які скорочуватимуться, зменшення попиту на товари некритичного імпорту внаслідок їх подорожчання через девальвацію, проте водночас може зрости необхідність в імпорті товарів повсякденного споживання. Очевидно, принаймні, у короткостроковому періоді, може відчутно скоротитися додатне сальдо торгівлі послугами — через зменшення закупівель комп'ютерних послуг і скорочення транзиту газу у зв'язку із скороченням його споживання в умовах кризи. Невизначеною залишається перспектива надходжень від

агроекспорту, що зумовлено можливим згортанням виробництва зернових унаслідок несприятливих погодних умов і труднощів під час посівної кампанії, можливих обмежень експорту харчової продукції;

- зменшення надходжень валюти через скорочення програм фінансової допомоги: грантів, технічної допомоги тощо в умовах фінансової консолідації в країнах-донорах;

б) ускладнення становища в бюджетній сфері:

- девальвація гривні позитивно позначиться на митних надходженнях, зокрема, від найбільшого джерела доходів — ПДВ з ввезених товарів й акцизів, проте загальне зменшення обсягів експорту на тлі певного уповільнення (порівняно з прогнозом) показників імпорту, найімовірніше, призведе до сумарного зменшення надходжень;

- через зниження світових цін на нафту і газ, скорочення попиту на нафтопродукти всередині країни у зв'язку з обмеженням перевезень надходження від розмитнення імпорту цих товарів будуть меншими, ніж очікувалося;

- характерне для кризи зниження світових цін на товари виробничого та інвестиційного призначення, разом з подорожчанням імпортованих сировини та комплектуючих, знижуватимуть прибутки виробників; у більшості секторів відбуватиметься згортання фізичних обсягів виробництва, що зумовлюватиме ризики недовиконання планових надходжень від податку на прибуток і ПДВ;

- негативний вплив на надходження від ПДВ може бути певною мірою пом'якшений зменшенням потреб у його відшкодуванні експортерами та зростанням бази оподаткування внаслідок прискорення інфляційних процесів;

- в умовах погіршення ситуації з надходженнями до бюджету спроможність фінансувати бюджетний дефіцит також ускладнюється — це змушуватиме збільшувати розміщення ОВДП серед вітчизняних банків та, імовірно, відновити їх купівлю Нацбанком: ризиками у цьому контексті будуть прискорення інфляції через збільшення пропозиції грошей або пожорсткішання монетарної політики для стерилізації цього приросту;

- зниження надходжень до місцевих бюджетів від єдиного податку з підприємств, які працюють у секторах, де відбулося гальмування, від туристичного збору, акцизу з пального, а також ПДФО зайнятих, у яких знизився (припинився) дохід;

- зменшення доходів місцевих бюджетів унаслідок упровадження тимчасових пільг щодо плати за землю і податку на нерухоме майно;

- уповільнення надходжень до місцевих бюджетів від ПДФО, що вимагатиме збільшення для них базових дотацій з державного бюджету;

- зниження рівня платежів за комунальні послуги як наслідок зменшення доходів населення, що спричинить скорочення наповнюваності місцевих бюджетів, які потребуватимуть додаткових обсягів субсидій для населення;

- зменшення надходжень ЄСВ унаслідок скорочення фонду оплати праці у постраждалих секторах і впровадження тимчасових пільг для підприємців, що посилить потребу дотації ПФУ;

- у випадку законодавчого прийняття рішень щодо особливостей підтримки осіб, які змушені були припинити/призупинити діяльність через

кризу, спричинену пандемією COVID-19, імовірно є зростання видатків Фонду соціального страхування та високоімовірною є необхідність його до-тування з державного бюджету;

- зростатимуть витрати державного та місцевих бюджетів на заходи із запобігання поширенню захворюваності, проведення санітарних, карантинних дій тощо;

в) посилення ризиків для банківського сектору:

- зростання частки неплатоспроможних позичальників з постраждалих секторів, що може спровокувати погіршення частки NPL у кредитному портфелі банківської системи;

- падіння довіри до банків через негативні інфляційні та курсові очікування клієнтів, що може зумовити вплив строкових депозитів після закінчення термінів їх дії та більш швидке й значне за обсягами вилучення вкладів «до запитання» (поточних, зарплатних, пенсійних рахунків), що може знизити рівень ліквідності банківської системи, змусити суттєво збільшити обсяги рефінансування банків з боку регулятора, провокувати додаткове зростання попиту на товарному та валютному ринках, посилюючи тенденції девальвації та розкручування інфляції;

- скорочення строків активно-пасивних операцій, у першу чергу — депозитів, що негативно впливатиме на рівень ліквідності банківської системи та унеможливуватиме надання довгострокових кредитів на інвестиційні цілі;

- зростання рівня доларизації банківських вкладів, що знижуватиме фінансову стійкість банків на тлі можливої девальвації гривні;

- впровадження вимушених «кредитних канікул», що відчутно звужить дохідну базу банківської системи, адже процентні надходження формують до 70% валового доходу банків (69% — за 2018 р. і 63% — за 2019 р.);

- необхідність впровадження спеціалізованих кредитних програм для компенсації ризиків вітчизняному бізнесу, що, очевидно, зумовлюватиме скорочення обсягів процентних доходів банків відносно «стандартних» умов кредитування;

г) посилення боргового навантаження:

- внаслідок девальвації гривні відновлюється зростання вартості номінованого у валюті державного боргу, що, відповідно, посилює навантаження на видаткову частину бюджету щодо його обслуговування та повернення;

- зменшення попиту на українські цінні папери та погіршення настроїв на глобальних фондових ринках ускладнюють можливості реструктуризації або рефінансування боргу новими запозиченнями.

У цих умовах зміна підвалин фінансової стійкості України стає стратегічним завданням, вирішення якого потребує:

- підвищення функціональності податкової системи завдяки: спрощенню процедур і здешевленню вартості податкового та митного адміністрування за рахунок розвитку електронних сервісів; діджиталізації процедур для ризик-орієнтованості контролю з уникненням суб'єктивного людського фактора; прискоренню імплементації Плану дій BEPS від ОЕСР для протидії розмиванню податкової бази та виведенню прибутків з-під оподаткування; модернізації митної технічної та ІТ-інфраструктури для унеможливлення контрабанди та «сірого» імпорту, поживлення експортної діяльності;

- створення ефективної системи середньострокового бюджетного планування задля оптимального формування дохідної та видаткової частин бюджету, кредитування та фінансування бюджетних витрат;

- підвищення ефективності та результативності бюджетних витрат, що вимагає: забезпечення повноцінного функціонування Агентства з управління державним боргом відповідно до передового міжнародного досвіду з метою підвищення ефективності боргової політики, спрямованої на зменшення боргового навантаження та зниження вартості обслуговування державного боргу;

- покращення вибірки коштів у рамках співпраці з МФО за рахунок спрощення тендерних процедур і скорочення їх строків у межах імплементації ключових засад Концепції підвищення ефективності впровадження спільних з МФО проектів (від 26.12.2018 р.) та Постанови Кабінету Міністрів України «Про внесення змін до Порядку підготовки, реалізації, проведення моніторингу та завершення реалізації проектів економічного і соціального розвитку України, що підтримуються міжнародними фінансовими організаціями» (від 20.03.2019 № 248); розробка спільно з Національним банком України підходів та інструментів для мінімізації валютних ризиків за контрактами проектів МФО;

- приведення законодавчих норм України щодо боргової стійкості до стандартів ЄС, удосконалення методичних підходів з управління фінансовими ризиками (чинну методичку оцінки боргової безпеки треба привести у відповідність із стандартами МВФ з проведенням стрес-тестування боргової стійкості національної економіки);

- розвиток внутрішнього ринку державних цінних паперів;

- удосконалення методики проведення аудиту ефективності управління державним боргом відповідно до європейських стандартів із залученням до розробки і контролю за процесом її імплементації міжнародних експертів;

- активізація кредитування як передумови забезпечення стійкості фінансової системи шляхом:

- створення механізму структурного рефінансування, запровадження нових інструментів стимулювання банківського кредитування підприємств реального сектору економіки (зокрема, підприємств середнього та малого бізнесу, експортоорієнтованих, імпортозамінюючих та високотехнологічних);

- інституційного реформування банківської системи, спрямованого на підтримку її трансмісійного механізму, зокрема, через створення низки спеціалізованих банків (державного банку розвитку, експортного, іпотечного, інвестиційного, інноваційного, у тому числі на рівні мікрокредитування, регіонального та комунального банків тощо) з метою оптимізації цільового направлення кредитних ресурсів, із застосуванням щодо них диференційованих регуляторних вимог, які враховують закономірності функціонування об'єктів кредитування;

- запобігання зниженню конкурентності ринку банківських послуг унаслідок їх надмірної концентрації в рамках найбільших банків, що потребуватиме провадження НБУ «антимонопольних» регуляцій, зокрема встановлення граничних значень процентів по кредитах і депозитах як відхилень від облікової ставки;

сприяння зміщенню акцентів із споживчого на корпоративне кредитування через посилення регуляторних вимог на ринку споживчого кредитування: пожорсткішання вимог щодо застави, диференціація норм резервування залежно від структури портфеля наданих споживчих кредитів, обмеження надання «швидких кредитів» без застави під завищені проценти;

поступового (на тлі стабілізації ситуації на грошово-кредитному та валютному ринках) зниження рівня облікової ставки як орієнтира для здешевлення кредитних ресурсів для реального сектору економіки, проте при збереженні її додатного рівня відносно прогнозованої базової інфляції, що має стимулювати депозитну активність вкладників і сприятиме зниженню девальваційних та інфляційних очікувань;

приведення нормативів капіталу банківської системи у відповідність з вимогами Базеля III¹, досягнення рівня достатності капіталу банківської системи у цілому, що перевищує 10%, відповідно до концептуальних засад Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року², з урахуванням того факту, що джерелом надання довгострокових корпоративних кредитів у національній валюті можуть бути або довгострокові депозити, питома вага яких є незначною, або капітал (власні кошти) банків;

підвищення доступності програм довгострокового кредитування індивідуальних споживачів під інвестиційні потреби, зокрема: збільшення енергетичної ефективності житла, житлове будівництво, здобуття освіти тощо, а фізичним особам-підприємцям — для інвестицій у започаткування та розвиток власного бізнесу;

впровадження комплексу заходів із зниження ризиків кредитування бізнесу, що лежить у площині нормативно-правових рішень щодо: захисту прав кредитора, дієвих судових механізмів (продовження судової реформи), гарантування якості застави та платіжної дисципліни позичальників, застосування інформаційних технологій для визначення платоспроможності боржника і поручителя (питання доступу до персональних даних) тощо. Усунення цих перепон стимулюватиме банки кредитувати бізнес;

реструктуризації проблемної заборгованості на рівні окремих банків (продовження строків кредитування, зниження процентної ставки, переоформлення заставного майна, укладення договорів поруки з власниками бізнесу тощо);

створення спеціалізованого державного агентства для передання йому безнадійної частини проблемних активів державних банків, запровадження диференційованого підходу до управління цими активами залежно від їх походження, що може передбачати: реалізацію заставного майна, здійснення судового стягнення (у тому числі із залученням міжнародних судів), втілення зобов'язань на вторинному ринку, списання проблемних кредитів тощо;

¹ Основні принципи ефективного банківського нагляду (Основні Базельські принципи) [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=45251>; Базель III як банківська карта євроінтеграції [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://www.eurointegration.com.ua/experts/2014/07/8/7024038> (дата звернення: 20.06.2020).

² Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://bank.gov.ua/ua/news/all/kompleksna-programa-rozvitku-financevogo-sektoru-ukrayini-do-2020-roku> (С. 7, 13) (дата звернення: 20.06.2020).

залучення державних банків до кредитування реалізації пріоритетних і першочергових цілей розвитку, що потребуватиме активізації участі уряду в управлінні такими банками, визначення стратегічних цілей їх функціонування, впровадження прозорих конкурсних механізмів добору виконавців визнаних пріоритетними інвестиційних проектів, які кредитуються державними банками;

реформування державних банків у напрямі підвищення стандартів корпоративного управління за рахунок впровадження кращих практик приватного сектору з їх подальшою частковою приватизацією.

ВИСНОВКИ

1. Під стійкістю фінансової системи країни розглянуто її здатність активно реагувати на вплив зовнішніх шоків та внутрішніх дисбалансів, зберігаючи спроможність постійно відтворювати свої первісні — попередні — задані якості чи своє призначення як частини мегасистеми вищого порядку. Для її оцінки в Україні використано індикатори, кожен з яких відображає окремі аспекти стійкості фінансової системи національної економіки з використанням існуючих методичних підходів, у тому числі розроблених на основі методології МВФ, Європейської комісії, Світового банку, зокрема підходи НБУ (щодо оцінки фінансової стійкості в банківському секторі) та Міністерства фінансів України (щодо визначення боргової та фіскальної стійкості держави).

2. Сучасна світова економічна криза, спровокована реакцією влади більшості держав на поширення COVID-19, спочатку розкрила накопичені на поверхні проблеми з доларовою ліквідністю у фінансовій системі й борговими проблемами корпорацій, а потім перейшла з фінансового сектору в реальну економіку. Нині світова економіка переживає унікальне поєднання відразу двох шоків — падіння попиту через запроваджені карантини і зниження пропозиції товарів через зупинення підприємств і порушену логістику.

Україна, хоча й не повністю занурена в міжнародні логістичні ланцюги, є чутливою до турбулентності у світовій економіці, оскільки являє собою маленьку відкриту економіку переважно із сировинною структурою експорту. Падіння доходів від експорту, вплив капіталів, різке скорочення припливу коштів «заробітчани», урешті-решт, здатні негативно вплинути на стабільність національної грошової одиниці, а девальвація може спровокувати інші проблеми. І все це накладається на величезні борги, які були накопичені ще до початку кризи (значні їх обсяги необхідно повертати в поточному та наступному роках) і посилені бюджетними проблемами, викликаними зупиненням підприємств унаслідок карантину.

Проведені аналіз та оцінка новітніх комплексних ризиків, пов'язаних з розвитком глобальної кризи і необхідністю протидії поширенню захворюваності на COVID-19, засвідчили наявність суттєвих проблем у забезпеченні стійкості фінансової системи України в бюджетній, борговій та банківській сферах, що зумовило необхідність швидкого вжиття державою заходів із збереження фінансової стабільності в короткостроковій перспективі та продовження реформування сфери державних фінансів.

3. Аналіз чинників фінансової стійкості в частині формування доходів бюджету засвідчив слабку функціональність податкової системи, що проявляється в недовиконанні фінансової функції податків, а також обмеженості потенціалу їх регулюючої функції та зниженні довіри до контролюючої. З метою зміцнення фінансової системи в процесі прискорення соціально-економічного зростання мають бути реалізовані такі пріоритети: підвищення функціональності податкової системи, спрощення процедур і здешевлення вартості податкового адміністрування за рахунок розвитку електронних сервісів, імплементація Плану дій BEPS від ОЕСР для протидії розмиванню податкової бази та виведенню прибутків з-під оподаткування, модернізація митної технічної та IT-інфраструктури для унеможливлення контрабанди та «сірого» імпорту.

4. Ключовим проблемним питанням у забезпеченні формування та реалізації бюджетної політики в контексті досягнення фінансової стійкості держави є її вимушена відокремленість від стратегічних завдань економічної політики держави, оскільки необхідність чіткого виконання поставлених завдань, у першу чергу соціального характеру, формує її короткострокову спрямованість. Особливо яскраво це проявилось нині, у зв'язку із здійсненням термінових заходів боротьби із COVID-19 (це стосується забезпечення оперативного розподілу бюджетних коштів), а також призупиненням у поточному році роботи над Бюджетною декларацією на 2021—2023 рр. та відповідними прогнозами місцевих бюджетів. Нереформованість системи стратегічного планування як цілісної системи, поряд з прогресом у реформуванні системи середньострокового бюджетного планування, обмежує можливості встановлення повноцінних зв'язків між бюджетним плануванням та пріоритетними напрямками розвитку держави; спрямованість же системи управління державними фінансами на здійснення контролю за витратами і реалізацію короткострокових завдань призводить до формального забезпечення виконання результативних показників, а не ефективного надання публічних послуг. З огляду на це, бюджетна політика України має бути підпорядкована інтересам забезпечення реалізації загальнодержавної стратегії розвитку економіки, підтримання стабільності державних фінансів шляхом застосування принципів послідовності та передбачуваності, посилення фінансової та бюджетної дисципліни, підвищення ефективності планування і здійснення бюджетних видатків.

5. Аналіз стану державного боргу в Україні засвідчив існування проблем і тенденцій, які негативно впливають на боргову стійкість держави, ключовими з яких є: великі обсяги державного боргу з надмірною валютною складовою; висока вартість запозичень і суттєвий тиск боргових платежів на бюджет; низька ефективність використання (вибірки) позикових коштів за інвестиційними проектами МФО; відсутність дієвого інструментарію щодо управління гарантованим державою боргом і накопичення простроченої заборгованості позичальників перед державою за надання державних гарантій за кредитами; ризики здійснення додаткових виплат за ВВП-варантами. Попри певне покращення окремих показників, рівень боргової стійкості України залишається низьким, а національна економіка надто вразливою як до зовнішніх шоків, так і до внутрішніх диспропорцій. Пріоритетом державної політики

в борговій сфері має стати: цілеспрямоване вдосконалення структури державного боргу з метою зниження його вартості, збільшення строку повернення, мінімізація боргових ризиків (валютного, бюджетного і ризику рефінансування) з поступовим переходом до встановлення прямого зв'язку між обсягами державних запозичень і державних інвестиційних видатків.

6. Аналіз стану банківського сектору України засвідчив, що негативними чинниками досягнення стійкості фінансової системи залишаються: вкрай повільне відновлення банківського кредитування, висока питома вага проблемних кредитів у кредитному портфелі банків, значний обсяг неповернутих кредитів рефінансування, висока питома вага валютних активів і пасивів, відволікання ресурсів банківської системи у державні цінні папери, слабкі темпи нарощування прибутковості та капіталізації банківської системи. Пріоритетами грошово-кредитної політики України мають бути, зокрема: оздоровлення проблемного кредитного портфеля банків, переорієнтація банківських інвестицій з державних цінних паперів на кредитування суб'єктів господарювання, зростання обсягу банківських вкладів як основного джерела ресурсів для банківських кредитів, відновлення капіталізації банківської системи, повернення втрачених державою коштів, які були надані банкам у вигляді рефінансування; зниження валютних ризиків шляхом оздоровлення валютної структури банківських активів і пасивів.

7. В Україні не існує досконалих інституційних механізмів, які б забезпечували координацію дій органів економічного управління щодо подолання наявних дисбалансів та запобігання виникненню нових. У цьому контексті необхідним є визначення інституції, відповідальної за здійснення моніторингу дисбалансів та формування відповідних рекомендацій, у тому числі із застосування європейського досвіду складання «табло» макроекономічних дисбалансів та запобігання кризам. Іншим важливим висновком з європейського досвіду є необхідність розгляду макроекономічної стабілізації у невідривному контексті структурних реформ. Упровадження механізмів оцінки стійкості та координації складових фінансової політики потребуватиме взаємодії НБУ з органами виконавчої влади в рамках єдиної системи виявлення та подолання макроекономічних дисбалансів, що має передбачати тестування проєктів державного бюджету, рішень щодо встановлення облікової ставки, планових дій Уряду та НБУ на валютному ринку, руху державного боргу тощо з точки зору їх імовірних впливів на макроекономічну стабільність та фінансову стійкість.

Стаття надійшла 25.06.2020

Lyudmyla Shemayeva, Dr. Sci. (Econ.), Professor,
Senior Consultant of the Department of Economic Strategy,
Yaroslav Zhalilo, Dr. Sci. (Econ.), Professor, Senior Researcher,
Honored Economist of Ukraine,
Deputy Director – Head of the Center for Economic and Social Studies,
Dmytro Hladkykh, Dr. Sci. (Econ.), Associate Professor,
Senior Consultant of the Department of Economic Strategy,
Yuliia Kasperovych, PhD (Econ.), Senior Researcher of the Department of Economic Strategy
of the Center for Economic and Social Studies,
Lidia Londar, PhD (Econ.), Associate Professor,
Leading Researcher of the Department of Economic Strategy,
Antonina Deshko, Senior Consultant of the Department of Economic Strategy
of the Center for Economic and Social Studies,
National Institute for Strategic Studies,
7a, Pyrohova, Kyiv, 01030, Ukraine

INTERNAL FACTORS OF STRENGTHENING SUSTAINABILITY OF THE FINANCIAL SYSTEM OF UKRAINE

The problem of ensuring sustainability of Ukraine's financial system through the prism of its ability to actively respond to the internal imbalances impacts in the fiscal, debt-servicing, banking spheres, as well as coordinate actions of economic authorities to overcome imbalances related to the unfolding global crisis and the need to combat the spread of COVID-19.

The internal factors and problems of ensuring sustainability of the Ukraine's financial system were analyzed and respective directions of its provision were determined. Factors that negatively affect the fiscal sustainability of Ukraine in modern conditions were outlined. This is due to the weak functionality of the tax system, which is showcased through the failure of the fiscal function of taxes, limited potential of their regulatory function and distrust in the controlling one. The authors observe an inconsistency of fiscal policy with the strategic objectives of the state economic policy, as the need for clear implementation of the tasks, primarily of a social nature, forms its short-term focus. Despite certain improvements in some indicators, Ukraine's debt service sustainability is relatively low and the national economy remains too vulnerable to both external shocks and internal imbalances. There is a number of negative factors hampering sustainability of the financial system, namely, extremely slow recovery of bank lending, high share of toxic debts in the banks' loan portfolios, significant amount of non-performing refinancing loans, high share of foreign currency assets and liabilities, and weak growth of profitability and capitalization of the banking system.

The article proposes main priorities for the state policy in the budgeting, tax, debt-servicing, and banking spheres to strengthen sustainability of the financial system of Ukraine. The authors underline the need to i) consider macroeconomic stabilization in the inseparable context of structural reforms, and ii) introduce mechanisms for assessing the stability and coordination of financial policy components, which will require the interaction of the Central Bank with the executive branch within a single system for identifying and overcoming macroeconomic imbalances.

Keywords: *sustainability of the financial system; vulnerability; imbalances; fiscal sustainability; debt sustainability; banking system; COVID-19.*

Received on June 25, 2020