

НАЦІОНАЛЬНИЙ ІНСТИТУТ СТРАТЕГІЧНИХ ДОСЛІДЖЕНЬ

**РИЗИКИ ПІСЛЯКРИЗОВОГО РОЗВИТКУ
ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ УКРАЇНИ:
ДЖЕРЕЛА, ОЦІНКИ, ІНСТРУМЕНТИ СТАБІЛІЗАЦІЇ**

Аналітична доповідь

Київ 2013

УДК 336+339.9(477)
Р 54

*За повного або часткового відтворення матеріалів даної публікації
посилання на видання обов'язкове*

Авторський колектив:

Я. В. Белінська, д. е. н., проф. (керівник авторського колективу,
вступ, розділи 1.2–1.6, 2, 3);

Д. С. Покришка (розділи 1.1, 1.8);

О. О. Молдован, к. е. н. (розділ 1.7);

А. П. Павлюк, к. е. н., с. н. с. (розділ 1.1);

Є. О. Медведкіна, к. е. н., доц. (розділи 1.2–1.6);

Н. С. Медведкова, к. е. н. (розділ 1.7);

О. М. Шаров, д. е. н., проф. (розділ 1.8);

І. В. Ус (розділ 1.8)

За редакцією к. е. н., с. н. с.,
заслуженого економіста України Я. А. Жаліла

Електронна версія: <http://www.niss.gov.ua>

Ризики післякризового розвитку фінансового сектору Украї-
Р 54 ни: джерела, оцінки, інструменти стабілізації : аналіт. доп. /
Я. В. Белінська, Д. С. Покришка, О. О. Молдован, А. П. Павлюк
[та ін.] ; за ред. Я. А. Жаліла. – К. : НІСД, 2013. – 72 с.

ISBN 978-966-554-206-3

Розглянуто розвиток фінансового сектору України у посткризовий період. Проаналізовано джерела та надано оцінки ризиків розвитку фінансового сектору України у період посилення глобальної нестабільності 2012 р. Визначено основні складники політики фінансової стабільності в частині запровадження макропруденційного підходу у фінансовій політиці, реформування системи фінансового регулювання, а також сформульовано пріоритетні напрями заходів мінімізації ризиків.

ISBN 978-966-554-206-3

© Національний інститут
стратегічних досліджень, 2013

ВСТУП

Наростання негативних тенденцій в економіці зарубіжних країн у 2012 р. несприятливо позначилося на розвитку вітчизняної економічної системи, загострило чинні та сформувало нові ризики, що загрожують нормальному функціонуванню фінансового сектору економіки. Нагромадження ризиків нестабільності вимагає пошуку нових шляхів в економічній політиці. З одного боку, вони мають бути націлені на захист від зовнішніх ризиків і пошук нових внутрішніх точок зростання, а з другого – на модернізацію структури економічної і фінансової систем для посилення їх стійкості та забезпечення позитивних темпів економічного зростання.

В умовах зовнішніх ризиків гальмування економічної активності політичні заходи мають здійснюватися у вузькому «коридорі» між необхідністю бюджетної консолідації та збереженням державної підтримки пріоритетних напрямів економічної діяльності. Тому насамперед необхідно узгодити стратегічні цілі із тактичними заходами, що вимагає обережного ризик-орієнтованого підходу щодо вирішення поточних проблем.

Нехтування зовнішніми і внутрішніми ризиками може спричинити неконтрольоване розгортання кризових процесів. Це засвідчила ситуація восени 2008 р., коли (незважаючи на заяви багатьох політиків про те, що криза не зачепить Україну) падіння економіки було досить жорстким. Така політика підриває довіру населення до неї. Виважена та обережна, прозора та об'єктивна політика, що адекватно оцінює ризики і спрямована на їх мінімізацію, дозволить вітчизняній економіці з мінімальними втратами подолати кризові тенденції.

У представлений доповіді авторами проаналізовано джерела та надано оцінки ризиків розвитку фінансового сектору України у період посилення глобальної нестабільності 2012 р., а також сформульовано пріоритетні напрями заходів їх мінімізації.

1. РОЗВИТОК ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ УКРАЇНИ У ПІСЛЯКРИЗОВИЙ ПЕРІОД

1.1. Макроекономічне підґрунтя розвитку фінансового сектору

Фундаментальним чинником розвитку фінансового сектору є макроекономічна ситуація в Україні. Динаміка економічного зростання України у 2012 р. залишалася позитивною, проте надміру не-

стійкою, із формуванням з II півріччя низхідного тренду. Сумарний приріст ВВП за I півріччя становив 2,6 %, при цьому спостерігалося зростання темпів приросту – з 2,2 % у I кв. до 3 % у II кв. Проте у II півріччі динаміка ВВП суттєво погіршилася: за результатами III кв. зафіксовано зменшення обсягу ВВП на 1,3 %, а у IV кв. – на 2,5 % порівняно з відповідними періодами попереднього року. Як наслідок, відбулося значне уповільнення економічного зростання – приріст ВВП за підсумками 2012 р. становив лише 0,2 % проти 5,2 % у 2011 р. Це формує низку ризиків для стабілізації макроекономічного становища країни.

Низька динаміка ВВП у 2012 р. обумовлена скороченням виробництва валової доданої вартості (ВДВ) у більшості видів економічної діяльності, насамперед у будівництві (на 8,8 %), сільському господарстві (на 4,3 %), переробній промисловості (на 3,5 %) та фінансовій діяльності (на 6,5 %). Якщо у 2011 р. переробна промисловість сформувала 2,9 в.п. приросту ВВП, то в 2012 р. вона впливала на зниження загального показника. Натомість зростання обсягів ВДВ у 2012 р. забезпечили добувна промисловість, виробництво та розподілення електроенергії, газу та води, торгівля, транспорт і сфера операцій з нерухомим майном. Отже, найбільший внесок у формування приросту ВВП забезпечили такі види економічної діяльності, як торгівля (0,5 в.п. приросту), операції з нерухомим майном (0,2 в.п.), транспорт (0,1 в.п.).

Таким чином, у 2012 р. кардинально змінилося співвідношення джерел забезпечення економічного зростання. Якщо у 2011 р. зростання ВВП забезпечувалося передусім галузями реального сектору економіки, то в 2012 р. – насамперед сферами транспорту і торгівлі, що пов'язано з підготовкою та проведенням Євро-2012, а також задоволенням платоспроможного попиту населення внаслідок зростання доходів.

Доходи населення у 2012 р. порівняно з 2011 р. збільшилися на 11,1 %, при цьому витрати на придбання товарів та послуг зросли на 14,4 %, чому сприяло збереження низької інфляційної динаміки в економіці.

Загалом, негативну динаміку у 2012 р. демонструє *сільське господарство*. Протягом січня-травня приріст виробництва порівняно з відповідним періодом 2011 р. був низьким, проте позитивним (до 1,5 %). Різке зростання індексу сільськогосподарського виробництва відбулося у червні, що обумовлено більш ранніми термінами збору врожаю основних культур. Проте вже з липня результативні показники діяльності галузі погіршилися. За 2012 р. обсяги виробництва скоро-

тилися на 4,5 %. Позитивною для сільського господарства є тенденція поступового зростання виробництва продукції тваринництва, обсяги якої у 2012 р. збільшилися на 3,8 %.

У *промисловості* у 2012 р. спостерігається суттєве сповільнення динаміки обсягів виробництва, яке з вересня перейшло у спад. У 2012 р. обсяг промислового виробництва зменшився на 1,8 % порівняно з відповідним періодом 2011 р.

За підсумками року лише п'ять галузей промисловості продемонстрували позитивну динаміку виробництва – хімічна і нафтохімічна промисловість (7,3 %), добувна промисловість (1,9 %), виробництво і розподілення електроенергії, газу та води (2,8 %), виробництво харчових продуктів, напоїв та тютюнових виробів (1,6 %) та целюлозно-паперове виробництво (4,5 %).

Усім іншим видам промислової діяльності у 2012 р. була властива низхідна динаміка виробництва. Найбільший спад виробництва відбувся у виробництві коксу та продуктів нафтоперероблення (на 26,4 %), насамперед за рахунок значного скорочення випуску продукції на нафтопереробних підприємствах (на 44,7 %). Негативну динаміку продемонстрували експортоорієнтовані галузі (металургійна промисловість і машинобудування), де зменшення обсягів виробництва становило 5,2 і 6,0 % відповідно внаслідок уповільнення розвитку країн – основних торговельних партнерів і відповідного зниження зовнішнього попиту на їхню продукцію та несприятливої кон'юнктури на світових ринках металів.

Галузі, орієнтовані на виробництво продукції переважно для внутрішнього ринку, також скорочували виробництво. Спад виробництва в легкій промисловості становило 5,5 %, виробництві іншої неметалевої мінеральної продукції – 5,8 %, обробленні деревини та виробництві виробів із деревини – 1,8 %. Це приводить до задоволення зростаючого споживчого попиту за рахунок імпортних товарів.

Упродовж 2012 р. поступово погіршувалася ситуація в *будівельній галузі*. Обсяг виконаних будівельних робіт у 2012 р. зменшився на 14,0 % порівняно з 2011 р. Реалізація масштабних інфраструктурних проектів у межах підготовки до проведення в Україні фінальної частини з футболу Євро–2012 мала визначний вплив на динаміку будівництва у I половині 2012 р., а вже з липня розпочалося стрімке падіння обсягів будівельних робіт. Натомість стримуючим чинником також було зниження інвестиційної активності населення: за 2012 р. залишок кредитів, наданих домашнім господарствам на придбання, будівництво та реконструкцію нерухомості, зменшився на 17,1 %, залишок іпотечних кредитів – на 35,2 %.

Зниження економічної активності в будівництві, скорочення обсягів будівельних робіт зумовили зменшення попиту на продукцію деревообробної, металургійної та машинобудівної промисловості, іншу неметалеву продукцію (будматеріали).

У *транспортній галузі* загострюються проблеми післякризового відновлення, про що свідчить уповільнення зростання обсягів вантажних і пасажирських перевезень. Так, у 2012 р. підприємствами транспорту перевезено на 4,9 % менше вантажів, ніж у 2011 р. Послугами пасажирського транспорту скористалися на 2,4 % менше пасажирів, ніж у 2011 р.

Зазначені тенденції динаміки основних видів виробничої діяльності дають підстави стверджувати про стагнаційний характер розвитку української економіки у 2012 р.

У 2012 р. уповільнення динаміки економічного зростання супроводжувалося зниженням **динаміки інвестиційної діяльності**. За результатами 2012 р. приріст обсягу освоєних капітальних інвестицій становив 8,3 % порівняно з попереднім роком, тоді як відповідний показник у 2011 р. становив 18,9 %.

Приріст інвестицій у 2012 р. забезпечено насамперед сферами будівництва (приріст становив 20,2 %), транспорту (13,4 %), торгівлі (14,6 %), а також паливно-видобувною та окремими галузями переробної промисловості. Відновилися також високі темпи зростання інвестицій у фінансову діяльність (28,2 %). **Таким чином, не виправдалися очікування щодо формування тенденції переорієнтації інвестиційних потоків із фінансової у виробничу галузь економіки. Сформовані пріоритети інвестування засвідчують переважаючу інвестиційну привабливість секторів із високою ліквідністю та швидким обігом коштів.**

Капітальні інвестиції у промисловості у 2012 р. зросли на 7,1 % порівняно з 2011 р. Зростання вдалося досягти насамперед унаслідок значної інвестиційної активності в сировинному секторі промисловості – обсяг капітальних інвестицій у добувній промисловості збільшився на 29,2 %, виробництві та розподіленні електроенергії, газу та води – на 5,5 %. Натомість у переробній промисловості зафіксовано спад капітальних інвестицій на 5,1 %. У значній частині галузей відбулося скорочення інвестування. Високу динаміку інвестування підтримували лише машинобудування (10,8 %), хімічна та нафтохімічна промисловість (5,9 %), целюлозно-паперове виробництво (16,8 %).

У 2012 р. дещо знизилася активність залучення іноземних інвестицій в українську економіку. За даними Держстату, надходження прямих іноземних інвестицій (ПІІ) у 2012 р. становило 6013,1 млн дол. США, що на 7,1 % менше за обсяг 2011 р. При цьому значний

спад приросту акціонерного капіталу (на 25,3 % порівняно з 2011 р., до 4128,5 млн дол. США) лише частково компенсувався борговими інструментами (кредитами та позиками, торговельними кредитами та іншими зобов'язаннями перед прямими інвесторами). Приріст обсягу останніх у 2012 р. збільшився на 30,2 % порівняно з 2011 р., досягнувши 1290,7 млн дол. США.

Найбільшу частку ПІІ було вкладено у промисловість – близько 50,8 % сумарного припливу коштів акціонерного капіталу (2136,8 млн дол. США, що майже удвічі більше, ніж у 2011 р.). При цьому з усього обсягу ПІІ, що надійшли у промисловість, 74,2 % було вкладено лише у харчову промисловість і сферу виробництва та розподілення електроенергії, газу та води. Активним було також інвестування у сферу торгівлі (14,2 % загального обсягу приросту ПІІ – акціонерного капіталу – у 2012 р., або 597,3 млн дол. США), транспорт і зв'язок (6,7 %, або 283,8 млн дол. США). Натомість зупинився приріст іноземних інвестицій у фінансовій сфері економіки України.

Разом з тим уповільнення у 2012 р. темпів зростання майже в усіх основних галузях промисловості, погіршення умов зовнішньої торгівлі та цінової кон'юнктури на сировинних ринках стримувало іноземних інвесторів нарощувати обсяги ПІІ в експортоорієнтовані галузі української промисловості, що відобразилося й на загальній динаміці ПІІ у промисловому секторі. Так, у металургійне виробництво було вкладено лише 2,3 %, а в машинобудування – 1,9 % від обсягу ПІІ у промисловість. Суттєво знизився інтерес інвесторів до сфери будівництва, де приріст ПІІ у 2012 р. зменшився учетверо порівняно з 2011 р.

Таким чином, основними реципієнтами ПІІ залишаються низько-технологічні, енергоємні сфери виробництва та сектор послуг (торгівля, транспорт і зв'язок, діяльність готелів та ресторанів) і водночас відсутня зацікавленість іноземних інвесторів у підприємствах інноваційного спрямування. Кардинально змінився вплив на формування ВВП *зовнішньоекономічної діяльності*. Унаслідок значного скорочення у 2012 р. обсягів експорту товарів та послуг (на 7,7 %), його внесок у формування ВВП набув від'ємних значень і становив –3,2 в.п., тоді як у 2011 р. експортна діяльність була одним із головних джерел економічного зростання. Водночас зростання обсягів імпорту (на 1,9 %) забезпечило йому негативний внесок у формування приросту ВВП у 1,0 в.п.

Зазначені тенденції макроекономічної динаміки знайшли своє відображення в суттєвому погіршенні фінансових результатів підприємств у більшості видів економічної діяльності. Загалом, в Україні обсяг прибутків, отриманих усіма підприємствами, зменшився в січні-вересні 2012 р. на 19,6 % (33,1 млрд грн) порівняно з аналогічним періодом

2011 р. при одночасному зростанні збитків на 6,1 % (4,7 млрд грн). Це послабило кредитоспроможність підприємств і спонукало банки шукати більш прибуткові напрями інвестування коштів.

1.2. Цінова динаміка

Стагнаційні процеси у промисловості посилювалися спадною ціновою динамікою. 2012 р. став роком безпрецедентно низької інфляції. За офіційними даними, за 2012 р. ціни знизилися на 0,2 %, у річному вимірі споживча інфляція декілька місяців поспіль залишалася на нульових позначках (рис. 1), що стало одним із найнижчих її показників за всі роки незалежності України і одними з найменших у світі на сьогодні. Тож Україна слідом за іншими країнами стикнулася з ризиками дефляції, що загрожують падінням прибутків вітчизняних підприємств.

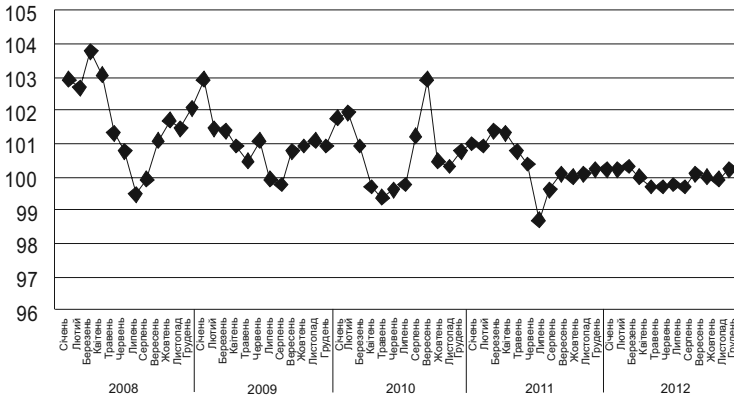


Рис. 1. Індекс інфляції в Україні у 2008–2012 рр.

Джерело: за даними НБУ

Чинниками низьких значень споживчої інфляції були такі:

- низька статистична база попереднього року;
- високий урожай зернових 2011 р. та овочів навесні 2012 р., що забезпечило зниження цін на сирі продукти та уповільнення зростання цін на продовольчі товари (переважно рослинну продукцію) з високим ступенем оброблення;

- стабільність адміністративно регульованих цін в умовах передвиборчої кампанії;
- поміркована монетарна політика НБУ;
- стримуючий тиск з боку номінального ефективного обмінного курсу гривні, який за 2012 р. знизився лише на 0,5 %, реальний – на 6,5 %;
- падіння зовнішнього попиту, зокрема внаслідок продовження кризи в окремих країнах Європейського Союзу;
- нижчий за потенційний рівень сукупного попиту (негативний розрив ВВП у III кв. 2012 р. становив 1,5 %), «відтягнення» частини потенційного попиту на формування валютних і гривневих заощаджень та житлове будівництво.

Незвично низькі для України темпи інфляції мали різноспрямовані наслідки, а саме:

- суттєво підвищилися процентні ставки в реальному вимірі, що збільшило привабливість депозитів, проте здорожчали кредити в реальному вимірі, що загальмувало процес кредитування;
- зберігалися позитивні інвестивання – капітальні інвестиції збільшилися на 8,3 %;
- зросла конкурентоспроможність вітчизняних експортерів, проте в умовах погіршення зовнішньої кон'юнктури це не стало чинником нарощування прибутків підприємств, тож за 9 місяців 2012 р. прибутки прибуткових підприємств скоротилися на 27,1 %;
- зросли реальні доходи населення¹, що живило споживчий попит² і приваблювало імпорт в умовах зростаючих соціальних виплат й очікувань стрибка цін.

В умовах дефляції одним із вирішальних чинників цінової динаміки стає поведінка населення. Дещо парадоксальним явищем вітчизняної економіки є економічна залежність: що тривалішим є період низької інфляції в Україні, то потужнішими стають інфляційні очікування. За високих інфляційних очікувань поширення панічних настроїв може ініціювати процеси втечі від грошей у формі придбання іноземної валюти та товарів довгострокового користування. Річні прогнози інфляції від Світового банку на 7,9 % за дефляції протягом січня-вересня 2012 р. на 0,3 % означали очікування міжнародними фахівцями стрибка цін. Тому основним завданням уряду стало недо-

¹ Номінальні доходи населення у III кв. 2012 р. становили 375 млрд грн. Реальний наявний дохід населення, визначений з урахуванням цінового чинника, порівняно з відповідним періодом 2011 р. збільшився на 10,0 %.

² Приріст обсягу роздрібної торгівлі за 2012 р. становив 15 % порівняно з 2011 р.

пущення розгортання інфляційних процесів наприкінці року. І це завдання йому вдалося вирішити.

1.3. Стан і тенденції розвитку банківської системи України

В Україні прискорені темпи розвитку банківського сектору та бурхливе зростання кредитування протягом 2000–2007 рр. демонстрували перехід економіки України до більш зрілого фінансового стану економіки, насиченого фінансовими інструментами та з вищим рівнем монетизації. Водночас ці процеси супроводжувалися наростанням дисбалансів, що призводило до концентрації кредитного, валютного і процентного ризиків за відсутності розвинених інструментів їх страхування. Реалізація цих ризиків під час кризи 2007–2008 рр. майже паралізувала діяльність вітчизняної банківської системи та поставила її на межу виживання. В умовах стагнації кредитування та труднощів розширення ресурсної бази банки працювали зі збитками внаслідок:

- посилення конкуренції за надійних позичальників, що змушувало дедалі більшу кількість установ знижувати процентні ставки за кредитами;
- зниження дохідної бази в умовах зростання вартості та обсягу залучених ресурсів;
- значного обсягу проблемної і потенційно проблемної заборгованості у кредитному портфелі банківської системи (9,3 % за офіційними даними НБУ, до 50 % за експертними оцінками агентства *Moody's*);
- значних витрат на формування резервів за активними операціями (у т.ч. у результаті ревізії якості активів і погіршення платоспроможності позичальників);
- погіршення показників операційної ефективності.

У 2011–2012 рр. стан вітчизняної банківської системи стабілізувався. Подолавши труднощі кризи 2008–2009 рр. і наростивши капітал у 2,3 раза³, активи у 1,8 раза та погасивши 22,3 % зовнішньої заборго-

³ У січні 2012 р. Міністерством юстиції була зареєстрована Постанова НБУ від 22.12.2011 р. № 464, якою встановлюється єдиний мінімальний розмір регулятивного капіталу, необхідного для отримання ліцензій на здійснення банками всіх операцій, включаючи валютні, на 120 млн грн. До цього моменту майже всі банки виконали вимоги виданої раніше Постанови НБУ № 273, яка зобов'язувала банки збільшити капітал до початку 2012 р. До того ж у грудні 2011 р. НБУ затвердив розподіл банківських установ за групами на 2012 р., підвищивши мінімальний розмір активів для банків I (від 14 до 15 млрд грн), II (від 4,5 до 5 млрд грн) та III (від 2 до 3 млрд грн) груп, що призвело до ротації окремих банківських установ між групами.

ваності, за 2012 р. банківська система отримала позитивний результат своєї діяльності – 4,3 млрд грн прибутку – та вийшла на позитивні показники рентабельності капіталу та активів (табл. 1).

Основними чинниками, що здійснюють визначальний вплив на стан банківської системи в Україні, є такі:

- розвитку реального сектору економіки та коливання споживчого попиту;
- грошово-кредитна та фіскальна політика й законодавчі ініціативи уряду та НБУ;
- девальваційна та інфляційна динаміка;
- рівень довіри населення до банків;
- зовнішні чинники – стан світових фінансових ринків і материнських банків.

Таблиця 1

Основні фінансові показники діяльності банківської системи України

Показники	01.01.2007	01.01.2008	01.01.2009	01.01.2010	01.01.2011	01.01.2012	01.01.2013
Частка кредитів у загальному обсязі активів, %	79,16	80,98	85,55	84,90	80,14	78,28	72,33
Частка довгострокових кредитів у загальному обсязі кредитів, %	58,38	60,15	64,09	59,11	55,64	51,67	48,35
Частка прострочених кредитів, %	1,65	1,31	2,27	9,36	11,23	9,6	8,89
Частка власного капіталу в пасивах, %	12,5	11,6	12,9	13,1	14,6	14,7	15,0
Адекватність регулятивного капіталу	14,19	13,92	40,10	18,08	20,83	18,90	18,06
Рентабельність активів, %	1,61	1,50	1,03	-4,38	-1,45	-0,76	0,45
Рентабельність капіталу, %	13,52	12,67	8,51	-32,52	-10,19	-5,27	3,03
Чистий спред, %	5,76	5,31	5,18	5,29	4,84	4,51	3,75
Частка іноземного капіталу в уставному капіталі банку, %	27,60	35,0	36,7	35,8	40,6	41,9	39,5
Темпи приросту кредитів у річному виразі, %	71,0	74,1	72,0	-1,5	1,3	9,4	-1,21
Темпи приросту депозитів у річному виразі, %	38,0	52,7	26,80	-6,90	24,4	18,0	6,57

Джерело: за даними НБУ

Фундаментальним чинником функціонування банківської системи є стан реального сектору економіки. Розриви в темпах зростання головних макроекономічних показників та індикаторів банківської діяльності стають потенційними джерелами системних ризиків, величину яких демонструє табл. 2.

Таблиця 2

**Показники насиченості економіки України
фінансовими інструментами**

Показник	2007	2008	2009	2010	2011	Січень- червень 2012
Індекс зростання ВВП у поточних цінах, кумулятивно	1,32	1,74	1,68	1,99	2,42	1,32
Індекс зростання грошової маси, кумулятивно	1,52	1,98	1,87	2,29	2,63	1,52
Індекс зростання кредитів, наданих депозитними корпораціями, кумулятивно	1,74	2,99	2,95	2,99	3,27	1,74
у т.ч.						
нефінансовим корпораціям	1,62	2,76	2,88	3,12	3,59	1,62
домогосподарствам	1,96	3,42	2,94	2,56	2,45	1,96
іншим фінансовим корпораціям	2,22	3,67	5,25	5,03	6,16	2,22
Індекс зростання внутрішнього боргу, кумулятивно	1,07	2,69	5,48	8,53	9,72	1,07
Грошова маса, % від ВВП	54,97	54,40	53,35	55,23	52,07	X
Кредити, % від ВВП	59,23	77,42	79,19	67,69	60,90	X
Кредити населенню, % від ВВП	22,26	29,59	26,42	19,36	15,29	X
Частка валютних кредитів, % загального обсягу кредитів	48,09	57,52	50,04	45,26	38,80	31,83
Внутрішній борг, % від ВВП	2,47	4,71	1,25	13,09	12,26	13,20
Державний борг, % від ВВП	7,27	11,88	25,97	27,51	26,71	25,29
Чистий зовнішній борг, % від ВВП	5,11	1,14	5,86	10,11	8,30	6,25
Сальдо поточного рахунку, % від ВВП	3,69	7,09	1,48	2,19	5,45	5,50
Ринкова частка трьох найбільших банків, %	27,57	29,82	27,20	28,38	27,9	28,00
Ринкова частка державних банків, %	X	12,00	18,20	20,00	17,00	16,00

Джерело: розраховано за даними НБУ

З табл. 2 видно, що у післякризовий період основні індикатори насиченості економіки фінансовими інструментами істотно знизилися. У 2009–2012 рр. темпи кредитування економіки відставали від збільшення грошової маси, розширення якої підтримувалося не стільки припливом валюти, скільки рефінансуванням Національного банку України. Слабкий зовнішній попит за орієнтації внутрішнього попиту переважно на імпорتنі товари довготривалого користування не сприяв активізації економічної діяльності та підвищенню платоспроможності вітчизняних підприємств, а отже, попит на довгострокові кредити відновлювався вкрай повільно. Популярністю користувалися лише кредити для рефінансування поточної заборгованості підприємств. Тому частка кредитів у структурі банківських активів невпинно знижувалася: за 2009–2012 рр. з 85 до 75,1 %, у т.ч. частка довгострокових кредитів – з 64 до 48,1 %, проте частка прострочених кредитів збільшилася з 2,27 до 9,4 %.

У 2011–2012 рр. понад 90 % нових кредитів було надано банками нефінансовим корпораціям. Видача нових кредитів домогосподарствам зросла, передусім завдяки автокредитуванню й іпотечі. Разом з тим нові видачі поступалися обсягу погашення населенням старих кредитів, що призвело до скорочення за 11 місяців 2012 р. відповідного кредитного портфеля на 12,3 млрд грн (до 189,1 млрд грн). Зростання обсягів споживчого кредитування спровоковане посиленням конкуренції на банківському ринку, збільшенням доходів населення після зміни соціальних стандартів у I половині 2012 р. і початку виплат вкладникам Ощадбанку СРСР, зниженням ставок споживчого кредитування і цін на побутові товари та електроніку.

Загалом, хоча нові кредити переважно спрямовувалися не на споживання, а в реальний сектор економіки, посилення інвестиційного характеру кредитування ні за призначенням, ні за структурою розподілу не відбулося. За 2012 р. частка інвестиційних кредитів знизилася на 0,7 в.п. до 15,0 %. Активізації динаміки та поліпшенню структури кредитування перешкоджає низка обставин. Насамперед – невисока якість ресурсної бази. Коливання вартості міжбанківських ресурсів, підвищений попит населення на валюту, а також звуження можливостей отримання зовнішньої підтримки від материнських структур в умовах другої хвилі кризи у Єврозоні зумовили посилення агресивного характеру клієнтської політики вітчизняних банків у частині відновлення коротких депозитів та зростання процентних ставок. Це дало змогу забезпечити приріст депозитів за 11 місяців 2012 р. на 9,2 %, при цьому інтегральна процентна ставка за депозитами збільшилася на 5,82 в.п. (рис. 2).

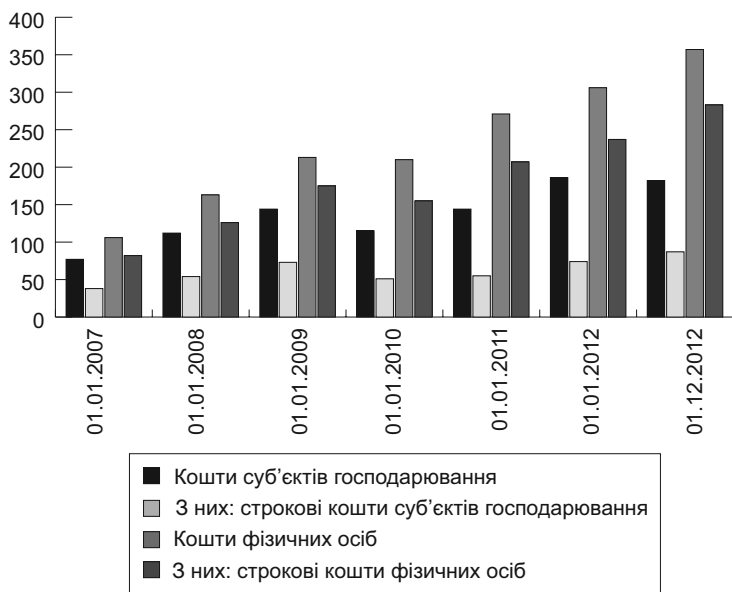


Рис. 2. Динаміка зобов'язань банків перед фізичними та юридичними особами, млрд грн

Джерело: побудовано за даними НБУ

Основу ресурсної бази вітчизняних банків становлять кошти населення, які є «дорогими» і «короткими», а тому містять підвищені ризики виникнення розривів у валютній та строковій структурі активів і пасивів банків. На рис. 3 видно, що співвідношення обсягу короткострокових (до одного року) та на вимогу депозитів та короткострокових кредитів коливалося навколо одиниці, а співвідношення загального обсягу депозитів і кредитів та у виразі іноземної валюти хоча і зросло за післякризовий період, проте було суттєво нижчим одиниці.

Варто зазначити, що фінансовий сектор України нині має більш суттєвий потенціал щодо протидії зовнішнім шокам за рахунок зниження дисбалансів, які загострили прояви фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр. Цьому сприяли дії, спрямовані на дедоларизацію економічних відносин у країні. Зокрема, у післякризовий період

постійно зменшувалася доларизація банківських кредитів. Так, якщо на початок 2009 р. її рівень становив 59,1 %, то на початок 2012 р. – 40,7 %, а на 01.11.2012 р. – 37,8 %. Зазначене стало можливим за рахунок: по-перше, законодавчої заборони на надання кредитів в іноземній валюті фізичним особам, по-друге, підтримки Національним банком прогнозованої динаміки обмінного курсу гривні, що давало можливість позичальникам здійснювати виплати за раніше отриманими кредитами.

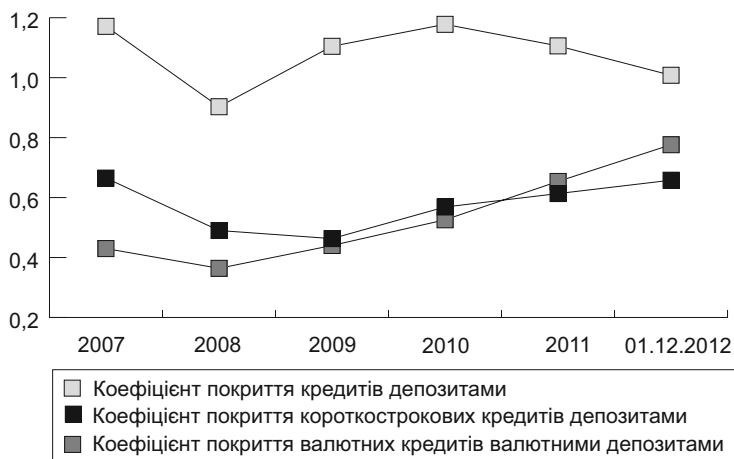


Рис. 3. Покриття кредитів депозитами за термінами і валютами

Джерело: побудовано за даними НБУ

Отже, уже на кінець 2011 р. відношення заборгованості за валютними кредитами до наявного доходу фізичних осіб вийшло на передкризовий рівень 2006 р. За 2012 р. обсяг депозитів, номінованих в іноземній валюті, зріс на 19,3 %, зокрема фізичних осіб – на 21,8 %, обсяг валютних кредитів знизився на 7,3 % за рахунок їх погашення. Тож на кінець 2012 р. позитивний розрив між обсягами валютних кредитів і депозитів був приблизно на 70 млрд грн.

У цьому контексті потенційні валютні ризики містять депозити, залучені банками від нерезидентів, яких приваблюють вищі процентні

ставки в Україні та які за перших ознак девальвації ці кошти виведуть з України. За офіційними даними НБУ, за відносно невеликих значень частка депозитів, залучених від нерезидентів, становить лише 5,8 % від загального обсягу залучених вітчизняними банками депозитів, в абсолютному виразі (31,5 млрд грн у листопаді 2012 р.) ці кошти можуть стати «спусковим гачком» девальваційного тиску на валютний ринок та погіршити курсові очікування населення.

Отже, ситуація компенсації нестачі внутрішніх ресурсів у спосіб активного залучення банками кредитів рефінансування НБУ та коштів із зовнішніх ринків капіталу підвищує нестійкість банківських активів і пасивів, їхню вразливість до зовнішньої кон'юнктури та валютних ризиків. Зважаючи на чинну заборону валютного кредитування і підвищення вимог до оцінки якості позичальників, чутливість банків до кредитного і валютного ризику зменшуватиметься через погашення старих боргів. Намагаючись перестрахувати валютні ризики, банки розміщують значний обсяг коштів на короткостроковій основі на умовах *SWAP*, що замикає фінансові ресурси та валютні ризики в банківській системі. З цих причин девальвація є небажаною для банків, які стикнуться із дорожчанням ресурсів, неповерненням кредитів, посиленням боргового навантаження та необхідністю додаткової капіталізації.

Стабільно депресивна ситуація у сфері кредитно-депозитної діяльності за розширення переліку інвестиційних інструментів за рахунок валютних та індексованих ОВДП формували мотивацію банків до розміщення ресурсів у фінансові активи (рис. 4). За 2007–2012 рр. частка цінних паперів у банківських активах збільшилася з 4,3 до 9,3 % (рис. 5), за 2012 р. обсяг ОВДП у власності банків збільшився на 7,8 млрд грн (причому восени банки переважно продавали ОВДП, усього на 11,7 млрд грн за останній квартал 2012 р.).

Зростання частки ОВДП у структурі банківських активів посилює залежність банківської системи від стану сектору державного управління, який погіршується. Так, державні борги зросли удев'ятеро за 2007–2011 рр. З одного боку, збільшення державного боргу зумовлено тим, що держава (в особі НБУ та профільних міністерств) бере більш активну участь у розвитку галузей і реалізації інфраструктурних проектів, підтримує рівень ліквідності на фондовому ринку та надає НБУ інструменти зв'язування ліквідності, а банкам – отримання доходів. З другого, – у найближчі три–п'ять років посилюється імовірність зростання кредитних і валютних ризиків (поки що помірних), пов'язаних з обслуговуванням внутрішнього державного боргу.

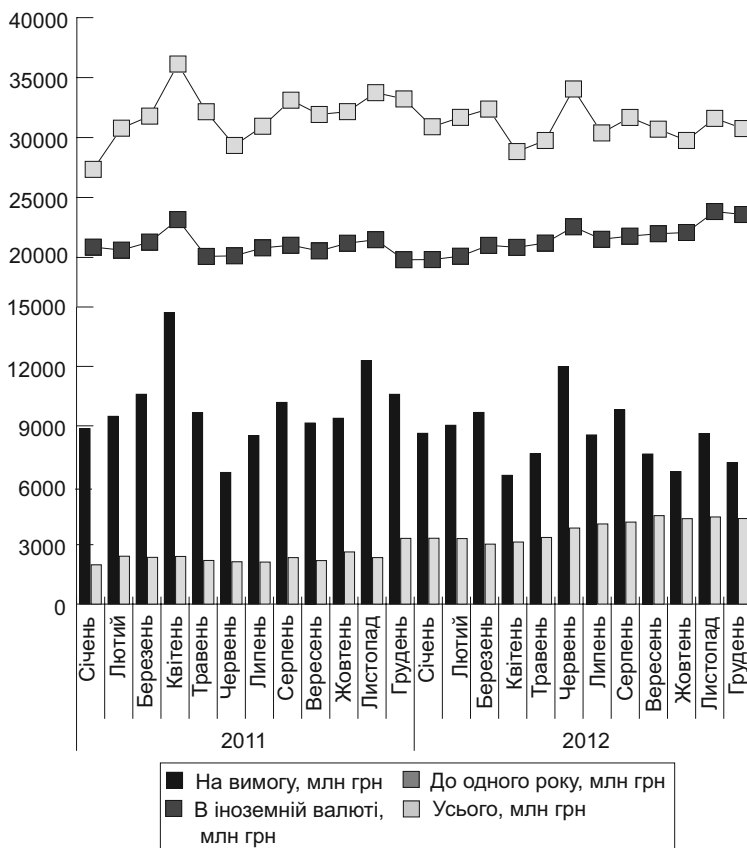


Рис. 4. Термінова та валютна структура депозитів, залучених від нерезидентів вітчизняними депозитними організаціями

Джерело: побудовано за даними НБУ

Збільшення частки інструментів фінансового ринку у структурі банківських активів засвідчує наростаючу «фінансіалізацію» вітчизняної економічної системи, поглиблює розрив між реальним і фінансовим сектором економіки, формує передумови для виникнення фінансової «бульбашки» та знижує ефективність банківської діяльності, оскільки в цій ситуації нарощування капіталу банків не супроводжується кредитуванням реального сектору (рис. 6).

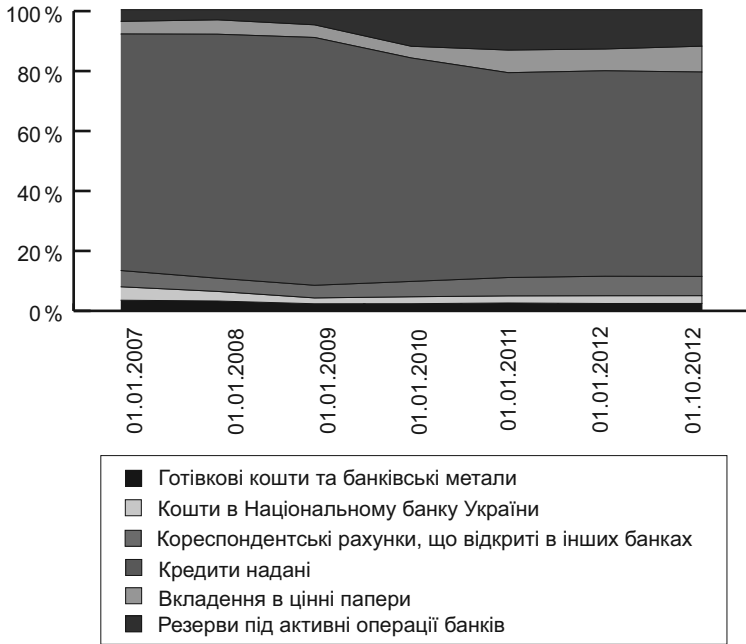


Рис. 5. Структура активів банківської системи України

Джерело: побудовано за даними НБУ

В умовах післякризової стагнації НБУ зберіг головну роль у регулюванні банківської системи. Його заходи послаблювалися або посилювалися залежно від ситуації на внутрішньому та зовнішньому фінансових ринках. Так, у I півріччі 2011 р. регулятор вилучив із ринку значний обсяг коштів за допомогою продажу депозитних сертифікатів, коригування вимог до формування обов'язкових резервів для підвищення привабливості залучення ресурсів у національній валюті, скорочення на 50 % припустимої питомої ваги ОВДП у структурі обов'язкових резервів. Такі дії дали змогу не лише зв'язати відносно надлишкову ліквідність, а й послабити інфляційний і девальваційний тиск на національну валюту.

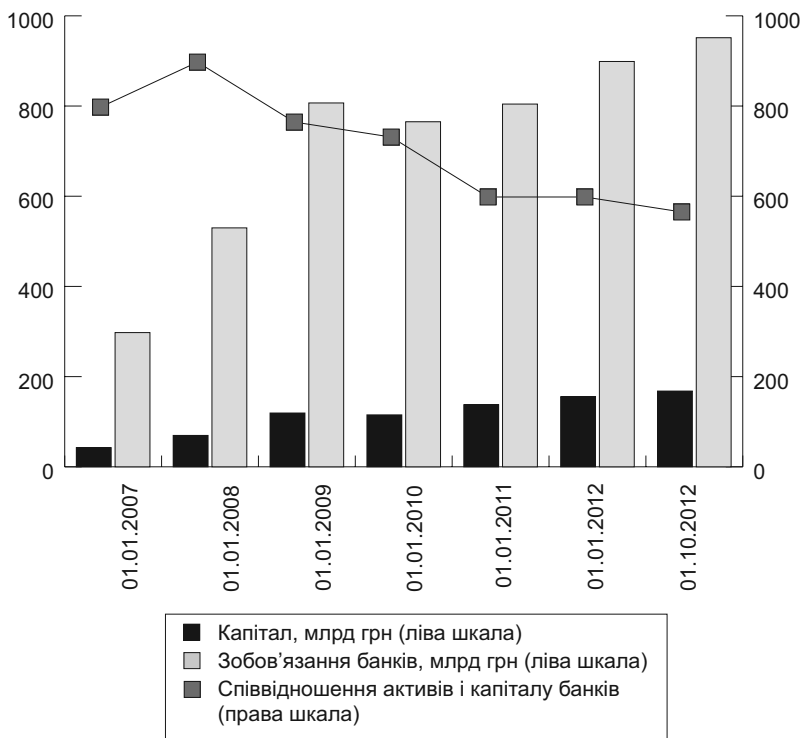


Рис. 6. Динаміка капіталу, зобов'язань та співвідношення активів до капіталу банків України

Джерело: побудовано за даними НБУ

Тим часом восени 2011 р. ситуація кардинально змінилася і банки стикнулися з нестачею ліквідності. Для її поповнення НБУ застосував короткострокове рефінансування (у т.ч. на умовах РЕПО), пом'якшив вимоги до структури обов'язкових резервів (банківським установам було дозволено враховувати 30 % таких коштів на коррахунку у НБУ). Крім цього, для поліпшення фінансового стану банків НБУ ініціював низку регулятивних заходів, зокрема такі:

- набрав чинності Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо врегулювання відносин між кредитором-

ми та споживачами фінансових послуг» від 22 вересня 2011 р. № 3795-VI, яким заборонено валютне кредитування населення;

- ухвалено Податковий кодекс і низку підзаконних актів (у тому числі Постанова НБУ № 172), що регламентувало процес списання проблемної заборгованості за рахунок сформованих резервів; це дасть змогу розчистити банківські баланси та обмежить вплив витрат на формування резервів на фінансові результати банківського сектору;

- змінено правила роботи на валютному ринку⁴;

- змінено підходи до оцінки позичальників⁵;

- удосконалено операційну та економічну роботу з проблемними банками (ухвалено Закон України «Про систему гарантування вкладів фізичних осіб» від 23 лютого 2012 р. № 4452-VI, згідно з яким Фонд гарантування вкладів фізичних осіб отримує виключні права щодо регулювання діяльності та ліквідації неплатоспроможних банків і стає четвертим регулятором фінансового ринку України поряд з Національним банком України, Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку та Національною комісією, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг);

- посилено захист прав кредиторів у відносинах з несумлінними позичальниками, що забезпечить заставу у процесі оскарження банками судових рішень та зменшить витрати банків у процесі примусового продажу арештованого майна⁶;

- посилено захист власників депозитів: скорочено термін початку виплат вкладів після прийняття рішення про ліквідацію банку з 2 місяців до 7 днів, скасовано мораторій на виплату вкладів, строк яких минув (встановлюється при роботі тимчасової адміністрації банку); зменшено період роботи тимчасової адміністрації з 1,5 років до півроку⁷.

⁴ Постанови НБУ від 29.06.2011 р. №№ 204 та 205, що скорочують ліміт довгої валютної позиції з 20 до 5 %; Постанова від 11.08.2011 р. № 278, що зобов'язує ідентифікувати покупців іноземної валюти на готівковому валютному ринку; Постанова НБУ від 05.12.2011 р. № 434, якою затверджено порядок проведення операцій з іноземною валютою на умовах «своп».

⁵ *Про затвердження Положення про порядок формування та використання банками України резервів для відшкодування можливих втрат за активними банківськими операціями*: постанова НБУ від 25.01.2012 р. № 231/20544.

⁶ *Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо виконання господарських зобов'язань*: закон України від 2.10.2012 р. № 5405-VI. Також змінено норми Цивільного кодексу, які були доповнені положенням про правові наслідки недійсності кредитного договору та договору застави.

⁷ *Про систему гарантування вкладів фізичних осіб*: закон України від 23.02.2012 р. № 4452-VI.

У I половині 2012 р. НБУ продовжив пом'якшення монетарної політики, що проявилось в таких заходах банківського регулювання:

- зниження облікової ставки і ставки за кредитами овернайт;
- активізація операцій із прямої підтримки банківської ліквідності, обсяг яких за 2012 р. досягнув 97,5 млрд грн, а вартість знизилася з 9,25 % у січні до 8,1 % у грудні 2012 р. за оптимізації порядку та умов звернення банків за підтримкою ліквідності через надання кредиту овернайт. Завдяки цьому зниження ліквідності банківської системи не набуло критичного характеру. Так, *середньоденний обсяг коррахунків* у червні-жовтні 2012 р. становив 18,4 млрд грн порівняно з 20,0 млрд грн у січні-травні;

- подовження термінів надання коштів за операціями прямого РЕПО в січні – від 30 до 60 днів, у червні – до 90 днів⁸, термінів надання банкам коштів рефінансування у спосіб проведення тендерів – від 90 до 360 днів⁹; термінів надання стабілізаційних кредитів комерційним банкам – від 450 днів до 5 років;

- коригування нормативів обов'язкових резервів: одночасно зі зменшенням частки обов'язкових резервів на окремому рахунку¹⁰ збільшено частку обов'язкових резервів, яка має зберігатися щоденно

⁸ За перші шість місяців 2012 р. НБУ здійснював операції з купівлі (продажу) державних облігацій України через механізм двостороннього котирування. За значеними операціями в червні було придбано державних облігацій (за номінальною вартістю) на загальну суму 50,0 млн грн (з початку року – 1,6 млрд грн), продано – 0,6 млрд грн (з початку року – 1,9 млрд грн). Станом на 1 липня заборгованість банків за операціями РЕПО досягла майже 8,7 млрд грн, тоді як ще на початок березня вона ледь перевищувала 2,1 млрд грн. При цьому така заборгованість числиться на балансах усього 14 банків. Так, Укрексімбанк отримав під заставу ОВДП 2,3 млрд грн, Ощадбанк – 1,6 млрд грн, Укргазбан – 1,4 млрд грн.

⁹ Відповідне рішення закріплене Постановою НБУ від 19.06.2012 р. № 249, якою вносяться зміни до Положення про регулювання ліквідності банків України. Також передбачено, що найбільш довготермінову підтримку від НБУ українські банки можуть отримати у спосіб залучення стабілізаційних кредитів. Згідно з Постановою НБУ від 27.07.2012 р. № 321 «Про затвердження Змін до Положення про надання Національним банком України стабілізаційних кредитів банкам України» стабілізаційні кредити можуть надаватися платоспроможному банку для підтримки ліквідності строком до двох років (раніше – до 90 днів). При цьому НБУ має право ухвалювати рішення про подовження терміну використання стабілізаційного кредиту до одного року (раніше – до 90 днів). Загальний термін використання стабілізаційного кредиту з урахуванням усіх продовжень не може перевищувати п'яти років (раніше – 450 днів у разі реальної загрози стабільності роботи банку).

¹⁰ Нова редакція Технічного порядку проведення НБУ операцій з банками передбачає створення умов для більш гнучкого управління банками власною ліквідністю у спосіб поступового зменшення частки обов'язкових резервів, яку банки мають формувати на окремому рахунку в НБУ. Зокрема у 2012 р. цей показник зменшувався двічі і з 31.05.2012 р. він становить 50 % порівняно з 70 % на початок року.

на початок операційного дня на кореспондентському рахунку банку у НБУ¹¹;

- посилення преференцій щодо резервування банками коштів, залучених у національній валюті для дедоларизації банківських депозитів¹².

Застосовані заходи упереджували виникнення волатильності на міжбанківському кредитному ринку, що є необхідною, проте не достатньою умовою для активізації кредитування економіки. Для вирішення зазначеного завдання необхідно стимулювати не лише пропозицію, а й попит підприємств на банківські кредити через зниження процентних ставок.

1.4. Грошово-кредитний ринок

У 2011–2012 рр. НБУ здійснював обережну монетарну політику, спрямовану на зниження монетарних ризиків інфляції та девальвації, забезпечення потреб економічних агентів у грошових ресурсах, коригування ліквідності в банківській системі відповідно до ситуації, що складається на товарно-грошових і фінансових ринках. Стале зниження темпів приросту споживчих цін упродовж 2011–2012 рр. дало змогу НБУ поступово пом'якшити монетарну політику у спосіб зниження вартості і подовження термінів гривневих резервів.

Значною мірою на монетарну пропозицію впливала позитивна динаміка депозитів, які за 2012 р. зросли на 16,4 %, зокрема депозити фізичних осіб – на 19,0 %, та збільшення грошового мультиплікатора (з 2,86 до 2,92 % станом на 01.07.2012 р. і в подальшому до 3,03 % станом на 01.01.2013 р.), що засвідчило посилення здатності банківської системи перерозподіляти залучені ресурси. У підсумку протягом I півріччя 2012 р. монетарна база збільшилася на 4,1 %, грошова

¹¹ Цей показник у 2012 р. збільшувався тричі і з 30.06.2012 р. він становить 50 % порівняно з 25 % на початок року. Див. : Постанова НБУ від 21.03.2012 р. № 102 {з змінами, внесеними згідно з Постановами НБУ від 18.05.2012 р. № 197; від 19.06.2012 р. № 248}, Постанова НБУ № 303 щодо зменшення втричі кількості днів, упродовж яких банки можуть порушувати вимоги щодо розміру щоденних обов'язкових резервів.

¹² З 30 червня 2012 р. НБУ підвищив норми резервування за вкладами юридичних і фізичних осіб в іноземній валюті, які зобов'язані формувати українські банки: за коштами до запитання – з 8,5 до 10 %; за короткостроковими вкладками – з 8 до 9 %; за довгостроковими вкладками – з 2 до 3 %. Крім того, з 2 до 3 % підвищено норматив резервування за валютними коштами (крім російських рублів), залученими банками від банків-нерезидентів та фінансових організацій нерезидентів. Нормативи за гривневими вкладками дорівнюють нулю.

маса – на 5,5 %. Проте влітку – на початку осені НБУ ужорсточив регулювання ліквідності банків, що призвело до монетарного стиснення: за 9 місяців 2012 р. грошова база зросла лише на 3,3 %, грошова маса – на 6,3 %, і на 6,4 та 12,5 % за 2012 р. відповідно.

І динаміка, і структура грошової маси не провокувала суттєвих ризиків. Частка готівки у грошовій масі за 2012 р. знизилася на 1,8 до 26,3 %. За даними НБУ, у I півріччі 2012 р. спостерігалось стабільне скорочення попиту на іноземну готівку, її приріст був на 42 % менший, ніж у січні-липні 2011 р., проте у вересні розпочалося вже традиційне зростання попиту на валюту, частка депозитів у іноземній валюті відповідно також дещо зросла на 0,2 в.п. до 43,6 %.

Помірно позитивні темпи приросту грошових агрегатів сприяли підтриманню фінансової стабільності, проте не мали суттєвого стимулюючого впливу на макроекономічну динаміку через низьку дієвість дисконтної політики. Порівняно з низькими темпами інфляції навіть знижені НБУ облікова ставка та процентні ставки виглядали завищеними (розмір облікової ставки – 7,5 %, індекс споживчих цін за I півріччя 2012 р. – 0,1 %, інтегральна ставка за кредитами на 01.12.2012 р. – 18,44 %), що не сприяло розвитку кредитування реального сектору.

В умовах слабкості каналу кредитування фінансові ресурси переважно перерозподілялися між сегментами фінансового ринку і спрямовувалися до державного сектору економіки. Прикладом слугує ситуація, що склалася на початку вересня 2012 р., коли зростання коштів на коррахунках банків на 2,1 млрд грн за серпень 2012 р. суттєво посилювало тиск на валютний ринок. Отже, НБУ був змушений застосувати адміністративні заходи до банків-порушників і перейти до більш активного зв'язування коштів банків і населення у спосіб розміщення інвестиційних монет¹³ і валютних ОВДП, коригування резервних вимог. У підсумку у 2011–2012 рр. у монетарній політиці спостерігалось чергування періодів пом'якшення з періодами стиснення, що не сприяло сталості економічних очікувань та скорочувало горизонт прийняття інвестиційних рішень.

1.5. Валютний ринок

Однією з точок концентрації системних ризиків в Україні є валютна сфера. Формування валютних ризиків в Україні обумовлено активними процесами фінансової глобалізації, що веде до поширення

¹³ З кінця 2011 р. до кінця першої декади серпня 2012 р. НБУ продав майже 10 тис. інвестиційних монет на загальну суму 27,65 млн грн.

іноземних валют у внутрішньому грошовому обігу, припливу іноземних капіталів та нарощування зовнішніх боргів державним, корпоративним і фінансовим секторами економіки. Відкритість вітчизняної економіки визначає потужний вплив курсових коливань майже на всі сфери економіки. За цих обставин стан валютного ринку стає одним із індикаторів фінансової стабільності в Україні і джерел поширення системного ризику.

У післякризовий період офіційний курс гривні був майже незмінним, зокрема за 2012 р. національна валюта девальвувала на 0,04 %. Стан валютного ринку був збалансованим, за винятком окремих епізодичних сплесків попиту на валюту¹⁴. Так, 4 вересня 2012 р. на валютному міжбанку до середини сесії торги фактично зупинилися (на рівні 8,1420–8,1520 грн/дол. США) через відсутність пропозиції з продажу валюти – НБУ з інтервенціями не виходив. До кінця торгів котирування гривні на міжбанку знизилися на понад дворічний мінімум, і ринок закотився на 8,19–8,21 грн/дол. США. У наступні два дні ситуація поступово стабілізувалася – гривня зміцнилася і котирування досягли 8,1185/8,1265 грн/дол. США. Чинниками сплеску попиту на валютному ринку НБУ назвав збільшення залишків в коррахунках комбанків у спосіб проведення НБУ тендеру з підтримки ліквідності майже на 4 млрд грн строком на один рік, а також страйком німецьких авіаліній, літаками яких завозиться в Україну безготівкова валюта.

Девальваційний тиск на курс гривні пов'язаний із незбалансованістю активів та пасивів у іноземній валюті і окремих фінансових та нефінансових установ і організацій, і економічної системи загалом,

¹⁴ Наприклад, стрибок чистого попиту на іноземну валюту у вересні 2011 р. та 2012 р. в умовах другої хвилі кризи, очікування дефолту США, наближення розпаду зони євро, а також публічних песимістичних заяв міжнародних фінансових інститутів. У 2011 р. місячний обсяг попиту на валюту досягнув 2,1 млрд дол. США (в еквіваленті), хоча ще в серпні він становив 0,8 млрд дол. США. Для стримування попиту на готівкову валюту НБУ ухвалив Постанову «Про затвердження змін в Інструкції про порядок організації та здійснення валютно-обмінних операцій на території України» від 28.09.2011 р. № 278. НБУ зобов'язав фінансові установи під час здійснення валютно-обмінних операцій установлювати резидентність клієнта, його прізвище, ім'я, по батькові за допомогою документа, що засвідчує особу (для цього робиться ксерокопія, у випадку з паспортом – першої сторінки). Цим самим документом НБУ підвищив ліміт продажу валюти для фізичних осіб «в одні руки» в одному банку за один день із 80 тис. грн до 150 тис. грн (в еквіваленті). Також визначено, що якщо обсяг угоди становить 50–150 тис. грн, має відбуватися повна ідентифікація, у т.ч. з установленням серії та номера паспорта (іншого документа, що засвідчує особу), дати й органу його видачі, місця проживання (реєстрації), номера облікової картки платника податків (за наявності).

високими інфляційно-девальваційними очікуваннями населення, негативним сальдо торговельного балансу, активним гасінням зовнішніх боргів банківським і державним секторами економіки, девальвацією валют країн-сусідів¹⁵. Таким чином, курсову динаміку гривні визначає сукупність чинників, з-поміж яких важливу роль відіграють зовнішній попит на традиційні групи українського експорту, обсяги надходжень іноземних інвестицій, зовнішніх запозичень, а також платежів за зовнішніми борговими зобов'язаннями.

З початку 2012 р. надходження іноземної валюти від нерезидентів стало перевищувати перекази на їхню користь. Так, за 10 місяців 2012 р. нетто-надходження іноземної валюти на користь резидентів перевищили 10,3 млрд дол. США (в еквіваленті). Разом з цим обсяг операцій на міжбанківському валютному ринку за цей час істотно збільшився – у 1,6 раза відносно відповідного періоду 2011 р. Попит на безготівкову іноземну валюту збільшився на 64,5 %, тоді як її пропозиція зросла лише на 61,9 %. Зростання обсягу операцій та збільшення попиту було зумовлено, з-поміж іншого, лібералізацією валютного ринку, здійсненою відповідно до умов програми «Стенд-бай».

Упродовж 2012 р. динаміка світових цін на металургійну та хімічну продукцію була мінливою, а зовнішній попит на ці групи товарів був переважно слабким. Крім того, протягом року Україною було проведено декілька значних виплат з погашення та обслуговування державного та гарантованого державою боргу. Водночас нових кредитів від міжнародних фінансових організацій Україною не було отримано.

Наведене позначалося на стані валютного ринку України, знайшовши прояв у нерівномірній динаміці показників попиту та пропозиції. В умовах більш-менш прийнятної кон'юнктури ринків українського експорту поліпшувалися показники платіжного балансу. Якщо в січні-лютому зведене сальдо платіжного балансу було від'ємним, то в березні-травні фіксувався його зростаючий профіцит. У цей період переважно домінували позитивні очікування, підтвердженням чому виступало надання вкладниками банків переваги депозитам у національній валюті. Так, у січні-травні зростання депозитів населення у гривні відбувалося вищими темпами (12,5 %) порівняно з депозитами в іноземній валюті (4,4 %). Зазначене відповідним чином

¹⁵ За останні три роки Польща девальвувала свій злотий на 0,9 %. Молдавський лей девальвував на 0,6 %, російський рубль – на 3,2 %. При цьому в Румунії курс національної валюти щодо долара США не змінився. Ревальвація відбулася в Білорусі на 2,5 %, Угорщині – на 1,65 %, Туреччині – на 1,1 %.

відображалося і на ситуації на валютному ринку України. Зокрема, переважання попиту на іноземну валюту над її пропозицією, яке спостерігалося на міжбанківському валютному ринку в січні, відчутно зменшилося в лютому та березні, змінившись у квітні-травні на чисту валютну пропозицію. Це надало можливість Національному банку купувати валюту для поповнення міжнародних резервів.

У II половині 2012 р. зовнішні умови функціонування економіки України ускладнилися. Через несприятливу ситуацію для українських експортерів на зовнішніх ринках погіршувалися показники поточного рахунку платіжного балансу. Унаслідок посилення нестабільності на світових фінансових ринках та дії сезонних чинників погіршувалися ринкові очікування в Україні, що, зокрема, знаходило вияв у зміні структури приросту депозитів. Так, за червень-жовтень 2012 р. обсяг депозитів фізичних осіб у національній валюті знизився на 0,8 %, тоді як в іноземній зріс на 13,1 %. Як наслідок, у літні місяці 2012 р. на валютному ринку не відчувалося сезонного уповільнення активності – обсяг операцій збільшився порівняно не лише з попередніми місяцями, а й з відповідними періодами 2011 р. Попит на безготівкову іноземну валюту зростає, що було зумовлено здійсненням пікових виплат із погашення та обслуговування зовнішнього боргу в червні, а також впливом негативних зовнішніх чинників та ринкових очікувань, підживлюваних погіршенням прогнозів розвитку економік Євросони та країн з ринками, що розвиваються. Лише в серпні завдяки збільшенню нетто-надходжень іноземної валюти в країну сформувалася чиста пропозиція іноземної валюти. Сальдо інтервенцій Національного банку в цьому місяці було позитивним і становило 435,9 млн дол. США. Починаючи з вересня, чистий приплив іноземної валюти у країну почав зменшуватися, і у жовтні скоротився у 2,8 раза порівняно з відповідним періодом 2011 р., що у поєднанні із сезонним підвищенням попиту на іноземну валюту і з боку населення, і суб'єктів господарювання спричинило формування чистого валютного попиту на обох сегментах валютного ринку.

Характерним виявом девальваційних очікувань населення в Україні є активізація і попиту на готівкову валюту, і внутрішнього споживчого попиту. У червні 2012 р. індекс «доцільності робити великі покупки» підвищився на 1,3 пункти до значення 85,8, за погіршення споживчих настроїв українців на 1,1 пункту до 84,1¹⁶. Проте уже

¹⁶ *Споживчі* настрої в Україні, червень 2012: погіршення на 1,1 п. до 84,1 / GfK Ukraine [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.gfk.ua/public_relations/press/press_articles/010075/index.ua.html

в серпні 2012 р. індекс «доцільності робити великі покупки» знизився на 0,8 пункту до значення 77,5, а індекс споживчих настроїв (ICN) поліпшився на 5,6 пункту до значення 86,7. Тож за підсумками 2012 р. в Україні зафіксовано один з найвищий з-поміж країн СНД показників приросту роздрібних продажів – на 13,7 %. Споживчий попит хоча і відтягує частину гривневих заощаджень українців з валютного ринку, проте провокує приплив імпорту, що посилює девальваційний тиск. Таким чином, інфляційно-девальваційні очікування українців матеріалізуються в негативному сальдо торговельного балансу.

Загалом, у 2012 р. темп зростання попиту на безготівкову іноземну валюту (на 64,5 %) перевищив темп зростання пропозиції (на 61,9 %), а обсяг операцій на міжбанківському валютному ринку за цей час збільшився в 1,6 раза відносно відповідного періоду 2011 р. На готівковому сегменті валютного ринку за 10 місяців 2012 р. попит з боку населення знизився на 21,6 %, а пропозиція – на 22,8 % відносно відповідного періоду 2011 р. Так, з початку року чистий попит на готівкову іноземну валюту становив 10,2 млрд дол. США (в еквіваленті), що на 24,5 % менше, ніж у відповідному періоді 2011 р.

Упродовж січня-жовтня унаслідок коливань попиту та пропозиції іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку НБУ здійснював операції і з її продажу, і з купівлі. Утім, частка операцій НБУ в загальному обсязі міжбанківського валютного ринку була значно меншою (3,1 %), ніж у відповідному періоді 2011 р. (7,8 %). Обмежуючи свою присутність на ринку, НБУ переважно проводив інтервенції для поповнення і диверсифікації міжнародних резервів, запобігання різким ситуативним курсовим коливанням гривні, збереження її прогнозованої динаміки для забезпечення виконання інфляційних орієнтирів.

За 2011–2012 рр. сальдо валютних інтервенцій НБУ на міжбанківському валютному ринку становило майже «мінус» 13,0 млрд дол. США, ураховуючи підтримку зовнішніх розрахунків НАК «Нафтогаз України» за імпорт природного газу, а сальдо купівлі-продажу готівкової валюти населенню – «мінус» 27,3 млрд дол. США. У результаті за даними НБУ щодо стану платіжного балансу приріст готівкової валюти поза банківською системою за 2012 р. сягнув 8,8 млрд дол. США (11,4 млрд дол. США у 2011 р.). Згідно з інформацією, представленою в розрахунку міжнародної інвестиційної позиції України на середину 2012 р., у нашій країні в обороті перебуває близько 80 млрд дол. США та іншої іноземної валюти, тоді як ще у 2008 р. – 38 млрд дол. США. Ця валюта використовується для роз-

рахунків у тіньовому секторі економіки та збереження заощаджень населення.

Від'ємні валютні інтервенції НБУ поступово виснажують міжнародні резерви НБУ: за 2011–2012 рр. вони зменшилися на 10,0 млрд дол. США, що відображає хронічну незбалансованість пропозиції та попиту на іноземну валюту в Україні. Ситуація не поліпшилася навіть за рахунок Євро–2012 – у червні 2012 р. міжнародні резерви скоротилися на 1,44 млрд дол. США.

Таким чином, рівень девальваційного тиску на гривню визначають: від'ємна чиста зовнішня позиція економіки України, яка на 01.10.2012 р. становила майже 54,4 млрд дол. США, різні темпи приросту номінального та реального курсу гривні (рис. 7), дефіцит платіжного балансу (негативне сальдо рахунку поточних операцій збільшилося у 2010–2012 рр. з 2 до 8 % від ВВП), частка валютних інтервенцій НБУ в обсязі операцій на міжбанківському валютному ринку України (якщо у січні-травні 2012 р. ця величина була меншою 1 %, то у червні-жовтні постійно зростала з 1,7, 2,6 до 3,2–3,6 % в осінні місяці).

З огляду на зазначені обставини міжнародна рейтингова агенція *Fitch Ratings*¹⁷ наприкінці літа 2012 р. прогнозувала, що до кінця 2012 р. вітчизняна валюта девальвує на 10 % до 8,8 грн / дол. США. За прогнозами *Goldman Sachs*, оптимальною величиною для закриття дефіциту поточного рахунку та послаблення тиску на платіжний баланс була б девальвація у 30 %. У кварталному звіті *Ukrainian Economic Trends Forecast* на IV кв. 2012 р. аналітичної групи *Da Vinci AG* зазначено, що максимальна вартість долара США до кінця 2012 р. не перевищить 8,4–8,45 грн за негативного сценарію розвитку подій. Погіршення прогнозу можливе лише у випадку подальшого погіршення світової кон'юнктури для вітчизняного експорту та зростання бюджетного дефіциту¹⁸.

«Спусковим гачком» девальвації могли б стати і зовнішні чинники (криза на світових ринках капіталу, проблеми з ліквідністю і виведення капіталу іноземними банками, негативна кон'юнктура зовнішніх ринків), і внутрішні (зростання емісії гривні, бюджетна криза, панічні очікування населення, спекулятивні настрої).

¹⁷ *Fitch Ratings* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.fitchratings.com/jsp/creditedesk/ProductsAndServices.faces?context=2&detail=33>

¹⁸ Аналітики: курс гривні к концу года просядет не ниже 8,45 за доллар / Аналітичеськая група *Da Vinci AG* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ru.davinci.org.ua/news.php?new=448&offset=>

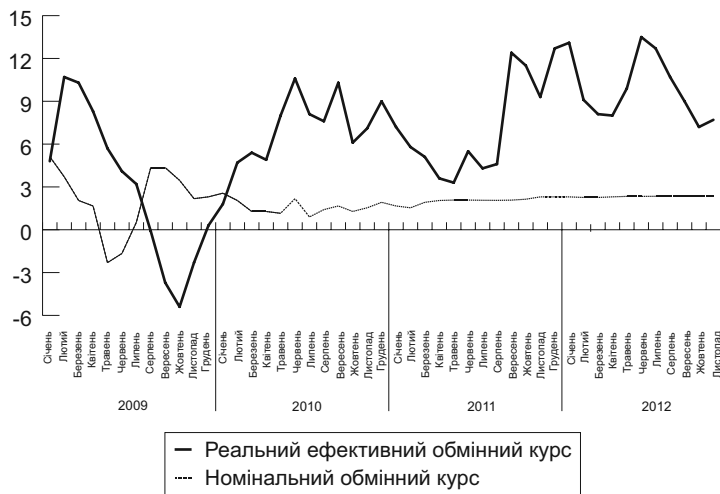


Рис. 7. Динаміка реального ефективного та номінального курсу у 2009–2012 рр. (наростаючим підсумком до грудня 2008 р.)

Для мінімізації валютних ризиків і врівноваження готівкового і безготівкового валютного ринку в Україні у грудні 2011 р. Міністерство фінансів випустило такий фінансовий інструмент, як валютні ОВДП¹⁹, дохідність яких становила 8,9 % річних, термін обігу – 1–3 роки. Використання валютних ОВДП дозволяє населенню та банкам прибутково інвестувати валютні заощадження, створює конкуренцію банківським депозитам, сприяє розвитку фондового ринку, послаблює тиск на платіжний баланс, подовжує терміни і знижує вартість боргового фінансування уряду. Проте як інструмент макрофінансової стабілізації та вирішення проблем бюджету валютні боргові інструменти є ефективними лише у період курсової стабільності. У довгостроковому періоді валютні ОВДП формують канал перетворення фіскальних ризиків на валютні, що може вкрай

¹⁹ За даними НБУ, з початку 2012 р. надходження від розміщення на первинних аукціонах ОВДП, деномінованих в іноземній валюті, становили 279 млн дол. США. Привабливість валютних ОВДП забезпечує їх вища порівняно з валютними депозитами середньозважена дохідність – 9,27 % річних. Купувати валютні ОВДП можуть і юридичні, і фізичні особи, а за необхідності валютні ОВДП можуть бути і як застава за кредитом. Фізичні особи звільнені від сплати податку з відсотків, що нараховуються на валютні ОВДП, а на весь випуск валютних ОВДП діє повна стовідсоткова державна гарантія.

негативно позначитися на міжнародних резервах НБУ та вплинути на стан фінансової системи загалом.

У межах підготовки до негативного сценарію розгортання подій на валютному ринку НБУ та Уряд також активно опікуються розширенням джерел наповнення золотовалютних резервів і зниженням доларизації у спосіб створення правових засад для обмеження використання на території України іноземної валюти як міри вартості²⁰.

З огляду на ризики, пов'язані з посиленням напруження на фінансових ринках у разі реалізації негативних зовнішніх сценаріїв, вчасним кроком було надання Національному банку України додаткових інструментів впливу на валютний ринок, що посилило його спроможність ефективно виконувати свої функції. **У листопаді 2012 р. набрав чинності Закон «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо розширення інструментів впливу на грошово-кредитний ринок».** Цим Законом за НБУ закріплено право тимчасово (до 6 місяців) вводити (з подальшим скасуванням після стабілізації ситуації на внутрішньому валютному ринку та врівноваження платіжного балансу України) норму обов'язкового продажу частини надходжень у іноземній валюті в розмірі до 100 %. Також НБУ отримав право тимчасово змінювати порядок розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів. Отже, 19.11.2012 р. НБУ скористався передбаченим законодавством правом і ввів обов'язковий продаж 50 % валютної виручки експортерів. За інформацією НБУ, залишки на зарубіжних коррахунках українських банків становлять близько 8,5 млрд дол. США, які не працюють на економіку України. Тому зазначена норма забезпечить щомісячний приплив на внутрішній ринок 4–6 млрд дол. США.

Зменшено терміни розрахунку за зовнішньоекономічними контрактами від 180 до 90 днів²¹ та зобов'язано конвертувати у гривню ва-

²⁰ Закон України «Про внесення зміни до статті 8 Закону України «Про рекламу» щодо встановлення заборони зазначення ціни товарів, робіт та послуг не в грошовій одиниці України» від 8.11.2012 р. № 11121 розроблено на виконання пункту 17.2 Національного плану дій на 2012 р. щодо впровадження Програми економічних реформ на 2010–2014 роки. Постановою НБУ від 4.10.2012 р. № 402 передбачено здійснення Національним банком України валютних інтервенцій за єдиним курсом для згладжування значних коливань обмінного курсу гривні – «відповідно до ситуації на валютному ринку України». У документі також йдеться про можливість проведення адресних інтервенцій і в разі виникнення термінової необхідності загальнодержавного значення.

²¹ Про зміну строків розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів і запровадження обов'язкового продажу надходжень в іноземній валюті : постанова НБУ від 16.11.2012 р. № 475 // Урядовий кур'єр. – 2012. – № 212. – 17 листопада.

лютні перекази на користь фізичних осіб на суму 150 тис. грн (в еквіваленті²²) і більше²³.

Також до ВР було внесено, а потім відкладено на невизначений термін Законопроект «Про внесення змін до деяких Законів України щодо операцій з іноземною валютою» № 11433, яким пропонувалося запровадити 15 % збір до Пенсійного фонду України з суми операцій з продажу готівкової валюти. Термін набуття чинності закону встановлювався спочатку на 60 днів, а потім – 180 днів. Попри те, що законопроект було відкликано, інформаційна інтервенція також спрацювала на користь послаблення зацікавленості фізичних осіб купувати та тримати готівкову валюту.

Зазначені заходи спрямовані на підтримання пропозиції іноземної валюти у спосіб підвищення спроможності НБУ контролювати кон'юнктуру валютного ринку, що вкрай необхідно для збереження валютної стабільності у кризовий період. Разом з тим необхідно зважати і на високу імовірність прояву негативних наслідків зазначених законодавчих змін, зокрема застосування корупційних схем ухилення експортерів від продажу валюти для мінімізації курсових різниць, поширення негативних інформаційних сигналів, оскільки запровадження вимоги щодо обов'язкового продажу частини валютної виручки означатиме, що ситуація на валютному ринку істотно погіршилася.

Системну проблему доларизації економіки України та девальвації її валюти неможливо вирішити у спосіб виключно адміністративних заходів, покликаних ускладнити реалізацію права власності на валютні цінності. Короткостроковий позитивний ефект зміниться стійкими викривленнями на валютному ринку і результативними диспропорціями розміщення ресурсів і структури економічної системи, виправлення яких вимагатиме тривалого часу та значних коштів.

1.6. Фондовий ринок

У післякризовий період у розвитку фондового ринку України домінували низхідні тенденції, що значною мірою формувалися під впли-

²² За оцінками експертів, понад 90 % грошових переказів українців, які працюють за кордоном, не перевищує суми, еквівалентної 150 тис. грн на місяць, що приблизно становить 18 тис. дол. США. Якщо громадянин вирішив зняти долари, він у цей самий момент повинен їх продати. Якщо він їх не продасть, а вирішить продати через 5–10 днів, він підпадає під необхідність сплатити пенсійний збір.

²³ *Про порядок* виплати переказів із-за кордону фізичним особам : постанова НБУ від 16.11.2012 р. № 476 // Урядовий кур'єр. – 2012. – № 212. – 17 листопада.

вом світових тенденцій. Основними проблемами, які загрожували стабільному розвитку світового фондового ринку, були такі:

- техногенна катастрофа на атомній станції в Японії;
- проблема підвищення максимального порогу державних запозичень у США і, як наслідок, загрози кредитному рейтингові країни;
- боргова криза у Єврозоні; падіння темпів економічного зростання та інфляції в Китаї.

За результатами трьох кварталів 2012 р. більшість ринків акцій світу зафіксували падіння. Зростання вдалося досягти індексам американських акцій *S&P500*, *DJI*, *NASDAQ*, індексу японських акцій *NIKKEI225*, індексу російських акцій *RTS*, індексу німецьких акцій *DAX*.

Незважаючи на несприятливу зовнішню кон'юнктуру, вітчизняний фондовий ринок у 2011 р. демонстрував позитивну динаміку. Так, обсяг торгів на ринку цінних паперів зріс у 1,5 раза порівняно з 2010 р. і становив 2171,1 млрд грн, перевищивши, таким чином, обсяг ВВП країни в 1,6 раза. Протягом січня-листопада 2012 р. обсяг біржових контрактів (договорів) з цінними паперами на організаторах торгівлі становив 229,7 млрд грн (рис. 8).

Свідченням динамічного розвитку біржового фондового ринку України стала поява нових фінансових інструментів торгівлі. Так, після відкриття на «Українській біржі» секції термінового ринку сума контрактів з деривативами помітно зросла (з 3,6 млрд грн у 2010 р. до 23,6 млрд грн у 2011 р.). Це свідчить про більш активне використання інвесторами можливостей хеджування ризиків за допомогою цих фінансових інструментів.

Обсяг торгів ОВДП корпоративними облігаціями, акціями та муніципальними цінними паперами порівняно з аналогічним періодом 2011 р. дещо збільшився і становив 89,5 млрд грн (у 2011 р. – 88,9 млрд грн). Загалом, динаміка і структура торгів за фінансовими інструментами на організаторах торгівлі протягом 2012 р. була такою²⁴:

- обсяг торгів ОВДП зменшився на 3,5 % і становив 73,6 млрд грн (у 2011 р. – 76,3 млрд грн);
- обсяг торгів корпоративними облігаціями збільшився на 27,4 % і становив 13,4 млрд грн (у 2011 р. – 10,5 млрд грн);
- обсяг торгів акціями зменшився на 4,9 % і становив 1,8 млрд грн (у 2011 р. – 1,9 млрд грн);

²⁴ Загальний огляд фондового ринку України за 2012 рік / Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=125759>

• обсяг торгів муніципальними цінними паперами збільшився у 4,4 раза і становив 601,2 млн грн (у 2011 р. – 136,5 млн грн).

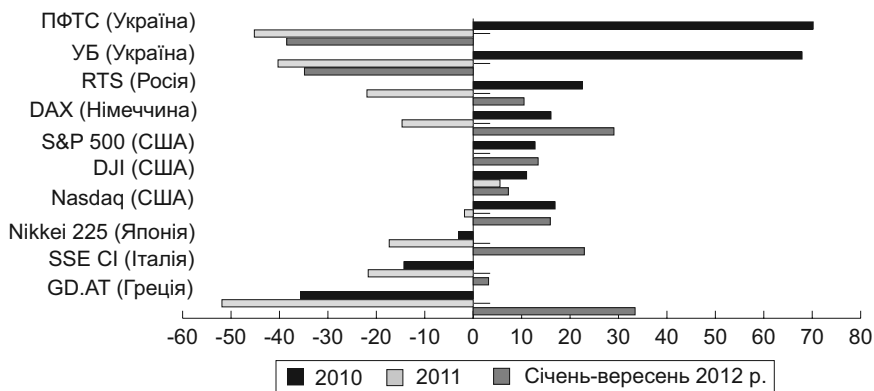


Рис. 8. Динаміка фондових індексів національних ринків окремих країн у 2010–2012 рр., %

Джерело: Огляд світових фондових ринків за вересень 2012 р. / Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=120052>

Таким чином, у 2012 р. в обсягах торгів домінують угоди з державними цінними паперами, така ситуація відповідає загальносвітовим тенденціям: у період кризи, коли особливо зріс попит на низькоризиковані надійні цінні папери, якими є державні. Разом з тим розміщення ОВДП було важливим джерелом наповнення бюджету України. Аналіз обігу цінних паперів на Фондовій біржі ПФТС свідчить про те, що в січні-листопаді 2012 р. найбільша частка операцій припадала на державні облігації (рис. 9). Їхня частка в загальних торгах Фондової біржі ПФТС становила 83,3 %. Ринок корпоративних облігацій посів друге місце (14,2 %). Частка ринку акцій становила 1,7 % від загальних торгів, ринку муніципальних облігацій – 0,6 %.

Таким чином, вартість фінансування потреб держави зростає, а відтягування фінансових ресурсів у державний сектор економіки посилювало вплив стану бюджету і на фондовий ринок, і на стан інвестиційної діяльності загалом.

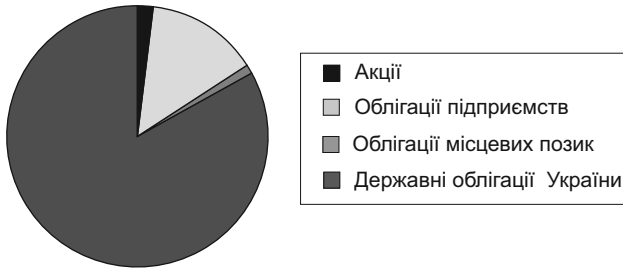


Рис. 9. Розподіл операцій на ПФТС за видами цінних паперів у січні-листопаді 2012 р., %

Джерело: Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України протягом січня-грудня 2012 р. / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/62/1356604677.pdf

За активізації торгів із державними цінними паперами корпоративні цінні папери втрачали привабливість. За результатами 2012 р. індекс Фондової біржі ПФТС, що відображає коливання цін на акції найпривабливіших підприємств, зменшився порівняно з початком року на 205,74 пункту, або на 38,5 %, і станом на 01.01.2013 р. становив 328,69 пункту (рис. 10).

Фактично протягом 2011–2012 рр. інвестори ігнорували абсолютно всі передумови зовнішніх майданчиків до зростання, реагуючи на ці рухи стабільним спрямуванням униз. Це засвідчує, що у кризовий і післякризовий періоди фондовий ринок України втратив значну кількість дрібних та середніх спекулянтів, залишилися лише гравці з великим досвідом та обережним ставленням до ризиків.

Таким чином, для суттєвого зниження вразливості фінансового сектору України до дії зовнішніх шоків необхідне подальше здійснення кроків щодо якісного оновлення засад його функціонування. Фактично на сьогодні фінансовий сектор недостатньо ефективно виконує завдання фінансового забезпечення стабільного економічного розвитку, що становить головний фундаментальний ризик для грошової та фінансової стабільності. Це знаходить вияв у такому:

- неспроможність у необхідних обсягах акумулювати фінансові ресурси прийнятної вартості й потрібної строковості. Особливо це стосується акумулювання ресурсів на внутрішньому ринку;

• нездатність здійснити перерозподіл наявних фінансових ресурсів на пріоритетні потреби економічного розвитку. Унаслідок цього значна частина ресурсів, які все-таки вдається акумулювати, використовується непродуктивно.

Зважаючи на це, НБУ послідовно вживав заходів, спрямованих на сприяння Уряду в розвитку фінансового ринку, зокрема його фондового сегмента.

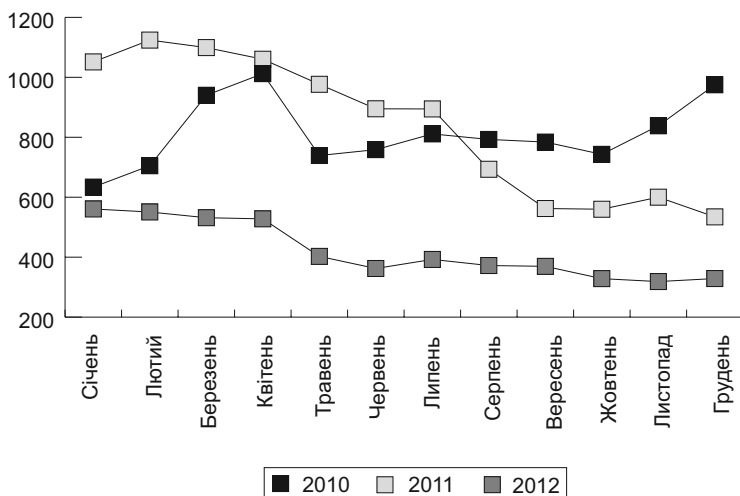


Рис. 10. Зміна індексу ПФТС у 2010–2012 рр., пункти

Джерело: Статистичний бюлетень / Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua>

Суттєвим кроком щодо розбудови фондового ринку стало ухвалення стратегічного для фондового ринку Закону України «Про депозитарну систему України» від 6 липня 2012 р. № 5178-VI, положення якого спрямовані на створення розвиненої та прозорої депозитарної та розрахункової систем в Україні.

Основними завданнями цього Закону є створення централізованої депозитарної системи в Україні, уніфікація принципів і порядку здійснення операцій учасниками депозитарної системи та взаємодії між ними.

Головними перевагами нової інфраструктури депозитарної та розрахункової системи, створення якої передбачено Законом, є:

- централізація депозитарного обслуговування цінних паперів та усунення наявних недоліків у системі обліку прав власності на цінні папери;

- запровадження уніфікованих чітких і прозорих механізмів здійснення розрахунків за правочинами щодо цінних паперів;

- розв'язання проблем корпоративних конфліктів, пов'язаних із веденням реєстру власників іменних цінних паперів (розв'язання проблем подвійних реєстрів та рейдерських атак);

- створення базових норм для удосконалення біржової торгівлі, а також розвитку фінансових і товарних деривативів.

Разом з цим участь НБУ в розбудові вітчизняної депозитарної системи, зокрема представництво держави в діючих депозитаріях, сприяє підвищенню довіри інвесторів до фінансових інструментів, що перебувають на депозитарному обслуговуванні, та, відповідно, створення мотивації для збільшення обігу цих інструментів на фінансових ринках.

Потужним імпульсом для збільшення місткості та ліквідності вітчизняного фондового ринку може стати подальший розвиток одного з найбільших його сегментів – ринку державних цінних паперів.

З огляду на це зусилля Уряду за відповідної підтримки НБУ спрямовувалися на збільшення зацікавленості широкого кола інвесторів до роботи з інструментами державного боргу.

Зокрема, Національний банк України значно поліпшив технічні аспекти укладання угод за операціями з ОВДП. Ідеться про нову редакцію Положення про депозитарну діяльність НБУ з державними цінними паперами. Такий документ забезпечує учасникам біржового ринку доступ до сучасних технологій, що базуються на нетингових розрахунках операцій купівлі-продажу цінних паперів, у т.ч. до інтернет-трейдингу.

Збільшення обсягів та розширення кола інвесторів значною мірою залежить від залучення до роботи фондового ринку населення. Його заощадження залишаються одним із вагомих внутрішніх резервів фінансування потреб розвитку економіки. Інвестування домогосподарствами коштів у внутрішні боргові зобов'язання держави дасть змогу мобілізувати внутрішні ресурси, необхідні для структурних перетворень, не ставлячи під загрозу зовнішню стійкість економіки.

Зважаючи на це, Міністерством фінансів України здійснено випуск боргових інструментів, призначених для інвестування фізичних осіб – казначейських зобов'язань на пред'явника в доларах США.

Водночас однією з причин низької активності громадян у питаннях купівлі ОВДП є низький рівень їх поінформованості щодо переваг вкладення коштів у ці інструменти, а також технічних аспектів вкладання коштів у державні облигації.

З огляду на це, НБУ спільно із Урядом останнім часом суттєво активізували свої зусилля щодо надання роз'яснень, а також методологічної допомоги банкам щодо організації роботи з громадянами, які мають бажання інвестувати кошти у внутрішні боргові зобов'язання держави.

Активна та свідома участь громадян у здійсненні інвестицій у фінансові інструменти неможлива без системної роботи, спрямованої на підвищення рівня їх фінансової грамотності. У зв'язку з цим особливого значення набуває подальша всебічна підтримка на всіх рівнях ініціативи НБУ щодо розроблення державної просвітницької програми, спрямованої на підвищення фінансової грамотності населення. Одним із її головних елементів має бути запровадження на рівні загальноосвітніх шкіл обов'язкового курсу «Фінансова грамотність» з метою надання учням необхідних знань та навичок раціональної та обачливої поведінки на ринку фінансових послуг.

1.7. Фіскальна політика: позитивний та негативний вплив на фінансовий сектор

У 2012 р. у системі державних фінансів позначилися тенденції до посилення дисбалансів на головних ланках, які матимуть негативний вплив на фінансову систему держави.

1. Темпи зростання доходів державного бюджету є нижчими запланованих. Зростання доходів Державного бюджету за 2012 р. становило 10 % порівняно з 2011 р. Попри те, що динаміка залишається позитивною, вона є нижчою від запланованої. Як наслідок, за 2012 р. зібрано лише 92,5 % коштів від плану (рис. 11).

Невиконання плану по доходах стимулює фіскальні органи до пошуку нових сегментів економіки, де можна додатково мобілізувати кошти. Одним із таких кроків є розроблення Закону «Про внесення змін до Податкового кодексу України щодо подальшого удосконалення адміністрування податків і зборів» (який було ухвалено в першому читанні)²⁵, що передбачає закріплення у Податковому кодексі права по-

²⁵ *Про внесення змін до Податкового кодексу України щодо подальшого удосконалення адміністрування податків і зборів* : закон України від 6.12.2012 р. № 5519-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/5519-17>

даткових органів здійснювати контроль над дотриманням суб'єктами зовнішньоекономічної діяльності вимог валютного законодавства, тоді як раніше це могли здійснювати НБУ та банки як агенти валютного контролю. Це надасть Міністерству доходів і зборів України право за результатами документарної перевірки стягувати пеню за прострочення платежів за експортно-імпортними операціями в розмірі 0,3 %.

Також цим Законом передбачено введення акцизного податку на операції з відчуження цінних паперів і операції з деривативами в розмірі 1,5 % від суми будь-якої операції з цінними паперами, які не перебувають у біржовому реєстрі, що збільшить податкове навантаження на ринок цінних паперів, оскільки за оцінкою податківців обсяг позабіржового ринку у 2011 р. становив близько 2,2 трлн грн, проте відрахування до бюджету від сплати податку на прибуток цією категорією платників становлять лише 152 млн грн²⁶. На переконання Міністерства доходів і зборів України, така новація дозволить ефективніше адмініструвати угоди на ринку і виявляти ті, які використовуються для «схем» виведення коштів.

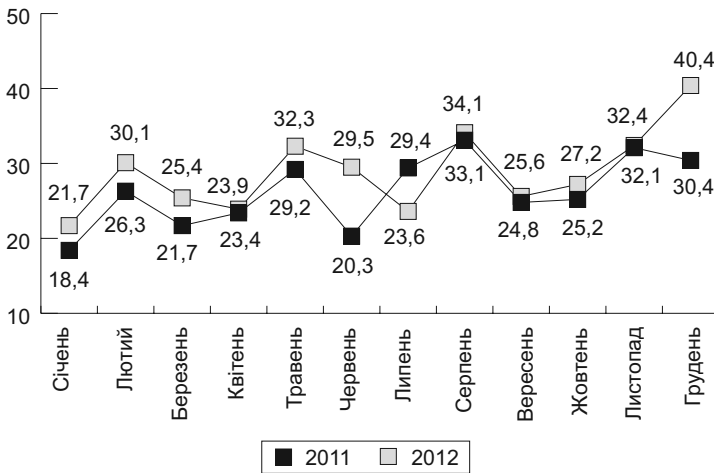


Рис. 11. Динаміка доходів Державного бюджету України у 2011–2012 рр., млрд грн

²⁶ Податківці вдруге напали на фондовий ринок [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.epravda.com.ua/publications/2012/10/16/339705/view_print/

Крім того, було підписано Конвенцію між Урядом України та Урядом Республіки Кіпр про уникнення подвійного оподаткування і запобігання податковим ухиленням стосовно податків на доходи та майно, що послабить «схеми» виведення капіталу з України та збільшить податкові надходження до бюджету (за оцінкою Міністерства фінансів України на 1 млрд грн щорічно²⁷) за рахунок запровадження ставок оподаткування дивідендів, процентів, роялті та відчуження майна.

2. Зростає дефіцит бюджету, відповідно посилюється активність уряду на борговому ринку. Значне перевищення дефіциту Державного бюджету (удвічі) відбулося ще у II кв. 2012 р. та за 2012 р. дефіцит досяг 35,4 млрд грн і збільшився порівняно з 2011 р. понад удвічі (рис. 12). Розростання дефіциту бюджету закладає ризики для стабільності національної валюти, що матиме негативні наслідки для всієї фінансової системи.

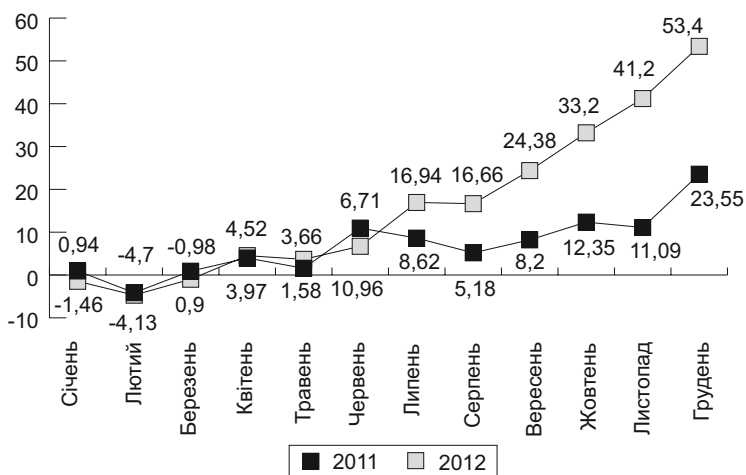


Рис. 12. Дефіцит Державного бюджету України у 2011–2012 рр. (кумулятивно)

²⁷ Україна і Кіпр домовилися про уникнення подвійного оподаткування [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.epravda.com.ua/news/2012/11/8/343153/>

3. Збільшуються обсяги латентного емісійного фінансування дефіциту бюджету. Протягом останніх років в Україні набув поширення механізм прихованого фінансування дефіциту державного бюджету, який передбачає купівлю Національним банком України ОВДП, які були попередньо розміщені Міністерством фінансів України (рис. 13).

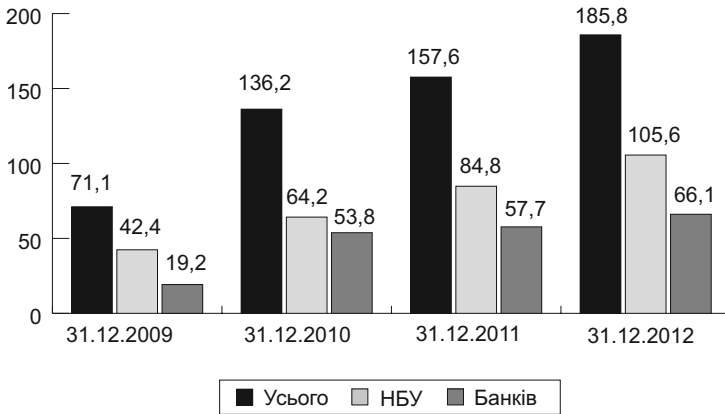


Рис. 13. Динаміка ОВДП у портфелі НБУ і комерційних банків у 2009–2012 рр., млрд грн

На кінець 2012 р. портфель ОВДП Національного банку України становив 105,6 млрд грн та 56,8 % від сумарного обсягу ОВДП в обігу (у 2011 р. – 53,8 %) ²⁸. З початку 2012 р. приріст портфеля становив 20,8 млрд грн. Порівняно з 2011 р. зростання відбулося на 25 %, тоді як за відповідний період 2011 р. відносно 2010 р. – на 32 %. Такий механізм фінансування дефіциту бюджету має вплив на обсяг грошової маси та за високого рівня дефіциту бюджету відносно ВВП надмірне фінансування за рахунок емісії призводить до посилення тиску на цінову та валютну стабільність.

4. Зростання державного боргу. За 2012 р. державний борг збільшився на 42,4 млрд грн (9 %) та досяг 515,5 млрд грн. Це відбулося за рахунок зростання внутрішнього боргу на 19 %, який таким чином досяг 206,5 млрд грн, тоді як зовнішній борг збільшився на 3 % і становив 115,5 млрд грн.

²⁸ *Фінансові ринки* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44580

на 31.12.2012 р. становив 309,0 млрд грн. З початку 2012 р. частка зовнішнього боргу України знизилася з 63,3 до 59,9 %, що свідчить про орієнтацію уряду на внутрішні боргові ринки (рис. 14).

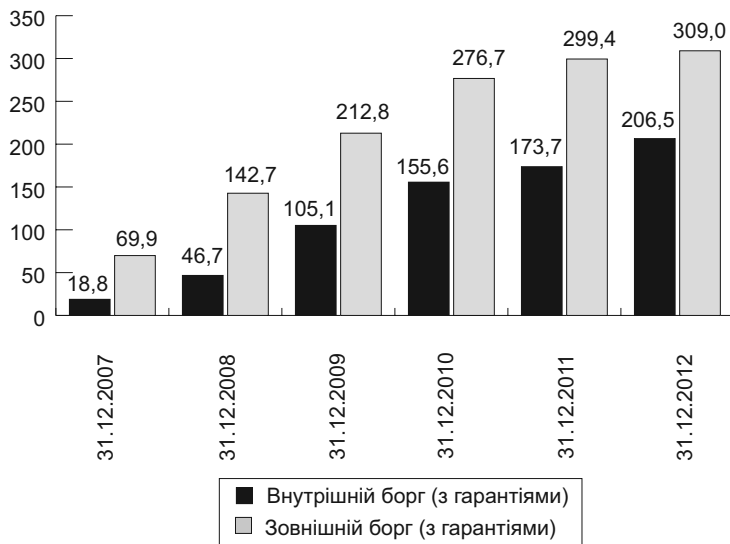


Рис. 14. Державний та гарантований державою борг України, млрд грн

Зростання державного боргу збільшує витрати наступних бюджетів на їх обслуговування і погашення та, відповідно, звужує фінансові можливості уряду.

5. Активізація уряду на внутрішньому борговому ринку формує ефект заміщення. В умовах розширення пропозиції ОВДП, які є відносно менш ризикованими активами (виплати за цими облігаціями гарантуються державою), банківська система переорієнтовує вкладення з кредитування в державні цінні папери. За даними НБУ, за 2012 р. приріст ОВДП у портфелі банків становив 8,3 млрд грн. Зокрема, Ощадбанк та Укрексімбанк у вересні 2012 р. купили ОВДП на понад 600 млн грн кожний²⁹. На кінець 2012 р. ОВДП у портфе-

²⁹ Два держбанки є лідерами зі скупки ОВДП [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.epravda.com.ua/news/2012/11/19/345095/>

лі банків становили 66,1 млрд грн, що більше порівняно з 2011 р. на 14 %. Частка банків у сумарному портфелі ОВДП в обігу становила 35,6 %, а у 2011 р. – 36,6 % (див. рис. 13)³⁰.

Таким чином, тенденції в системі державних фінансів у 2012 р., а особливо у його другій половині, здебільшого здійснюють негативний вплив на фінансову систему країни загалом. Вони посилюють тиск на валютну і цінову стабільність та зміщують пріоритети діяльності банківської системи.

1.8. Зовнішні чинники розвитку фінансового сектору

Потужність впливу зовнішніх чинників на розвиток фінансового сектору України визначається досить високим рівнем його відкритості, що відбивається на стані вітчизняного платіжного балансу.

У 2012 р. економіки розвинених країн продовжували балансувати на межі спаду, вражені чотирма основними проблемами, які взаємно підсилювали негативні тренди: суверенні боргові кризи, слабкий банківський сектор, низький сукупний попит (унаслідок зростання безробіття та жорстких заходів бюджетної економії), а також неефективна інституційна політика. Основні країни – торговельні партнери України в ЄС демонструють негативну динаміку ВВП в 2012 р. (Італія, Іспанія, Угорщина) чи сповільнення економічного зростання (Німеччина, Польща). За підсумками 2012 р. сумарний ВВП країн ЄС у річному вимірі зменшився на 0,3 %.

Невизначеність щодо перспектив вирішення боргової кризи в ЄС, зокрема в Єврозоні – одна із головних проблем, які перешкоджають стабільному відновленню зростання в регіоні та світі. Гальмування європейської економіки спричиняє негативний вплив на темпи зростання більшості країн світу, зокрема США.

Гальмування зростання в розвинених країнах уповільнює темпи зростання країн, що розвиваються. Значне сповільнення зростання ВВП у 2012 р. у річному вимірі відбулося в азійських країнах – торговельних партнерах України: у Китаї до 7,8 з 9,3 %, у Туреччині до 2,6 з 9,4 % (за підсумками січня-вересня), в Індії – до 4,0 з 6,8 %.

Серед найбільших торговельних партнерів лише Російська Федерація продемонструвала відносно стійке зростання ВВП – 3,4 % у 2012 р. порівняно з 4,3 % у 2011 р.

³⁰ *Фінансові ринки* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44580

Депресивність світової економіки обумовила зниження попиту на міжнародних ринках основної експортної продукції України, умови торгівлі додатково погіршилися внаслідок протекціонізму в країнах – торговельних партнерах.

Протягом останніх трьох років платіжний баланс України був більшою мірою негативним, ніж позитивним. Фінансово-економічна криза та спад ділової активності призвели до стабільно негативних показників протягом 2009 р., водночас поживалення на світових ринках, а отже, і ознаки завершення кризи сприяли досягненню профіциту платіжного балансу у квітні 2010 р. Ця ситуація тривала до вересня 2010 р., після чого знову розпочалася дестабілізація показників платіжного балансу (рис. 15).

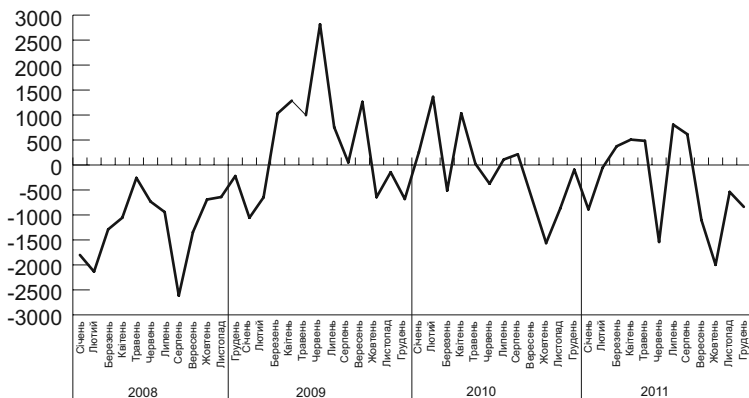


Рис. 15. Щомісячні показники зведеного платіжного балансу у 2009–2012 рр., млн дол. США

Джерело: за даними НБУ

За попередніми даними НБУ, у 2012 р. склалося від’ємне сальдо платіжного балансу в розмірі 4,2 млрд дол. США. Така ситуація була обумовлена зростанням дефіциту торговельного балансу до 14,3 млрд дол. США.

Загалом, за даними НБУ при зростанні експорту товарів у 2012 р. лише на 0,5 % відбувалося більш швидке зростання імпорту товарів, який за цей період збільшився на 5,3 % порівняно з 2011 р. (рис. 16). Така ситуація призводить до інтенсифікації зовнішніх чинників впли-

ву на стійкість економічного зростання та спроможність економіки України утримувати фінансову стійкість на найближчу перспективу.

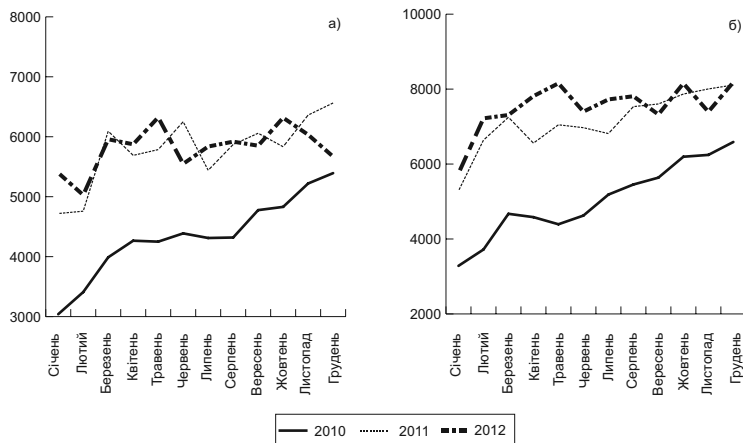


Рис. 16. Щомісячні обсяги експорту (а) та імпорту (б) товарів України у 2010–2012 рр., млн дол. США

Наслідком переважаючої висхідної динаміки зростання імпорту товарів до України порівняно з експортом товарів з України стало суттєве зростання негативного зовнішньоторговельного сальдо, яке за 2012 р. збільшилося порівняно з відповідним показником 2011 р. на 26,0 %, сягнувши 20,5 млрд дол. США (рис. 17).

Погіршення зовнішньоторговельного сальдо відбулося незважаючи на те, що торговельні потоки до п'яти стратегічних партнерів України продемонстрували таку позитивну динаміку:

- активізувався експорт на ринки «третього світу», насамперед країн Близького Сходу і Північної Африки. Проте, зважаючи на політичну нестабільність цього регіону та кризові явища на ринку продукції металургії, ринки країн Близького Сходу і Північної Африки мають підвищені ризики для України;
- зріс український експорт до Індії;
- збільшилися поставки українських товарів до Казахстану і Білорусі;
- зріс експорт до Єгипту.

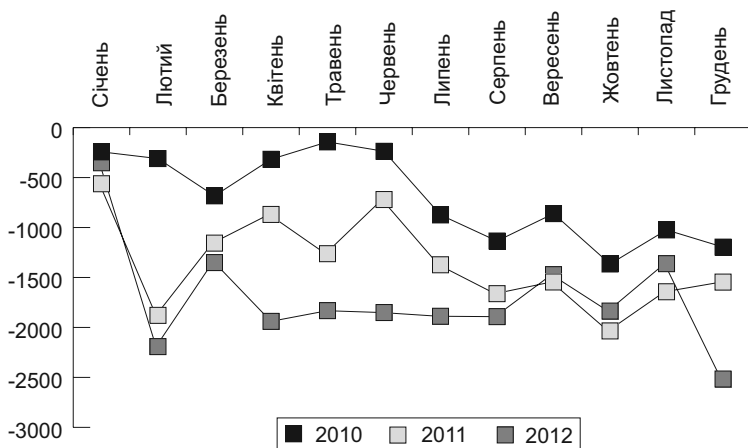


Рис. 17. Сальдо зовнішньої торгівлі товарами у 2010–2012 рр., млн дол. США

Загалом, можна виокремити такі проблеми зовнішньої торгівлі України, що впливають на стан її платіжного балансу, а саме:

- диспропорції структури експорту³¹ та імпорту, що формують несприятливі умови торгівлі. Низькотехнологічний експорт завжди дешевший за імпорتنі товари з високим вмістом доданої вартості: якщо вартість тонни товарного експорту України у 2012 р. становила 403,5 дол. США, то вартість тонни імпорту досягла 1057 дол. США;
- практична відсутність науково обґрунтованої політики щодо підтримки експорту, насамперед високотехнологічного. Фінансова підтримка вітчизняних підприємств – суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності високотехнологічних галузей незначна (за винятком програм Укресімбанку за кошти МБРР);
- недостатність програм експортно-імпортного кредитування, тоді як провідні країни світу (і розвинені, і ті, що розвиваються), стимулюють придбання товарів власного виробництва у спосіб надання іншим країнам кредитів³²;

³¹ Експорт з України на понад 60 % складається з сировинних товарів і товарів із низьким ступенем оброблення: чорна металургія, сільгоспсировина, великотоннажна хімія, руди, необроблена сировина.

³² Наприклад, Південна Корея надала кредит Україні на придбання потягів у свого виробника (компанії *Hyundai*). Унаслідок цього імпорту в Україну з Кореї зріс на 261 млн дол. США.

- махінації підприємств-суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності. Відсутність чіткого контролю за їхніми операціями призводить до завищення імпорتنих цін, низки порушень у сфері відшкодування ПДВ³³, збільшення фіктивних платежів за користування нематеріальними активами іноземного походження (роялті, гудвіл тощо);

- недостатнє використання потенціалу різноманіття умов торговельних договорів. Так, з 11 можливих форм договорів купівлі-продажу товарів у зовнішній торгівлі, установлених Міжнародною торговельною палатою (*Incoterms–2010*), українські експортери зазвичай використовують умови групи *F*, згідно з якими основне перевезення оплачується іншою стороною. Такі умови, з одного боку, накладають меншу відповідальність на продавців, з другого – знижують конкурентні переваги вітчизняного експорту;

- недостатньо розвинена інфраструктура зовнішньої мережі стимування і просування вітчизняного експорту.

Порівняно з реальним сектором економіки України (співвідношення зовнішньоторговельного обороту до ВВП сягає понад 110 %), її фінансовий сектор відзначається значно меншим рівнем інтегрованості у світові процеси: співвідношення зовнішнього боргу і ВВП – 74 %, частка іноземного капіталу в національній банківській системі – 42 %, співвідношення ПІІ та ВВП – 4 %. Це послаблює вплив світової кон'юнктури та змін на провідних фінансових ринках на характеристики фінансового сектору України за збереження спільних тенденцій розвитку.

У 2012 р. вплив зовнішніх чинників на розвиток фінансового сектору України мав переважно негативне забарвлення. Насамперед це стосувалося ситуації на **світовому валютному ринку**, що характеризувалася:

- поширенням практики т.зв. валютних воєн³⁴;
- нестабільністю єдиної європейської валюти, що обумовлена борговою кризою у «периферійних» країнах зони функціонування євро.

У зв'язку з цим відбувалося відносно погіршення умов торгівлі для тих українських експортерів, які конкурують із компаніями країн, які практикують приховану девальвацію своєї валюти. Це посилює негативний вплив, викликаний загальним падінням попиту та світових цін на традиційні продукти українського експорту. Крім того, невизначе-

³³ Це стосується насамперед експорту перероблених нафтопродуктів, де згідно зі статистичними даними Державної митної служби України за три квартали 2012 р. майже 37 % від загального експорту спрямовувалися на Британські Віргінські острови (27 %) та Кіпр (10 %), тобто офшорні зони.

³⁴ Під валютними війнами розуміється використання практики регулювання курсу національної валюти (зазвичай його штучного заниження) для забезпечення додаткових нетарифних переваг власним експортерам або інвесторам.

ність курсу євро не тільки впливає на знецінення валютних резервів НБУ, а й перешкоджає диверсифікації валютних резервів та валютних розрахунків, основна частина яких здійснюється в доларах США. Тому валютно-курсові ризики утримуються на високому рівні.

Додатковий негативний тиск на курс національної валюти та стан платіжного балансу у 2012 р. чинили процеси гальмування економічної динаміки у провідних зарубіжних країнах, які продовжують балансувати на межі спаду. У зазначених країнах спостерігається чотири основні проблеми, які доповнюють одна одну: суверенні боргові кризи, слабкий банківський сектор, низький сукупний попит (унаслідок зростання безробіття та жорстких заходів бюджетної економії), а також помилки у сфері інституціональної політики.

Державний борг США вже перейшов позначку у 16 трлн дол. США, і за збереження існуючої тенденції до кінця 2015 р. він перевищить межу у 20 трлн дол. США. І це без урахування сукупної приватної заборгованості резидентів США, яка нині сягає 10 трлн дол. США. Найімовірніше, що за будь-яких обставин у середньостроковій перспективі зберігатимуться позиції американського долара основної міжнародної валюти, які обумовлені загальним станом економіки США як провідної економіки сучасного світу. Це слід розглядати як переважно позитивний чинник впливу на українську економіку, для якої поки що характерний досить високий рівень доларизації.

Потужний потенціал негативного впливу на вітчизняний фінансовий сектор містить фінансова криза, яка вразила країни периферійної частини Єврозони – Грецію, Іспанію та Португалію³⁵. Утім складну ситуацію в Єврозоні можна використати для розміщення єврооблігацій українського Уряду за процентними ставками, які перевищують аналогічні показники «кризових» країн ЄС (таких як Італія, Іспанія, Португалія). При цьому такий крок не може розцінюватися як стратегічне вирішення боргової проблеми України і не знімає гостроти завдання підвищення рейтингу кредитоспроможності України та пошуку альтернативних джерел валютних запозичень, у т.ч. і на внутрішньому ринку.

Каналом перенесення кризових явищ із країн Єврозони на вітчизняний фінансовий сектор є досить високий рівень відкритості банківської системи, що поставило її в залежність від розвитку економік інших країн та їхніх фінансових проблем. Так, зниження суверенних рейтингів європейських країн негативно вплинуло на позиції європей-

³⁵ За даними Євростату, сукупний бюджетний дефіцит 17 країн Єврозони знизився з 6,2 % ВВП у 2010 р. до 4,1 % ВВП – у 2011 р. Натомість сукупний державний борг цих країн зріс за цей період з 85,4 до 87,3 %.

ських банків, у зв'язку з чим спостерігався перетік депозитів з банків «проблемних» країн до фінансово стабільних. За необхідності досягнення позначки адекватності капіталу 9 %, що вимагало додаткових 114,7 млрд євро, європейські банки консолідували свої фінансові ресурси, у т.ч. у спосіб продажу непрофільних активів. У деяких випадках це означало скорочення або ліквідацію їхніх інвестицій у закордонні дочірні установи (у т.ч. в Україні). Водночас масового виходу західно-європейського банківського капіталу з України не відбулося. Це стало результатом незначного впливу такої процедури на обсяги необхідного додаткового капіталу та сподівань на те, що ситуація стабілізується, і західноєвропейські банки знову будуть зацікавлені в розширенні своїх операцій на нових ринках. Можна очікувати, що згадані процеси знайдуть своє продовження у 2013 р. у зв'язку з поступовим переходом до виконання нових вимог банківського нагляду щодо адекватності банківського капіталу та обмеження ризикованості банківських активів («Базель-3»), що вимагатиме від банків ЄС до 2019 р. додаткового залучення капіталів у сумі 460 млрд євро. За цих умов актуалізується завдання пом'якшення наслідків залучення ресурсів українських банків для підвищення ліквідності їхніх іноземних власників та виходу інституціональних банківських інвесторів з України у спосіб розроблення і застосування відповідних заходів. Таким чином, у 2012 р. низку внутрішніх негативних чинників розвитку фінансової системи посилювала несприятлива кон'юнктура на міжнародних ринках капіталу (боргова криза, рецесія, підвищення регулятивних вимог до банківського сектору), що послаблювало інтерес західних фінансових груп до українського ринку банківських послуг, призводило до скорочення їхніх активних операцій. Водночас досить динамічне зростання кредитного портфеля російських банків та ймовірний прихід капіталу зі Сходу (зокрема Китаю) свідчать про збереження потенціалу привабливості банківського сектору України для іноземних інвесторів.

У 2011 р. світові потоки ПІІ, незважаючи на збереження нестабільності глобальної економіки, відновили середні докризові обсяги, досягнувши 1,5 трлн дол. США, проте все ще залишалися на 23 % нижчими, ніж у рекордному 2007 р.³⁶ Водночас увагу привертають зміни в напрямках потоків ПІІ у частині їх переспрямування до промислово розвинених країн. Для України це означає зростання рівня конкуренції

³⁶ ПІІ зростали майже в усіх країнах, у яких перед цим зазначалося їх помітне падіння, зокрема в розвинених країнах вони зросли в середньому на 21 %, у країнах, що розвиваються, – на 11 % та в країнах, з транзитною економікою – на 25 %. За попередніми прогнозами ЮНКТАД ПІІ зростуть до 1,6 трлн дол. США у 2012 р., до 1,8 трлн дол. США у 2013 р. та до 1,9 трлн дол. США у 2014 р.

за ПІІ унаслідок того, що зняття або зниження торговельних бар'єрів створюватиме для транснаціональних компаній ситуацію, в якій утрачається економічна доцільність створення своїх підприємств в усіх країнах інтеграційного об'єднання (оскільки постачання їх продукції на терені усього угруповання звільняється від митних обмежень). Таким чином, відбуватиметься перерозподіл «вертикальних інвестицій» на користь тих країн інтеграційних об'єднань, які будуть більш привабливими за загальними умовами інвестування, логістичних вимог і перспектив зростання ринку збуту. Для України в цьому аспекті ризики виникатимуть у результаті і створення зони вільної торгівлі СНД, і імплементації Угоди про зону вільної торгівлі з країнами ЄС. При цьому в першому випадку конкуренція буде більш гострою. Унаслідок цього збереження на своїй території та перерозподіл на свою користь «вертикальних» ПІІ третіх країн (передусім транснаціональних корпорацій) вимагатиме забезпечення маркетингових (митних, юридично-нормативних, логістичних, інформаційних, фінансових тощо) переваг для іноземних інвесторів, чийі підприємства здійснюватимуть операції на всьому пострадянському просторі.

Протягом 2012 р. Україні не вдалося нейтралізувати негативні тенденції в динаміці портфельних інвестицій, що знайшло своє віддзеркалення в безпрецедентному падінні показників припливу і прямих, і портфельних інвестицій (на 15,0 та 55,0 % відповідно) та падінні обсягів торгівлі корпоративними цінними паперами на фондовому ринку. Такий негативний розвиток ситуації не можна повністю «списувати» на зовнішній вплив, оскільки значною мірою він визначається дією внутрішніх чинників³⁷. Потенційні іноземні інвестори прямо визнають непривабливість входу на український фондовий ринок порівняно з ринками інших країн, зазначаючи такі причини, як недосконалі принципи корпоративного управління, а також регуляторну політику, що найменше захищає права міноритарних акціонерів, які планують інвестувати в Україну.

Таким чином, **основні внутрішні причини погіршення стану фінансового сектору України посилювалися зовнішнім впливом**, який зростатиме через подальше збільшення відкритості економіки та інтеграції українського фінансового ринку до світової фінансової системи завдяки лібералізації державного регулювання, поліпшенню внутріш-

³⁷ Український фондовий ринок залишається занадто закритим: лише 11 % загального обороту припадає на цінні папери, які вільно обертаються на ринку. Решта трансакцій здійснюється у т.зв. приватному режимі, що фактично виключає можливість використання фондового ринку як майданчика для залучення додаткових інвестицій та індикатора економічного розвитку країни.

нього інвестиційного клімату та зняттю регулятивних перешкод для іноземних інвестицій, виходу українських інвесторів на світовий фінансовий ринок.

2. РИЗИКИ РОЗВИТКУ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ УКРАЇНИ

2.1. Системні ризики та дисбаланси

На підставі аналізу тенденцій розвитку фінансової системи України та її окремих секторів слід констатувати, що основні системні дисбаланси, які слугували підґрунтям кризи в Україні, дотепер не вирішені³⁸. Зокрема зберігаються такі:

- невідповідність обсягів і структури сукупної пропозиції³⁹ характеристикам сукупного попиту, що вирішується за рахунок імпорту із відповідним тиском на платіжний баланс, валютний ринок і темпи інфляції;
- розриви в обсягах фінансування інвестиційного та споживчого попиту, що живлять диспропорції між сукупним попитом і пропозицією;
- різновекторність впливу імпорту, що в короткостроковому періоді підтримує рівновагу товарно-грошових ринків і справляє «охолоджувальний» вплив на інфляційні тенденції, проте містить довгостроковий потенціал розгортання девальваційних тенденцій;
- низька ефективність трансмісійного механізму, що утруднює трансформацію заощаджень населення в інвестиції та посилює розрив між темпами розвитку реального і фінансового секторів економіки;
- гостра необхідність у валютній стабільності й потреба у відновленні рівноваги платіжного балансу і збереженні золотовалютних резервів за рахунок девальвації, що веде до неузгодженості інфляційної, процентної й курсової динаміки;
- суперечність між завданнями монетарної політики НБУ в частині необхідності підтримання низьких темпів інфляції, стабільності вітчизняної валюти та забезпечення достатнього рівня ліквідності бан-

³⁸ *Забезпечення фінансової стабільності в Україні в умовах посткризової економіки* / Я. В. Белінська, Д. С. Покришка, О. О. Молдован [та ін.]. – К.: НІСД, 2011.

³⁹ Структура промисловості викривлена в частині домінування виробництва продукції з низьким вмістом доданої вартості, що веде до недоотримання прибутків, витратності, неефективності, технологічної відсталості та низької інноваційної активності суб'єктів господарювання.

ківської системи для активізації кредитування і стимулювання економічного зростання;

- необхідність зниження процентних ставок для відновлення кредитування інвестиційного процесу за потреби стимулювання припливу коштів на депозити;

- неузгодженість фіскального та монетарного впливів, коли пом'якшення бюджетної політики і зростаючі соціальні виплати вимагають ужорсточення монетарної політики для збереження внутрішньої рівноваги;

- дилема економічної політики, що полягає в необхідності розвитку на основі оновлення основного капіталу за реальної можливості швидкого відновлення економічного зростання лише за рахунок експорту;

- залежність від зовнішньої кон'юнктури через суттєву концентрацію вітчизняної економіки (експорт забезпечує понад 50 % ВВП, а продукція нафтохімічної та металургійної промисловості становить понад 35–40 % експорту);

- суперечність між потребою використання зовнішніх фінансових ресурсів для відновлення високих темпів зростання та необхідністю зменшення зовнішньої фінансової залежності, яка «вносить» головні важелі прискорення економічного зростання поза сферу впливу вітчизняних органів регулювання⁴⁰;

- невідповідність обсягів фінансування секторів економіки ефективності використання залучених ними ресурсів;

- суттєва роль держави як регулятора та високі ризики бізнесу, конфлікти інтересів та олігополія на більшості товарних ринках.

2.2. Обмеження на шляху відновлювального розвитку

З огляду на існування системних суперечностей виникає низка обмежень на шляху реалізації стимулюючої економічної політики, а саме:

- неможливість застосування рекомендацій і схем економічної політики із досвіду західних країн через принципову відмінність структури вітчизняної економіки та економік розвинених країн: у останніх система галузевих комплексів тісно пов'язана з кінцевим споживанням, тоді

⁴⁰ Висока зовнішня залежність фінансової системи, коли від обсягів залучення зовнішніх ресурсів залежать темпи кредитування та обсяги фінансування бюджетних програм, рівень обмінного курсу та доходи експортерів, веде до припливу спекулятивного капіталу, спроможного профінансувати надування «мільних бульбашок» на ринках акцій та нерухомості України.

як в Україні – з експортом і зовнішнім попитом. Отже, заходи щодо активізації внутрішнього попиту матимуть слабкий стимулюючий вплив на виробництво, проте суттєвий – на імпорт;

- нестача оптимальних за вартістю і термінами ресурсів, зокрема в розпорядженні держави для стимулювання інвестиційного процесу;

- висока вартість і нестійкість джерел залучення коштів банківською системою, що загострює конкуренцію за депозити населення і призводить до утримання завищених процентних ставок;

- низька прибутковість вітчизняних підприємств, що обмежує їхні можливості самофінансувати інвестиції і залучати банківські кредити на цілі модернізації;

- збереження сировинного й імпортозалежного характеру експортного виробництва, що підвищує його вразливість і нестійкість як основної рушійної сили економічного зростання в Україні;

- зависокі ризики та несприятливість інвестиційного середовища;

- низька частка заощаджень у ВВП та недостатня норма нагромадження через деформації трансмісійного механізму монетарної політики, що знижує макроекономічну ефективність діяльності банківської системи.

Головним обмеженням на шляху реалізації політики стимулювання економічного зростання є суттєва сегментація економічної та фінансової систем, що утруднює управління нею як єдиним цілим. За зміни кон'юнктури зовнішніх ринків товарів і капіталу, рівня ліквідності в банківській системі, процентних ставок, валютного курсу, інфляції, грошових агрегатів фінансові параметри кожного із сегментів вітчизняної системи кардинально та різноспрямовано змінюються. За існування системних суперечностей позитивні наслідки заходів державного регулювання для однієї сфери супроводжуються негативними проявами в іншій сфері. Отже, можливості органів державного управління ефективно реалізувати економічну політику суттєво звужуються. Невизначеність наслідків регуляторних дій для системи загалом вимагає розроблення пріоритетів фінансової політики в часі та просторі і комплексу заходів щодо їх досягнення за упередження прояву або мінімізації чинних загроз і ризиків. Високі системні ризики та перешкоди на шляху відновлення позитивних темпів економічного зростання України суттєво знижують її інвестиційну привабливість для іноземних інвесторів. Про це свідчать оцінки міжнародних агентств, зокрема *S&P* (табл. 3) та МВФ (табл. 4).

Таким чином, порівняно з іншими країнами інвестиційне середовище в Україні залишається непривабливим за невизначеної підтримки з боку уряду та негативних рейтингів державних позик. Економічні ризики зберігаються на найвищому рівні. У підсумку Україна посіла передостаннє місце у групі колишніх радянських республік.

Таблиця 3

Рейтинги України за оцінками S&P

Показник	Україна	Азербайджан	Казахстан	Білорусь	Росія	Аргентина	Венесуела
Місце у групі (BICRA group)	9	8	8	10	7	8	9
Економічні ризики	10	7	8	10	7	8	9
Промислові ризики	7	8	7	10	7	8	8
Оцінка дій держави	Невизначена підтримка (Support Uncertain)	Підтримка (Supportive)	Підтримка (Supportive)	Невизначена підтримка (Support Uncertain)	Підтримка	Невизначена підтримка (Support Uncertain)	Високий рівень підтримки (Highly supportive)
Рейтинг державних позик у іноземній валюті	B+ / негативний / B	BVB- / стабільний / A-3	BVB+ / стабільний / A-2	B- / стабільний / C	BVB / стабільний / A-3	B / негативний / B	B+ / стабільний / B

Джерело: *Banking Industry Country Risk Assessment: Ukraine* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?articleType=HTML&assetID=1245333605517>

Таблиця 4

**Індикатори макроекономічних ризиків і обмежень здійснення політики
в Україні та інших економіках, що розвиваються**

Країна	Зовнішнє фінансування і стійкість капітальних потоків, % від резервів у 2012 р.	Стійкість банківської системи до зовнішніх шоків	Фіскальна стійкість (1)	Простір для монетарної політики (2)			Простір для розширення кредиту (3)					
				Потреби в зовнішньому рефінансуванні у 2012 р.	Зов'язання перед банками BIS, % від загального кредиту	Індекс	Номинальна ставка рефінансування, %	Оцінка інфляції на 2012 р., %	Різниця ціли по інфляції на 2012 р. (верхня межа) і поточної оцінки фактичної оцінки у 2012 р.	Фаза кредитного циклу різниці у співвідношенні кредит/ВВП у 2011 р. і 2006 р., в.п.	Різниця частки у банків (NPL), 2010-2011 рр., в.п.	Різниця спів-всі активи у банків, 2010-2011 рр., в.п.
Європа												
Болгарія	104			3,5	2,1	27,2	1,2	-0,2				
Угорщина	105	56		6,75	5,4	9,6	3,5	0,2				
Польща	110	30		4,75	3,2	21,7	-0,6	-0,2				
Румунія	112	63		5,25	3,6	12,9	2,2	-0,3				
Росія	32	15		8,25	6,7	15,2	-1,6	-1,4				
Туреччина	146	23		5,75	6,5	25,1	-0,8					
Україна	213	15		7,50	6,0	15,5	-0,5	0,3				

Африка / Середній Схід	40							9,25	7,3		-20,2	-2,6	0
		5						2,25	2,0	1,0	8,9	-0,6	-0,3
Південна Африка	71	9					5,00	5,3	0,7		-5,4	-1,1	0,2
Азія / Тихий океан													
Китай	17	5					6,00	2,8			16,5	-0,1	0,3
Індія	37	10					8,00	13,0			7,4	-0,2	0
Індонезія	43	19					5,75	5,0	0,5		5,9	-0,4	-0,2
Корея		15					3,00	2,2	1,8		5,5	-0,5	0,3
Малайзія	39	14					3,00	2,0			3,4	-0,7	-0,2
Філіппіни	24	17					3,75	4,6	0,4		3,9	-0,6	0,3
Таїланд	27	7					3,00	4,7	-1,7		11,4	-1,0	-0,8
В'єтнам							9,00	4,5			40,4		0
Латинська Америка													
Бразилія	21	7					7,50	5,0	1,5		27,4	0,4	-0,7
Чилі	100	27					5,00	2,5	1,5		13,6	-0,3	-0,5
Колумбія	61	8					4,75	2,7	1,3		8,2	-0,4	0,1
Мексика	48	16					4,50	4,0	0,0		3,3	0,1	-0,5

Закінчення табл. 4

Країна	Зовнішнє фінансування капітальних потоків, млрд резервів у 2012 р.	Стійкість системи банківської зов'язання	Фіскальна стійкість (1)	Простір для монетарної політики (2)			Простір для розширення кредиту (3)		
				Зов'язання перел банками BIS, % від загального кредиту	Індекс	Номінальна ставка рефінансування, %	Оцінка інфляції на 2012 р., %	Рівняння цілі по інфляції на 2012 р. (верхня межа) і поточної оцінки фактичної у 2012 р.	Фаза кредитного циклу (рівняння кредиту / ВВП у 2006 р., в.л.
Перу	16	37	0	4,25	3,0	0,0	9,5	-0,1	0,6
Венесуела	293	5			22,0		4,0	-2	0,6
Середнє	79	19,2		5,5	5,3	0,4	11,3	-0,3	-0,1

Примітки.

1. Індикатор фіскальної стійкості країни – зведений індикатор МВФ; білий, сірий, темно-сірий кольори свідчать про помірний, середній, високий рівні фіскальної нестійкості.

2. Для країн, які таргетують інфляцію, білий колір означає, що ставка рефінансування – не менше 4 % і фактична інфляція 2012 р. принаймні на 1 в.п. нижче цільової, темно-сірий – що ставка рефінансування нижче 2 % або що фактична інфляція вище цільової, сірий – інакше. Для країн, що не таргетують інфляцію, білий колір означає, що ставка рефінансування не менше 4 % і фактична інфляція 2012 р. – 3 % або нижче, темно-сірий – що ставка рефінансування нижче 2 % або що фактична інфляція вище 6 %, сірий – інакше. Країни, що використовують валютне бюро (*sintesy board*), позначені темно-сірим.

3. Білий колір означає помірне зростання кредиту за останні 5 років (зростання співвідношення кредиту / ВВП менш ніж на 10 в.п. на тлі поліпшення якості активів і капітальної бази у 2011 р. (проксі – це комбінація зниження *gross NPL* і збільшення співвідношення «капітал / усі активи»). Темно-сірий колір означає або зростання першого показника на понад 15 %, або погіршення якості активів і капітальної бази у 2011 р. Сірий – незмінні співвідношення. При цьому наявність простору для зростання кредиту не означає оцінки банківської системи як стабільної.

Джерело: Global Financial Stability Report: Restoring Confidence and Progressing on Reforms. October 2012. – Washington, DC: IMF, 2012 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2012/02/pdf/text.pdf>

Експерти МВФ у «Світовому моніторингу фінансової стабільності» за жовтень 2012 р. (див. табл. 4) віднесли Україну до тих економік, які за більш-менш задовільної фіскальної ситуації (у табл. 4 вона позначена сірим кольором) мають посилювати монетарну політику і обмежувати кредитну експансію, що знаходиться на небезпечній фазі кредитного циклу (у табл. 4 вони позначені темно-сірим кольором). Хоча за сукупністю трьох індикаторів – фіскального, монетарного і кредитного – ситуація в Україні, на думку експертів МВФ, є гіршою, ніж в інших країнах БРІКС (два темно-сірих за одного сірого) і приблизно така сама, як в Росії. Слід зазначити, що з II півріччя 2012 р. НБУ діяв за рекомендаціями МВФ – ужорсточував монетарну політику, що законсервувало низькі темпи приросту цін та уповільнило приріст кредитування.

У підсумку суттєве падіння темпів інфляції та помірні темпи приросту кредиту виводять Україну за цими показниками у «біле» поле. Тим часом фіскальна ситуація, незважаючи на її помірковані оцінки з боку МВФ (див. табл. 4), залишається вкрай напруженою, що загрожує подальшому розвитку економіки.

Основними загрозами поточного етапу розвитку України у Звіті МВФ⁴¹ за листопад 2012 р. названо такі:

- гальмування економічної динаміки;
- відсутність структурних реформ;
- від'ємне сальдо торговельного балансу та негативні зовнішні впливи;
- недостатня дієвість і суперечливість цілей економічної політики.

На сьогодні фінансовий сектор України недостатньо ефективно виконує функції акумулювання фінансових ресурсів (прийнятної вартості та потрібної строковості) та їх перерозподілу на пріоритетні потреби економічного розвитку. Це не лише не сприяє економічному зростанню, а й зумовлює накопичення ризиків через посилення зовнішнього боргового навантаження та підвищення залежності від зовнішньої кон'юнктури. Як результат – недостатня стійкість фінансової системи до впливу різноманітних внутрішніх та зовнішніх шоків.

Основними причинами такого стану речей є:

- недостатньо чітке формулювання на державному рівні довгострокових економічних пріоритетів, на які необхідно спрямовувати фінансові ресурси і бюджетного, і позабюджетного сектору. На сьо-

⁴¹ *Ukraine 2012 Article IV Consultation*. IMF Country Report No 12/315 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12315.pdf>

гдні і учасникам ринку, а інколи й фінансовим регуляторам бракує інформації щодо того, на які галузі або інші «точки зростання» держава робить ставку в довгостроковій перспективі. У результаті фінансові ресурси в економіці використовуються хаотично і вкрай неефективно;

- відсутність комплексного підходу до розвитку фінансового сектору – різні сектори фінансового ринку розвиваються самі собою без належної координації та охоплення єдиною державною фінансовою політикою;

- недосконалість механізмів та інструментів перерозподілу коштів, акумульованих різними фінансовими установами, на пріоритетні потреби економічного розвитку – на сьогодні держава майже не впливає на спрямування та розподіл позабюджетних фінансових потоків;

- відсутність бачення державою своєї ролі як гравця на фінансовому ринку, наслідком чого, зокрема, є низька ефективність діяльності фінансових установ, створених за участю держави, щодо реалізації пріоритетних завдань економічного розвитку. А подекуди такі інституції взагалі виконують несприятелі їм функції;

- недосконала система захисту і гарантування прав кредитора та інвестора – хоча останнім часом було суттєво удосконалено законодавство із зазначених питань, процеси кредитування й інвестування економіки значною мірою гальмуються систематичним прийняттям неправосудних рішень українськими судами щодо кредиторів;

- відсутність системи моніторингу та оцінки загальної стабільності фінансового сектору, що робить його вразливим до внутрішніх та зовнішніх системних ризиків;

- недостатній рівень розвитку фондового ринку – в розвинених економіках саме через механізми фондового ринку акумулюються основні інвестиційні ресурси;

- незадовільний бізнес-клімат, унаслідок чого досить часто навіть за наявності фінансових ресурсів відчувається брак надійних позичальників.

Спираючись на оцінки міжнародних агенцій, можна дійти висновку, що за відсутності стратегічних реформ і надалі посилюватимуться ризики залежного розвитку, періодичного гальмування економічної динаміки, наростання дисбалансів фінансової системи, що формує підґрунтя майбутніх масштабних криз. Натомість за переходу України до реалізації інноваційно-інвестиційної стратегії на перший план вийдуть ризики нестачі ресурсів для структурної перебудови економіки, вужкості попиту, загострення конкуренції з більш розвиненими країнами на світових ринках.

Таким чином, забезпечення сталого економічного розвитку України в умовах нестабільності глобальної економіки нерозривно пов'язане з реформуванням фінансового сектору. Основним завданням реформи цього сектору має бути забезпечення його стійкості та здатності акумулювати і перерозподіляти фінансові ресурси на цілі забезпечення високих темпів економічного зростання.

3. СКЛАДНИКИ ПОЛІТИКИ ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ

3.1. Макропруденційний підхід у фінансовій політиці

Низка диспропорцій і ризиків, що загрожують сталому розвитку вітчизняної фінансової системи, актуалізують завдання ефективного управління ризиками. Перебіг кризових подій у 2008–2009 рр. виявив недостатню дієвість чинних важелів антикризового регулювання, зокрема інструментів, спрямованих на виявлення, оцінку і мінімізацію ризиків. **Зважаючи на досвід зарубіжних країн та рекомендації засідань Ради фінансової стабільності, вдосконалення управління ризиками в контексті антикризового регулювання знаходиться у площині методологічного оновлення фінансової політики у спосіб посилення макропруденційного складника.** Мета макропруденційної політики – забезпечення фінансової стабільності у спосіб відновлення цілісності економічної і фінансової систем, подолання дисбалансів на мікро- і макрорівні як головного джерела системних ризиків⁴².

Базовими принципами макропруденційної політики мають стати такі:

- адаптивність і гнучкість, що досягається на основі функціонування системи моніторингу ризиків циклічності розвитку фінансової системи і контролю за ефективністю застосованих заходів;
- централізація процесу прийняття пруденційних рішень, що передбачає створення незалежного державного органу, відповідального за розроблення і реалізацію пруденційної політики;
- здійснення єдиної державної фінансової політики для забезпечення сталого економічного розвитку, підпорядкування діяльності усіх

⁴² *Visco I. Key issues for the success of macroprudential policies // BIS Papers. – 2011. – No 60. – P. 129–135.*

фінансових регуляторів її цілям (для Національного банку України – в частині, що не суперечить цілям забезпечення стабільності грошової одиниці);

- пріоритетність забезпечення фінансової стабільності й управління системними ризиками як стрижень координації цілей і заходів різних політик в окремих економічних сферах;

- інформативність і прозорість, що передбачає простоту механізму комунікації, чіткість і зрозумілість індикаторів ризиків та інформаційних сигналів суспільству, стабілізацію очікувань економічних агентів;

- збалансованість важелів стимулювання і регулювання на основі дотримання принципу прибутковості-ризик, коли заходи щодо мінімізації ризиків не послаблюють прагнення економічних агентів до розвитку та отримання прибутку;

- акумулювання виключно реальних коштів з економіки та недопущення намагання вирішувати питання за рахунок емісійних коштів;

- безумовний захист прав кредиторів та інвесторів – формування системи невідворотності виконання взятих фінансових зобов'язань;

- використання винятково ринкових інструментів перерозподілу коштів на пріоритетні напрями економічного розвитку без застосування адміністративних важелів;

- паритетність і рівноправність відносин інвесторів (вкладників) та фінансових установ і недопущення асиметрії у їхніх правах та обов'язках.

Завданнями макропруденційної політики як складника фінансової політики є і підвищення стійкості фінансової системи на основі мінімізації системних ризиків, і подолання розриву між фінансовим та реальним секторами економіки на основі посилення ролі фінансової системи як інструмента економічного розвитку. Вирішення цих завдань передбачає, по-перше, розвиток механізмів спрямування фінансових ресурсів у пріоритетні види економічної діяльності, по-друге, реструктуризацію та оновлення регулювання фінансової системи у спосіб:

- вдосконалення індикаторів фінансової стійкості НБУ для підвищення спроможності вчасно виявити й оцінити системні ризики;

- розвитку стандартів збору і оброблення інформації для моделювання ризиків;

- формування макропруденційних інструментів, системи критеріїв їх відбору і методів оцінки ефективності.

Перехід до здійснення макропруденційної політики у фінансовій сфері дасть змогу стабілізувати розвиток і мінімізувати ризики розвитку фінансового сектору економіки у спосіб:

- розширення периметра регулювання за рахунок охоплення регулюючими заходами усіх секторів фінансової системи та зв'язків між ними, що мінімізує зовнішні ефекти приватних ринково орієнтованих рішень;
- контролю системних ризиків, а не ризиків окремих господарюючих суб'єктів;
- урахування вторинних ефектів заходів щодо суміжних економічних сфер та майбутніх часових періодів з таким самим ступенем значущості, що й первинних ефектів;
- підвищення раціональності процесу прийняття рішень на основі дії вбудованого механізму зворотного зв'язку, що дасть змогу постійно поліпшувати процес прийняття рішень у спосіб врахування потенційних ризиків та отриманих регуляторних ефектів.

3.2. Реформування системи фінансового регулювання

З огляду на окреслені проблемні питання та зважаючи на основне завдання діяльність із розвитку фінансового сектору на середньострокову перспективу має спрямовуватися на:

- збільшення частки внутрішніх довгострокових ресурсів у національній валюті в загальному обсязі зобов'язань фінансових установ;
- збільшення частки довгострокових кредитів, наданих на розвиток пріоритетних напрямків економіки, в загальному обсязі активів фінансових установ;
- посилення спроможності фінансового сектору протистояти ризикам;
- забезпечення прийнятної вартості фінансових ресурсів для суб'єктів економіки.

Для цього має бути здійснено реформування системи фінансового регулювання на макропруденційних засадах у спосіб:

- перенесення центру уваги державного нагляду з додержання формальних вимог законодавства (внутрішній облік, розкриття інформації, правила здійснення угод тощо) на пруденційний нагляд (оцінку фінансового стану, ризиків професійних учасників) та контроль за дотриманням прав інвесторів і справедливістю ціноутворення (протидії маніпулюванню та інсайдерським операціям);
- подолання фрагментарності системи регулювання через формування системи інформаційної взаємодії та координації дій фінансових регуляторів у сфері моніторингу і контролю системних ризиків у спосіб:

- формування спільних планів дій регуляторів і розроблення програм внутрішнього і міжнародного обміну інформацією у «кризових ситуаціях»;
- розроблення меморандумів про взаєморозуміння або договорів про співробітництво, що включають усі можливі форми спільної діяльності регуляторів;
- формування спільних органів для вирішення гострих проблем (колегії, міжвідомчі комісії, робочі групи, експертні ради тощо);
- організації спільного регулювання фінансових конгломератів, з визначенням провідного регулятора (регулятора материнської компанії), з розробленням спільних процедур встановлення нормативних вимог (наприклад до рівня достатності консолідованого капіталу та агрегованих ризиків), нагляду, перевірок, застосування санкцій, сповіщення про заходи щодо окремих компаній конгломерату;
- розроблення єдиних стандартів і правил ведення різних видів спільної діяльності (використання загальних інформаційних систем, проведення спільних перевірок, розслідувань, якщо вони можливі й необхідні, прийняття спільних рішень, узгодження процедур нагляду та контролю за виконанням правил);
- подолання розриву між функціями, покладеними на різні фінансові регулятори, їх операційною спроможністю і ресурсами в розпорядженні; зокрема покладання функції здійснення макропруденційної політики на спеціальний департамент НБУ з подальшим виділенням його в самостійний орган державного регулювання;
- підвищення рівня координованості заходів макропруденційного нагляду України із відповідними заходами зарубіжних країн для забезпечення збалансованості потоків капіталу через кордони України;
- формування механізму аналізу, контролю і моніторингу системних ризиків, що дасть змогу завчасно виявляти чинники і сектори вразливості фінансової системи; канали зв'язку між ними, приймати і реалізовувати превентивні рішення та заходи:
 - розроблення положення щодо використання упереджувальних принципів у регуляторному аналізі;
 - удосконалення методології оцінки ризиків, зокрема розширення джерел інформації і розроблення аналітичних технік;
 - запровадження керівництва щодо визначення оцінки об'єктивних і суб'єктивних ризиків;

- створення системи індикаторів «раннього сповіщення», запровадження механізмів контролю за волатильністю фондових індексів;
- удосконалення порядку розрахунку індикаторів рівня леве-реджу і окремих фінансових установ, і фінансової системи загалом;
- підвищення жорсткості стандартів пруденційного нагляду для попередження нагромадження системних ризиків на мікрорівні фінансового ринку;
- розроблення макрофінансових інструментів та порядку їх застосування на основі врахування можливих втрат, пов'язаних з пристосуванням учасників ринку до нових правил державної політики;
- виважене використання адміністративних обмежень («стель», лімітів, нормативів тощо) для зниження волатильності таких головних параметрів, як валютний курс, процентні ставки, інфляція, фондові індекси, курси цінних паперів, приплив капіталу;
- розгляд можливості введення податку на короткострокові інвестиції в країну або інших м'яких обмежень відповідно до міжнародної практики;
- посилення контролю держави за темпами розвитку фінансового ринку – за зростанням кількості учасників фінансових ринків, підвищенням рівня їх ліквідності, поширенням в обігу фінансових інновацій, ускладненням структури та інфраструктури фінансового ринку;
- застосування важелів реструктуризації фінансового сектору, спрямованих на послаблення олігополістичних тенденцій на фінансових ринках та захист конкурентного ринкового середовища, у т.ч. перегляд та ужорсточення норм регулювання та нагляду за фінансовими конгломератами, незалежно від того, які типи фінансових інститутів є їхнім ядром (кредитні організації, брокерсько-дилерські компанії, управляючі компанії, страхові організації тощо);
- формування нормативно-законодавчої бази для виявлення, кваліфікації та попередження неліцензованої діяльності на фінансовому ринку («фінансові піраміди», безліцензійні керуючі компанії і брокери та ін.);
- приведення регулятивного і податкового навантаження на фінансові і нефінансові установи відповідно до природи ризиків їх діяльності та усунення можливостей для здійснення регулятивного арбітражу на фінансовому ринку;

- підвищення прозорості функціонування фінансової системи загалом та системних надвеликих фінансових інститутів зокрема;
- розроблення ефективної стратегії консультацій із суспільством на основі використання рекомендацій науковців та експертів щодо розвитку засад фінансового регулювання.

3.3. Заходи щодо мінімізації ризиків

Під час розроблення інструментів макропруденційної політики слід враховувати їх упереджувальну спрямованість та специфіку об'єкту впливу – системні ризики та дисбаланси розвитку фінансової системи. Це передбачає перехід від досягнення визначених цільових показників, наприклад запланованих темпів зростання ВВП, рівня інфляції через коригування процентних ставок, до контролю за каналами взаємовпливу економічних явищ і процесів, що передбачає дотримання економічних співвідношень, зокрема темпів зростання кредитів і ВВП, активів і капіталу банків, рівня левериджу, рівня ліквідності, розривів у терміновій і валютній структурі активів і пасивів фінансових установ тощо.

Основними проблемами, що вимагають невідкладного вирішення на поточному етапі розвитку вітчизняного фінансового сектору, є бюджетна консолідація та зменшення державного боргу; зниження вразливості фінансового сектору та відновлення кредитування; здійснення ефективної монетарної політики; і на цій основі – забезпечення збалансованого економічного зростання в середньостроковій перспективі.

Пріоритетними напрямками розроблення і застосування заходів запобігання та мінімізації ризиків розвитку фінансового сектору є такі.

1. Збереження низькоїінфляційного середовища у спосіб:

- недопущення різкої девальвації валюти;
- зниження процентних ставок як складника витрат на виробництво продукції;
- використання практики державного замовлення за низькими лімітними цінами для впливу на ринкову кон'юнктуру;
- стимулювання подовження термінів укладання контрактів і зниження регулятивних витрат як вагомої частини монополю високих цін, зокрема на пальне;
- реалізація прозорої і контрольованої тарифної політики;
- недопущення монетизації дефіциту бюджету;
- напрацювання інструментів оперативного управління імпортом як засобу швидкого зниження цін;

- стимулювання видів економічної діяльності, що пов'язані з імпортозаміщенням та енергозбереженням.

2. Зниження фіскальних ризиків:

- державний бюджет має ґрунтуватися на реальній дохідній базі, а зростання видатків обмежене, щоб уникнути необхідності мобілізації коштів до бюджету за будь-яку ціну;

- збільшення окремих статей видатків має відбуватися виключно в контексті перегляду та оптимізації діючих видатків. Зокрема, підвищення рівня соціального захисту можливе за рахунок скасування необґрунтованих пільг для заможних верств населення;

- відмова від застосування механізму прихованої емісії для недопущення негативного впливу на цінову та валютну стабільність у країні;

- вироблення спільного підходу Державної податкової служби України та учасників фондового ринку до оподаткування операцій з цінними паперами. Механізм оподаткування операцій з цінними паперами має бути більш чітким, щоб уникнути посилення тіньового сектору економіки;

- зменшення активності уряду на внутрішньому борговому ринку, що має послабити конкуренцію за кредитні ресурси на внутрішньому ринку;

- диверсифікація джерел зовнішніх запозичень для мінімізації ризику концентрації боргових зобов'язань у одного кредитора (організації чи країни). У іншому випадку це формує ризик посилення політичного впливу на Україну з боку окремих кредиторів.

3. Мінімізація монетарних ризиків:

- удосконалення трансмісійного монетарного механізму для активізації дії кредитного каналу, оптимізації вартості ресурсів;

- розвиток інструментів рефінансування та управління ліквідністю банківської системи на основі повноцінного функціонування міжбанківського ресурсного ринку;

- посилення антициклічного характеру монетарного і банківського регулювання відповідно до темпів інфляційних процесів в Україні;

- удосконалення практики рефінансування банків у спосіб викупу НБУ високорейтингових корпоративних боргових цінних паперів;

- посилення дієвості дисконтної політики на основі дії «процентного коридору».

4. Контроль за валютними ризиками:

- цілеспрямоване підвищення гнучкості валютного курсу як засобу уникнення розривів між реальним і номінальним курсом гривні, запобігання нагромадженню девальваційних очікувань, збереження достатнього обсягу золотовалютних резервів;

- удосконалення правил проведення валютних інтервенцій у спосіб чіткого визначення критеріїв виходу НБУ на ринок і максимально припустимої зміни валютного курсу протягом однієї–трьох торгових сесій;

- підвищення прозорості процесу курсоутворення у спосіб регулярного оприлюднення коротко- і середньострокового плану дій НБУ у сфері валютної політики та звітування щодо їх ефективності;

- концентрація зусиль на розширенні джерел і диверсифікації складу міжнародних резервів НБУ;

- контроль за валютними позиціями банків;

- вчасне гасіння спекулятивних настроїв на готівковому валютному ринку;

- подальший розвиток і впровадження в обіг інструментів страхування валютних ризиків;

- подовження терміну дії заборони на валютне кредитування;

- активізація співпраці НБУ з урядом у сфері контролю за нарощуванням державного боргу в іноземній валюті.

5. Зниження ризиків банківської діяльності:

- усунення накопичених дисбалансів (невідповідності термінової і валютної структури активів і пасивів, вирішення проблеми капіталізації, «поганих» активів);

- удосконалення чинних і розроблення нових нормативно-правових актів банківського нагляду і регулювання на основі врахування рекомендацій Базельського та Європейського комітету в частині запровадження ризик-орієнтованого нагляду та контролю за відповідністю внутрішніх банківських систем управління ризиками новим вимогам;

- посилення відповідальності за порушення та невідповідність вимогам регулятора;

- «подовження», диверсифікація і підвищення стабільності внутрішньої ресурсної бази банків;

- зростання довіри населення на основі подальшого вдосконалення системи гарантування вкладів;

- розроблення та запровадження системи якісних і кількісних оцінок ризиків діяльності банків, удосконалення інструментів управління ризиками проведення складних фінансових операцій;

- запровадження антициклічних регуляторів процесу кредитування і капіталізації фінансових установ у спосіб наближення вітчизняних норм до рекомендацій Базельського комітету;

- перехід до агрегованого регулювання і пруденційного нагляду за банківською системою і небанківськими фінансовими установами для послаблення регулятивного арбітражу;

- декриміналізація банківської системи через підвищення прозорості банківської діяльності (розвиток кредитних бюро, рейтингових агенцій і запровадження вимоги щодо обов'язкового рейтингування);
- створення єдиної державної інформаційної системи зі збору, накопичення та оброблення даних щодо кредитної історії позичальників (Державного реєстру кредитних історій) для зниження ризиків процесу кредитування⁴³;
- забезпечення акумулювання необхідного обсягу фінансових ресурсів прийнятної вартості та належної строковості:
 - розроблення інструментів і стимулів переважного спрямування ресурсів, отриманих на зовнішніх ринках, на інвестиційні цілі та обмеження їх використання на цілі поточного споживання;
 - внесення змін до законодавства в напрямі подальшого забезпечення балансу прав і обов'язків банків та інших фінансових установ та їхніх клієнтів;
 - сприяння розвитку інструментів, які дасть змогу фінансовим установам акумулювати довгострокові кошти;
 - встановлення на законодавчому рівні умов дострокового повернення коштів з депозитних рахунків та встановлення законодавчого права Національного банку України запроваджувати мораторій на дострокове вилучення з банків строкових депозитів.

6. Мінімізація ризиків розвитку вітчизняного фінансового ринку:

- зниження регулятивних витрат і сприяння розвитку конкурентних засад на основі відкритості у створенні альтернативних ринків та інфраструктурних інститутів;
- стимулювання інституційних інвесторів до продовження процесу капіталізації і консолідації за збереження необхідних умов для діяльності ефективних фінансових інститутів дрібного і середнього розміру та розширення мережі фінансових посередників;
- забезпечення розширення внутрішнього попиту на довгострокові інвестиційні фінансові інструменти, насамперед за рахунок залучення до обігу заощаджень населення (у спосіб випуску акцій, корпоративних облігацій, розвитку механізмів страхування і гарантування);

⁴³ Отримання достовірної інформації щодо потенційного клієнта, яка наявна в державних реєстрах (ідентифікаційні дані, відомості про засновників, доходи, майно та існуючі щодо нього обтяження, банкрутство тощо), надасть банкам можливість реально оцінити платоспроможність позичальника на стадії прийняття рішення про надання кредиту, що має знизити кредитні ризики і вартість кредитних ресурсів.

- розвиток механізмів підтримки ліквідності найбільших (системоутворюючих) небанківських фінансових інститутів для стабілізації ринку та протидії кризовим ситуаціям;
- створення механізмів запобігання і протидії формуванню «мильних бульбашок» за рахунок припливу коштів нерезидентів через зменшення стимулів до прийняття ними надмірних ризиків для отримання короткострокових прибутків у спосіб орієнтації дисконтної політики і валютного регулювання на послаблення регулятивного, валютного, процентного арбітражу;
- спрямування систем розкриття інформації та регулювання на виявлення і мінімізацію ризиків, що властиві позабіржовим фінансовим продуктам і сегментам ринку;
- посилення нагляду за діями і позиціями найбільших іноземних портфельних інвесторів, зокрема створення баз даних щодо великих позицій усіх категорій інвесторів на головних сегментах фінансового ринку;
- ужорсточення регулювання окремих сегментів фінансового ринку (зокрема ринку деривативів) за посилення стимулюючих засад функціонування інших сегментів, наприклад ринку корпоративних цінних паперів;
- конкретизація норм, що стосуються введення методу купівлі/продажу фінансових активів з використанням дати операції; бухобліку купівлі/продажу цінних паперів емітентів – нерезидентів України;
- стимулювання збільшення обсягів угод з фінансовими інструментами на організованому сегменті фондового ринку;
- удосконалення процедури визначення справедливої вартості боргових цінних паперів, що не обертаються на організованому ринку відповідно до міжнародних стандартів;
- здійснення заходів щодо забезпечення прав корпоративної власності (система судового захисту від рейдерства, інститут «інвестиційного омбудсмена» тощо);
- розроблення Концепції державної міжнародної інвестиційної політики та реорганізація на її основі функцій та завдань Державного агентства України з інвестицій та розвитку;
- прискорена імплементація Закону України «Про депозитарну систему України» від 06 липня 2012 р. № 5178-VI у частині науково обґрунтованого створення єдиного центрального депозитарію цінних паперів та прозорої клірингової системи на фондовому ринку України, а саме:
 - створення єдиної уніфікованої системи обліку прав власності на цінні папери та проведення розрахунків за укладеними договорами через створення центрального депозитарію,

у статутному капіталі якого частка держави разом із часткою Національного банку України на першому етапі має становити не менше 50 %;

– створення ефективної системи виконання грошових розрахунків за угодами щодо цінних паперів на фондовому ринку через створення єдиного Розрахункового центру з обслуговування угод на фондовому ринку, що на першому етапі має бути у власності держави в особі Національного банку України;

– формування ефективного та прозорого біржового ринку цінних паперів та інших фінансових активів через консолідацію біржової системи України, що матиме стандартизовані загальні правила укладання угод з цінними паперами та засоби телекомунікаційного зв'язку для забезпечення доступу учасників до торгів незалежно від місця їх проведення та отримання ними інформації щодо обсягів угод та цінових умов їх виконання;

• подальше реформування пенсійної системи в частині розвитку системи недержавних пенсійних фондів;

• забезпечення високого рівня інформаційної прозорості та справедливого ціноутворення, належного захисту прав інвесторів.

7. Контроль за ризиками циклічності у спосіб:

• запобігання надмірному нарощуванню корпоративних і банківських боргів у період економічного піднесення;

• адаптації пруденційних банківських вимог Базеля II і Базеля III до застосування іншими фінансовими установами (брокерсько-дилерськими компаніями, страховими організаціями, інвестиційними фондами) з урахуванням доцільності застосування полегшених вимог для ринків, що розвиваються;

• формування спеціальних резервів – буферів ліквідності у періоди прискореного економічного зростання;

• контроль за структурою балансів банків (дотримання нормативів левериджу і ліквідності).

8. Протидія зовнішнім ризикам у спосіб формування інструментів абсорбції зовнішніх шоків, цілеспрямованої підтримки експорту вітчизняних товарів та розширення співпраці України з міжнародними організаціями:

• розгляд можливості переходу до режиму курсоутворення на основі «кошика» валют, зваженого відповідно до географічної структури зовнішньої торгівлі;

• розширення практики використання гривні в міжнародних розрахунках (у т.ч. внесення відповідних змін до норм валютного регулювання);

- розширення урядом асортименту боргових інструментів на внутрішньому ринку для юридичних та фізичних осіб;
- активізація переговорів з МВФ щодо нової програми фінансової підтримки з використанням елементів дипломатичного лобіювання (через інші країни-члени МВФ, інтереси яких можуть бути підтримані Україною);
- забезпечення пріоритетного виконання Державним експортно-імпортним банком своїх статутних функцій щодо розвитку експортного кредитування; формування мережі експортно-імпортних агенцій;
- використання усього спектра заходів врегулювання стану платіжного балансу, які не суперечать положенням угод СОТ; у т.ч. використання права України вступити у переговори і консультації з відповідними членами СОТ щодо модифікації зобов'язань, які стосуються тарифів (початок цьому процесу було закладено у вересні 2012 р.);
- посилення контролю держави за фінансовими потоками (у т.ч. дивідендів, необґрунтованих платежів за нематеріальні активи, здійснення первісного розміщення акцій – IPO на іноземних фондових ринках) у спосіб розроблення проекту закону щодо декларування українськими резидентами наявності контролю над офшорними компаніями відповідно до норм європейського законодавства (*Controlled Foreign Company – CFC*).

ЗМІСТ

ВСТУП	3
1. РОЗВИТОК ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ УКРАЇНИ У ПІСЛЯКРИЗОВИЙ ПЕРІОД	3
1.1. Макроекономічне підґрунтя розвитку фінансового сектору.....	3
1.2. Цінова динаміка	8
1.3. Стан і тенденції розвитку банківської системи України.....	10
1.4. Грошово-кредитний ринок.....	22
1.5. Валютний ринок.....	23
1.6. Фондовий ринок	31
1.7. Фіскальна політика: позитивний та негативний вплив на фінансовий сектор	37
1.8. Зовнішні чинники розвитку фінансового сектору	42
2. РИЗИКИ РОЗВИТКУ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ УКРАЇНИ	50
2.1 Системні ризики і дисбаланси	50
2.2. Обмеження на шляху відновлювального розвитку	51
3. СКЛАДНИКИ ПОЛІТИКИ ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ	59
3.1. Макропруденційний підхід у фінансовій політиці.....	59
3.2. Реформування системи фінансового регулювання	61
3.3. Заходи щодо мінімізації ризиків.....	64

Наукове видання

**РИЗИКИ ПІСЛЯКРИЗОВОГО РОЗВИТКУ
ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ УКРАЇНИ:
ДЖЕРЕЛА, ОЦІНКИ, ІНСТРУМЕНТИ СТАБІЛІЗАЦІЇ**

Аналітична доповідь

Літературний редактор: *Н. І. Палій*

Коректор: *Н. І. Палій*

Комп'ютерне верстання: *Є. Ю. Стрижеус, Н. І. Палій*

Відповідальний за випуск: *В. М. Сизонтов*

Оригінал-макет підготовлено
в Національному інституті стратегічних досліджень:
вул. Пирогова, 7-а, Київ-30, 01030
Тел/факс: (044) 234-50-07
e-mail: info-niss@niss.gov.ua

Формат 60x84/16. Ум. друк. арк. 4,19
Тираж 200 пр. Зам. № ДФ 135

ПП «Вид-во «ФЕНІКС»
вул. Шутова, 13-Б, м. Київ, 03680
Свідоцтво суб'єкта видавничої справи ДК № 271 від 07.12.2000