

14 грудня 2012 р. у Державній установі “Інститут економіки та прогнозування НАН України” відбулася наукова конференція “Фінансова політика України за сучасних умов”. Метою проведення конференції було обговорення наукових і практичних проблем фінансової політики України на сучасному етапі розвитку економіки країни, особливо тих, що породжені кризовими явищами у світі та в Україні. У роботі конференції взяли участь відомі вітчизняні науковці та провідний фахівець у сфері фінансової політики доктор економічних наук, професор, А. Є. Городецький — заступник директора Інституту економіки Російської академії наук.

### **КОРОТКИЙ ОГЛЯД ВИСТУПІВ У РАМКАХ НАУКОВОЇ КОНФЕРЕНЦІЇ “ФІНАНСОВА ПОЛІТИКА УКРАЇНИ ЗА СУЧАСНИХ УМОВ”**

У привітальному слові А. І. Даниленко, заступник директора Інституту економіки та прогнозування НАН України, член-кореспондент НАН України, наголосив на важливості обговорення проблем фінансової політики, беручи до уваги нинішні проблеми та тенденції в цій сфері, необхідності перегляду пріоритетів спрямування в економіку фінансових ресурсів, кризовому стані фінансово-кредитної сфери зарубіжних країн та необхідності завчасного запобігання можливим кризовим явищам в Україні, враховуючи негативний досвід реагування на світові виклики в передкризових 2007—2008 рр. Отже, є потреба в переосмисленні вченими України й Російської Федерації існуючих теоретичних положень щодо економічного розвитку країни, особливо в кризовий період, та розробленні нових заходів та інструментів відновлення стійкості фінансів як основи економічного зростання.

У доповіді директора Інституту економіки та прогнозування НАН України, академіка НАН України та РАН **В. М. Гейця** розкрито основні проблеми зміни моделей глобального економічного зростання.

Як дискусійне положення було наведено позицію професора К. Перес<sup>1</sup>, висловлену у зверненні до російських колег: “Ви навчалися капіталізму в найгірший момент його історії, в божевільну епоху глобальної фінансової бульбашки, яка лопнула, і зараз акцент капіталізму саме зміщується до реального виробництва”. Нині можна стверджувати, що на Заході одним зі шляхів подолання такого стану є політика “*mon-industrial policy*”, що означає використання грошово-кредитних інструментів взаємопов’язаних із пріоритетами розвитку промисловості. З огляду на це, а також на трансформації останніх двох десятиліть у економіках різних країн через превалювання підходів Чиказької школи тепер потрібен перегляд багатьох концептуальних положень щодо

---

<sup>1</sup> Карлота Перес — почесний професор Центру досліджень наукової і технологічної політики Університету Сассекса (University of Sussex, United Kingdom).

формування нової глобальної валютної системи та ролі держави в економіці. Так, наприклад, Австрійська економічна школа відстоює модель “золотого стандарту”, що передбачає відмову від практики обмеження державних витрат, гнучкий курс валюти, перехід до здійснення торговельного протекціонізму та ін.<sup>2</sup> Як бачимо, ідеться про відмову від існуючого мейнстріму й перехід до альтернативного. Насправді в боротьбі із кризою в глобальному масштабі так і відбувається, оскільки багато розвинутих країн завдяки діяльності урядів і грошових регуляторів (національних банків) стали на шлях стимулювання попиту та підтримки пріоритетних видів діяльності приватного бізнесу. На жаль, цього не скажеш про Україну й певною мірою про Росію, оскільки наші грошові регулятори використовують засади жорсткої монетарної політики. У результаті — гальмування промисловості та слабка інноваційність.

Доцільно зважати на те, що індустріалізація свого часу й у наших країнах використовувала низку способів і методів, котрі сьогодні складно реалізувати з огляду на втрачений час та зміни системи координат, у яких вона відбувалася. У багатьох випадках сучасне розуміння промислової політики є досить розмитим, хоча основні її положення на сьогодні, як і раніше, поєднують пріоритети промислового розвитку з активним використанням грошово-кредитних інструментів.

Ефективність так званої *mon-industrial policy*, що дістала піднесення в боротьбі із сучасною стагнацією в економіці західних країн, вимагає належних фінансових інструментів та механізмів державного управління, зокрема фінансової підтримки розвитку реального сектору.

В. М. Геєць виділив основні виклики для сучасної української фінансової системи. Найвідомішими з них є такі:

- гроші надзвичайно дорогі, і вони короткі. Як наслідок, спрямування їх на розв’язання довгострокових завдань реального сектору є проблемним;
- вітчизняний ринок облігацій і цінних паперів не задовольняє потреб фінансування реального сектору.

У ході досліджень фахівцями Інституту економіки та прогнозування виявлені такі виклики:

- наявні фінансові інструменти нездатні забезпечити достатнє фінансування реального сектору;
- дії грошового й фінансового регуляторів не узгоджені; інструменти рефінансування активізують лише валютний ринок;
- рівень монетизації економіки може стати інструментом забезпечення розвитку промисловості, але на сьогодні його недостатньо;
- значна частина прибуткових державних підприємств після приватизації стають збитковими або ліквідуються;

---

<sup>2</sup> Уэрта де Сото Х. В защиту евро: подход австрийской школы (критика ошибок ЕЦБ и интервенционизма Брюсселя) / Хесус Уэрта де Сото // Вопросы экономики. — 2012. — № 11. — С. 78—100.

— відсутні ефективні державні інструменти контролю та мотиви поведінки бізнесу, які унеможливили б виведення капіталу з підприємства й національної фінансової системи;

— брак інструментів і сучасних інститутів розвитку, які дали б змогу здійснити нове піднесення в реальному секторі, а також невідпрацьованість способів їх кредитування;

— цільова емісія<sup>3</sup> (фінансування структурних проектів у економіці, реалізація інфраструктурних програм) та ін.

У доповіді увага акцентувалася на таких питаннях: як за сучасних умов фінансується бізнес, які фінансові інструменти йому пропонуються? Банківські кредити є надзвичайно дорогими. Залучення банками депозитів здійснюється за ставками близько 23 %, премія за ризик, рівень рентабельності банків, інфляція 3 %, що загалом іноді навіть перевищує 30 %. Така політика не вписується в жодну теоретичну фінансову конструкцію та потребує перегляду й коригування.

Зазначене ускладнюється тим, що дії грошового й фінансового регуляторів держави досить суперечливі та відсутнє цілісне сприйняття наявних у економіці проблем, а також не узгоджені шляхи їх розв'язання. Ресурси рефінансування надходять на валютний ринок, що створює загрозу його розбалансування. Недоступність довгострокових кредитів за прийнятною для реального сектору ціною спонукає підприємців здійснювати запозичення за кордоном, що посилює боргову залежність та підвищує рівень ризику втрати платоспроможності, оскільки сума позик перевищує можливості підприємств із їх обслуговування, а ціна закордонних запозичень зростає. Це робить вітчизняні підприємства залежнішими від коливань на зовнішніх ринках, що, у свою чергу, збільшує ризики непогашення корпоративних боргів та зовнішній борг країни. При цьому відбувається постійний відплив грошових коштів із країни, і нині, за різними оцінками (які не спростовані державними фінансовими інститутами та Національним банком України), обсяг грошових ресурсів становить більше ніж 150—160 млрд дол. США. Ці проблеми, що впродовж багатьох років не розв'язуються на державному рівні, також ускладнюють фінансування реального сектору економіки.

Питання достатності рівня монетизації економіки за сучасних умов майже не обговорюється. Якщо наприкінці 1990-х років рівень монетизації реального сектору економіки країни становив понад 30 % (разом легальні й нелегальні сфери бізнесу), що свого часу відповідало загальноприйнятому рівню країн ЄС, зокрема Німеччини, то впродовж проведення структурних реформ у економіці, розв'язання інших важливих проблем цей показник повинен бути у 2,0—2,5 раза більшим. Світовий досвід показує, що ступінь монетизації упродовж здійснення реформ може сягати 80 % і більше. Проте сучасна фінансова система побудована так, що за цього рівня монетизації виникають проблеми з інфляцією та іншими складовими грошово-кредитної системи.

---

<sup>3</sup> У зарубіжних країнах цільова емісія проводиться в рамках грошово-структурної політики.

Зазначене було можливим для зарубіжних країн із їхньою досить стійкою фінансовою системою, усталеними механізмами державного управління, але для перенесення цього досвіду в реалії України доцільно ґрунтовно дослідити можливості та виявити ймовірні ризики запровадження такого підходу. Якщо він не прийнятний для України, мають бути запропоновані інші фінансові інструменти, які належним чином забезпечуватимуть модернізацію промисловості, що актуалізується з огляду на поточний індустріальний рівень та можливі тенденції його погіршення впродовж 3–5 років. До того ж, щоб підняти до сучасного рівня хоча б традиційні галузі промисловості в Україні, наприклад суднобудування, навіть за умов активної грошово-промислової політики необхідно 4–5 років.

У багатьох країнах ця проблема вирішувалася при нормі валового нагромадження основного капіталу у ВВП 30 % і більше. В Україні його частка за 2009–2011 рр. становила лише 18,3–18,8 %, що значно менше показника 2007 р. (27,5 %). Достатньо високі норми були не лише у колишньому Радянському Союзі за директивного управління та планової економіки. Це означає, що працювали інструменти, які забезпечували такі процеси накопичення. Сучасні економічна й фінансова науки та відповідна практика цього питання не вирішують.

Наступною досить значною проблемою є те, що багато прибуткових державних підприємств після приватизації стають збитковими через застосування різних способів виведення прибутків із господарського обороту і відсутність мотивів для їх капіталізації.

Нестача фінансових інструментів, відсутність сучасних інститутів розвитку, які б дозволяли здійснювати нове піднесення у реальному секторі, а також невідпрацьованість способів їхнього кредитування ускладнює залучення бізнесу до модернізації промисловості. Спроба реалізувати національні проекти виявилася невдалою та неефективною, зважаючи на брак кваліфікованих кадрів, відсутність належного організаційного забезпечення та контролю з боку держави. Це також стосується проблем підготовки та відбору кадрів з управління, оскільки вища школа та господарська практика не дозволяють генерувати професіоналів, здатних управляти масштабними проектами, забезпечувати реалізацію механізмів фінансування національних проектів. Достатньо згадати неефективну реалізацію окремих проектів Євро-2012, підготовку проекту з будівництва терміналу LNG.

Часто обговорювалися питання цільової емісії, проте досі не враховано позитивного міжнародного досвіду фінансування проектів (зокрема інфраструктурних) у рамках грошово-структурної політики та використання досвіду державно-приватного партнерства, для реалізації якого в Україні вже є пропозиції, також і фахівців Інституту економіки та прогнозування НАН України.

Ці проблеми становлять далеко не повний перелік викликів, які стоять перед науковцями і практикаками. Гострі питання потребують обговорення,

дискусії та знаходження шляхів вирішення. Руху вперед не буде, якщо фінансові інструменти розглядати як предмет у собі або спосіб отримання прибутку, який не капіталізується і не вирішує назрілих у реальному секторі проблем. Неприйнятними для України є також низькі темпи зростання ВВП у 2—3 %, оскільки відбуватиметься нарощення кількості і якості проблем у сфері споживання.

Дослідження питань інноваційної діяльності та модернізаційних процесів, проведені в Інституті економіки та прогнозування, свідчать, що у всіх видах діяльності на мікрорівні є досить непогані інноваційні підприємства та окремі виробництва. Власне це і є позиції, спираючись на які і розвиваючи які, можна запроваджувати інновації та розвивати реальний сектор. Вони сформувалися завдяки багатьом причинам: в одних випадках, це вдалий менеджмент, в інших — ефективне використання ресурсів. Ці явища не пробиваються на макрорівень, не мають достатніх можливостей для зростання. Підсумовуючи, В. М. Геєць акцентував увагу на тому, що коли фінансова система буде побудована так, що зазначені позиції фінансуватимуться і перетворюватимуться на потужні локомотиви, тоді можна сподіватися на прискорення зростання через 5 років і такому зростанню буде притаманна нова якість.

Таким чином, трансформація фінансової системи є однією з основних передумов економічного росту.

**А. І. Даниленко** у доповіді “Моделі економічного розвитку і фінансової політики” зазначив, що проблеми фінансів реального сектору економіки, порушені у доповіді В. М. Гейця, є надзвичайно актуальними з огляду на їхній безпосередній вплив на економічний стан країни. Загалом, проблеми фінансування реального сектору, нераціонального використання фінансових ресурсів та інші чинники фінансових загроз виникли ще на початку 90-х років ХХ ст. і своєчасно не вирішувалися, а ще більше поглиблювалися через прийняття суб’єктивних рішень упродовж останніх десятиліть.

Передумовами цих проблем були:

— формування структури економіки України як частини народногосподарського комплексу (система зв’язків виробництва і споживання в обсягах, розрахованих для союзних потреб у продукції металургії, хімічної промисловості, оборонного комплексу тощо). Відбувалося поглиблення структурних деформацій економіки. Об’єктивно існували потужності з виробництва певної продукції, створені за часів СРСР, які структурно не співвідносилися з реальними потребами внутрішнього ринку України. Необхідними були пошук нових ринків збуту продукції вітчизняних виробників, поступова структурна перебудова з використанням відповідних інструментів приватизації. Проте відсутність належної державної політики призвела до подальшого погіршення структури економіки;

— застосування не достатньо обґрунтованої концепції приватизації об’єктів державної власності, розпочатої у 1992 р., коли за умов домінування

неконкурентних методів і відсутності стратегічних інвесторів відбувся перехід комунальної і державної власності у приватну за інвестиційні, а з 1996 р. — приватизаційні сертифікати. Тоді фактично перестали бути державними майже усі галузі, підприємства яких виробляли товари народного споживання, наповнювали внутрішній ринок, забезпечували значні надходження до державного бюджету, зокрема підприємства легкої, меблевої, тютюнової та харчової промисловості. Зважаючи, що концепція приватизації була побудована переважно на ідеї зміни власника та зменшення частки державних підприємств у загальному обсязі підприємств реального сектору, зроблено висновок, що процес приватизації не було використано для виправлення структурних деформацій економіки та реформування окремих її галузей. Власне до 2001 р. промисловість (групи Б) була передана новим власникам, які не забезпечили модернізації виробництва;

— втрата системи товарних балансів. Невиправдана відмова від державного прогнозування, в основі якого мало бути формування планових товарних і ресурсних балансів, вплинула на вирішення питання структурної перебудови економіки за рахунок раціональної, спрямованої на стабільний розвиток приватизації об'єктів державної власності, проведення політики розвитку внутрішнього ринку, імпортозаміщення. Відсутність стабільного і обґрунтованого прогнозування розвитку економіки України, довгострокового фінансового планування з визначенням чітких національних пріоритетів та належного зв'язку плану економічного розвитку з реальними можливостями державних фінансів щодо його забезпечення мала суттєвий негативний вплив на фінансову стійкість економіки України загалом;

— погіршення ситуації з формуванням дохідної частини бюджету та своєчасним і повним фінансуванням витрат держави на виконання її функцій. Виробники товарів народного споживання, що традиційно були основними платниками податків, зокрема підприємства легкої промисловості, переважно призупинили свою господарську діяльність. Основними платниками стали середній та малий бізнес, оскільки окремі великі корпорації активно застосовували схеми мінімізації об'єкта оподаткування та виведення прибутку за кордон;

— багато банків з іноземним капіталом на території України, які контролювали (на кінець 2012 р.) 35—40 % кредитного поля держави. Високі ризики кредитування реального сектору економіки України призвели до того, що пріоритети в отриманні кредитів було віддано споживчому кредитуванню, яке стало у кризові роки фактором дестабілізації валютного ринку України.

Ці причини негативно вплинули на формування високої відкритості економіки України і її надмірної залежності від зовнішньоекономічної кон'юнктури та світових криз. Такий стан поглиблювався окремими прорахунками при формуванні фіскальної політики. Дохідна частина бюджету (з метою стимулювання розвитку економіки) формувалася за принципами ліберальної (американської) моделі, а витрати бюджету — за принципами соціально-орієнтованої

(шведської) моделі, що не створювало умов для збалансування бюджету. Внаслідок цього виникла парадоксальна ситуація, оскільки таке поєднання положень (різних за своєю економічною сутністю) створило “фіскальні ножиці” (перевищення видатків бюджетів над їхніми доходами), потенційно загрожує розбалансувати державні фінанси та збільшує дефіцит тощо.

Було зазначено, що поряд із потребою покращення структури економіки й оновлення основних фондів, яка гостро постала з початку 90-х років минулого століття, з початком світової кризи нинішнього століття загострилася проблема валового нагромадження капіталу. Наявного рівня (18,4 і 18,8 %, відповідно у 2009—2010 рр.) було замало для активізації модернізації економіки України, враховуючи, що країни зі стійкими й високими темпами економічного зростання останнім часом мали норми нагромадження більше 30 % (зокрема Китай). Не випадково зношення основних фондів як загалом по економіці України, так і по промисловості мало стійку тенденцію до зростання.

На відміну від низки держав світу, враховуючи і СНД, в Україні стабільно зберігається низький рівень здійснення капітальних інвестицій за рахунок коштів державного бюджету. У той же час, власні кошти підприємств і організацій у загальному обсязі фінансування інвестицій в економіку в 2004—2011 рр. становили 58,6—66,1 %<sup>4</sup>, з них за рахунок амортизаційних відрахувань у 2011 р. — 17,2 %; кредити банку та інші позики становили 16,3 %. Оборотні та інвестиційні кошти підприємств, використані для економічної діяльності в Україні за період 2004—2011 рр., майже наполовину формувалися за рахунок стійких пасивів (поточної кредиторської заборгованості, обсяг якої у 2011 р. становив 124 % ВВП).

Ці дані свідчать про фінансову неспроможність бізнесу та його незацікавленість відновленням основних фондів, інноваційними проектами, капіталізацією, нездатність ринкових механізмів забезпечити зростання на інноваційній основі тощо, а також про необхідність перегляду моделі економічного розвитку, розробки та запровадження системи державного індикативного планування. Зважаючи на це, а також наслідки кризи 2008—2009 рр. та з метою успішного соціально-економічного розвитку України, слід посилити увагу до раціональної та зваженої ролі держави у розвитку економіки.

Наголошувалося на необхідності переходу до глобальних національних пріоритетів, які показали свою високу ефективність. Наприклад, у країнах Південно-Східної Азії свого часу превалювали такі загальноекономічні пріоритети (зокрема, В'єтнам мав два пріоритети — експорт і розвиток АПК, Китай — експорт — інноваційний розвиток — споживання), що пронизували всю економічну систему, всі галузі. Галузевий підхід в Україні, як свідчить практика останніх десятиліть, призвів лише до розпорошення фінансових ресурсів на сотні державних програм, більшість із яких були не повністю фінансово забезпечені й, відповідно, самі не досягли попередньо запланованих

---

<sup>4</sup> За методологією Держстату України.

результатів. Таким чином, було обґрунтовано необхідність переходу від переважання галузевого підходу до національних (обмеженої кількості) загально-економічних пріоритетів, а також визначено таку ієрархію пріоритетів:

1. Гуманітарний пріоритет, який встановлюється й поступово реалізується як стратегічна мета держави, пов'язана з необхідністю досягнення відповідного індексу людського розвитку.

2. Загальноекономічні пріоритети з визначеними і затвердженими на перспективу щорічними маяками, досягнення яких забезпечить стабільний розвиток економіки країни і реалізацію на цій основі державного гуманітарного пріоритету. Дослідження показало, що можливими загальноекономічними пріоритетами, з урахуванням специфіки і можливостей економіки України, можуть бути: розвиток внутрішнього ринку, насамперед за рахунок імпортозаміщення; нарощення експортного виробництва; і, можливо, збільшення обсягів сільськогосподарського виробництва, хоча два названі вище пріоритети забезпечують вирішення завдань, що стоять перед АПК.

3. Галузеві пріоритети, реалізація яких має забезпечити безумовне досягнення встановлених щорічних маяків для загальноекономічних пріоритетів. При цьому галузь може представляти також група підприємств, які здатні бути локомотивами економічного розвитку і забезпечити досягнення рівня відповідних показників, передбачених у планах-прогнозах.

4. Інвестиційні державні проекти, які безпосередньо пов'язані з галузевими пріоритетами (або окремих підприємств, що їх представляють) та мають забезпечити досягнення показників, встановлених на перспективу відповідній галузі.

Загальнодержавні — гуманітарний та економічний пріоритети мають встановлюватися на 15—20 років і затверджуватись (відповідним законом) Верховною Радою України. Галузеві пріоритети і першочергові інвестиційні державні проекти затверджуються відповідними постановами Кабінету Міністрів України раз у 5 років (у роки виборів президента України та затвердження нового уряду України) з необхідними уточненнями залежно від успішності досягнення показників загальноекономічних пріоритетів. Ці пріоритети об'єднуються й узгоджуються між собою в рамках відповідної національної програми, що затверджується урядом як на довгострокову, так і на середньострокову перспективи. Основою розробки такої програми мають бути затверджені Верховною Радою України гуманітарні та економічні загальнодержавні пріоритети на 15—20 років, незалежно від змін в уряді.

Фінансування усіх інвестиційних проектів здійснюється насамперед за рахунок коштів створеного Державного банку реконструкції і розвитку України, у статутному фонді якого можуть бути сконцентровані усі можливі джерела фінансування інвестицій (емісійні кошти банку, бюджетні та кошти від продажу державного майна, іноземні кредити, не пов'язані з конкретними проектами, та ін.). Цей банк повинен мати спеціальний статус і підпорядковуватися Кабінету Міністрів України.



Таким чином, було сформульовано висновки щодо необхідності спрямування обмежених фінансових ресурсів на пріоритетні напрями розвитку.

У доповіді **А. Є. Городецького**, заступника директора Інституту економіки РАН, заслуженого діяча науки РФ, доктора економічних наук, професора, “Досвід Росії з антикризового регулювання та моделі посткризового розвитку” подано узагальнення уроків недавньої історії, досвіду та спроб його теоретизації, а також підкреслено важливість і необхідність розширення поглядів на майбутнє країни, оцінюючи його як у світовому, так і внутрішньополітичному аспекті.

Криза 2008—2009 рр. не була очікуваною для Росії після “ситих років” 10-річного економічного зростання на рівні темпів 5—7 % в рік і те, що відбувалося у світі не сприймалося як загроза. Твердження про неможливість кризи ґрунтувалися на досягненні певної економічної стабільності в Росії, наявності значних накопичень золотовалютних резервів і фінансових резервних фондів. Незважаючи на це, наприкінці 2008 р. криза таки розпочалася і мала досить серйозні наслідки. За рівнем падіння виробництва та іншими показниками Росія, порівняно зі США (–2,4 %), ЄС (–3,9 %), Великобританією (–4,7 %), Японією (–5,1 %), постраждала значно більше (–8,0 %). Країни БРІКС лише уповільнили темпи розвитку (за винятком Бразилії, де приріст ВВП становив 0,1 %). Позитивна динаміка збереглася також у Казахстані та Білорусії (щоправда, за високого рівня безробіття та інфляції). Тому надзвичайно важливими є питання причин і характеру кризи.

Економісти, які відстоюють ліберальні принципи, стверджували, що криза — це природний стан ринкової економіки в певній фазі циклу, ринок внесе необхідні корективи і вона швидко мине. Однак, сталося навпаки. Криза вийшла за рамки звичайної рецесії і можливостей коригувань в режимі саморегулювання. В основі кризи лежали фундаментальні причини. Зокрема, завершення довгого Кондратьєвського циклу і визрівання умов для переходу до наступного (6-го) технологічного укладу. У Росії (та світі теж) це збіглося із завершенням класичного десятирічного циклу розвитку. Звичайно, детонатором кризи були традиційні фінансові бульбашки на фінансовому ринку США, які потім розкрили весь “букет” проблем світової фінансової кризи, пов’язаної з хронічними труднощами державних боргів, бюджетних дефіцитів, світової та національних валютних систем. На думку доповідача, є підстави говорити про системну кризу, пов’язану із сучасною моделлю розвитку загалом, механізмами державної економічної політики на основі неолібералізму і монетаристської економічної теорії. Сукупність кризових явищ та існування передумов поновлення кризи свідчать про необхідність застосування фундаментального підходу при пошуку шляхів виходу з неї. Для Росії характерно, що економіка упродовж усього періоду розвитку мала значною мірою спекулятивний характер, що зробило її залежною від будь-яких коливань і змін на світових ринках. Варто також зважати, що національна фінансова система не склалася як модель. В наших дискусіях і в практиці сформувалися два протилежні

погляди: перший — національна економічна система повинна бути досить суверенною; другий — національна економіка має стати сегментом глобальної, світових фінансів та фінансових ринків. На жаль, було прийнято другий підхід, і це стало причиною того, що країна ставала повністю залежною від зовнішніх кредитів і боргів, прив'язки грошової системи, динаміки грошової маси до доларових надходжень за рахунок сировинних доходів, переважно від нафти й газу.

Зважаючи на особливості державної економічної політики, ресурси антикризового регулювання на першому етапі були спрямовані в банківську систему, а не в реальну економіку. Ці гроші пішли на валютний ринок і значною мірою виведені за кордон. Загалом це і стало причиною глибокого і сильного впливу зовнішньої кризи на російську економіку.

Така ситуація зумовила і специфіку реакції влади на кризу. Для пом'якшення впливу кризи на економіку були спрямовані значні фінансові ресурси, зокрема: на першому етапі близько 5,9 трлн руб. на кредитування антикризових заходів, з них на короткострокове кредитування — близько 1,1 трлн руб., безповоротне фінансування — близько 1,0 трлн руб.; на другому етапі — 1,6 трлн руб. на надання податкових пільг та кредитування окремих заходів та об'єктів; на третьому етапі профінансовано соціальні заходи (1,4 трлн руб.); на четвертому — бюджет у зв'язку з випаданням нафтогазових доходів (2,7 трлн руб.); на протидію обвалу рубля витрачено 4 трлн руб. Загальна сума антикризового фінансування становила 16,0 трлн руб., або 40 % річного обсягу ВВП 2008 р.

Це дозволило вийти із кризи 2008—2009 рр. і досягти економічного поживлення в 2010 р. Незважаючи на ці заходи, Росія значно постраждала від кризи, причому крім падіння виробництва зросли безробіття (8,2 %) та інфляція (10,7 %). Криза показала, що у світі відбулися значні зміни і настають нові часи. Сьогодні світ інтенсивно й наполегливо намагається зрозуміти, яким буде майбутнє. При цьому актуальними стають дослідження щодо визначення нової парадигми і моделей розвитку.

Які уроки ми отримали із кризи?

Перше — повернення циклів. Економічне зростання протягом 130 місяців у США та останніх 11—15 років перед кризою в інших країнах дало змогу багатьом економістам зі світовими іменами зробити висновок, що циклічний характер розвитку подолано. Але цикли повертаються. Ми мало можемо сказати про їхню періодичність, межі циклів виявилися значно розмитими і факторами регулювання, і колосальним розширенням ринків у зв'язку з геополітичними й гео економічними змінами у світі. Але тепер ми точно знаємо, що цикли нікуди не поділися, хоча їхня хронологія змінилася. І ми повинні бути готовими до того, що антициклічне регулювання, яке застосовувалося в 1950—80-ті роки, знову потребує актуалізації. Очевидно необхідно виробити нові механізми цього антициклічного регулювання.

Друге — переосмислення ролі й місця великих і найбільших організаційно-економічних та організаційно-правових форм у сучасній економіці, корпоративного капіталу, враховуючи транснаціональні корпорації. Передбачення, ніби комп'ютерна ера приведе до того, що малі форми будуть ставати ефективнішими, малий і середній бізнес вийде на перші ролі, з точки зору факторів економічного зростання, динаміки структури світової економіки не підтвердилися. Насправді скрізь триває хвиля злиття і поглинання. Змінюється якісний склад лідерів “перегонів” глобальної конкуренції. Великі й найбільші корпорації залишаються локомотивами національних економік. І ця тенденція простежується в усіх країнах світу. На абсолютно раціональних підставах будується й антимонопольна політика, яка орієнтується не стільки на масштаби корпорацій і частки займаних ними ринків, скільки на конкретні прояви монопольної (антиконкурентної) поведінки, факти порушення антимонопольного законодавства.

Третє — реабілітація ролі реального сектору економіки, матеріальної економіки взагалі. Відбувається девальвація самого поняття постіндустріалізму. Є певна іронія в тому, що про постіндустріалізм більш ніж доречно говорити стосовно постсоціалістичних країн, які почали свої реформи з руйнування національної промисловості, примітивізації структури економіки. І в цьому сенсі промисловість відходить не як якийсь віджилий історичний економічний феномен, звільняючи місце постіндустріальному суспільству. Її часові та просторові переміщення є наслідком значного зростання глобальної конкуренції, яка диктує свої правила і національній конкурентоспроможності. Саме в цьому сенсі ми можемо говорити про постіндустріалізм для деяких країн і територій, нездатних зберегти свої національні сегменти сучасної промисловості, але не для держав — лідерів глобальної економіки, не для транснаціональних капіталів і корпорацій, які шукають найбільш прибуткових умов розгортання виробництва.

Крім того, скорочуються зони експорту продуктивного капіталу, де ще вчора низька ціна робочої сили і слабкий соціальний захист найманих працівників забезпечували надприбутки транснаціональним корпораціям. Криза розставляє всі крапки над “і”, й однією з актуальних тем стає репатріація промислових виробництв, створення нових робочих місць у економічно розвинутих країнах по обидва боки Атлантики.

Четверте — зміни настроїв стосовно системи державного регулювання. Нині можна констатувати, що завершилася 30-річна епоха превалювання ідей мейнстріму, неоліберальної парадигми, згідно з якими всі проблеми економічної сфери вирішуються безпосередньо ринком без участі держави. У більшості країн, зокрема у США, Європейському Союзі, Південно-Східній Азії, на фазі кризи саме держава докладала надзвичайні зусилля щодо локалізації кризових явищ та пом'якшення їхнього впливу на економіку. Фінансові вливання в економіку здійснювалися в різних формах, враховуючи перехід окремих банків і підприємств у державну власність. Цей підхід стосується також Росії.

Але по завершенню кризи для Росії, як завжди, характерним є відновлення домінування в політиці ультраліберальних позицій, притаманних певній частині еліти, політиків, чиновників наукового та експертного співтовариства, які належать до влади і наближених до неї.

Сьогодні, коли в Росії обговорюються питання щодо прогнозу до 2030 р., актуальним є визначення необхідної моделі економічного зростання. З приходом у Міністерство економіки Російської Федерації нової “команди”, розпочато роботу з оновлення системи державного регулювання та економічної політики, посилення стратегічних основ у державному управлінні. Ці люди представляють відому наукову школу академіків О. І. Анчішкіна, І. Л. Єременка, В. В. Вантера, мають солідний досвід апаратної роботи. Їхня позиція полягає в тому, що підвищені темпи економічного зростання можуть бути забезпечені лише активізацією інвестиційної політики, стимулюванням інвестицій у виробництво, інфраструктурну групу галузей і проекти, можливим пом'якшенням вимог бюджетного правила. Формування міністерством економіки на основі цього підходу прогнозних сценаріїв економічного зростання на довгострокову перспективу стикається з протистоянням з боку інших чиновників, вчених НДУ “Вища школа економіки”, Академії національного господарства та державної служби, Інституту економічної політики ім. Є. Т. Гайдара (Інститут Гайдара), Центру стратегічних розробок (фонд). Дискусія, яка виникла навколо цих проблем, ґрунтується на припущеннях, що сценарії, розроблені міністерством економіки, можуть призвести до поглиблення кризових тенденцій, падіння темпів економічного зростання до 2 % або до нульового рівня, ослаблення жорсткості монетарної політики і витрачання коштів резервних фондів. Відбувається, власне, залякування влади “катастрофічними сценаріями” і нав'язується консервація моделі політики, яка сформувалася в 1990-ті роки і тривала аж до економічної кризи 2008—2009 рр.

Ця політика на довготривалих горизонтах дала певні результати. Сформувалася ринкова економіка. Встановилася певна стабільність (порівнюючи з економічним станом 90-х років ХХ ст.) у владі, економіці, суспільстві, навіть на світовій арені становище Росії загалом стабільне (повернуто міжнародну суб'єктність і вплив на прийняття важливих міжнародних рішень). Але вона двічі давала системні збої (дефолт у 1998 р., криза 2008—2009 рр.). І, нарешті, в економічній стабільності є зворотна сторона — реальна загроза перетворення її у фінансовий, соціальний і політичний застій.

Політика влади упродовж останнього десятиліття була дуже суперечливою, з одного боку, потреби у відновленні й розвитку, з другого — посилення глобальної конкуренції вимагали прагматичних рішень, які часом суперечили ідеологічним догмам та імітаційним моделям модернізації. Застосовувалися перевірені методи державного регулювання, відновлювалися державні інститути в економіці. При цьому практично склалася паралельна система державних

інститутів розвитку, яка, на тлі ортодоксальної монетарної політики, політики приватизації, була здатна матеріально й фінансово підтримати, забезпечити державні стратегічні цілі та пріоритети в енергетичній політиці; відродженні оборонно-промислового комплексу; цивільному космосі, авіації, суднобудуванні, сфері інформаційно-телекомунікаційних технологій; автомобілебудуванні; виробництві та експорті зерна тощо. Намітився серйозний поворот у розумінні ролі національних інтересів.

Однак, офіційною доктриною залишається неолібералізм в тому вигляді, як він був оформлений концепцією Вашингтонського консенсусу, реалізований у рамках російських реформ починаючи з 90-х років ХХ ст. Світ пішов далеко вперед. Серйозні корективи в парадигму розвитку країн з ринками, що розвиваються, вніс так званий Монтеррейський консенсус<sup>5</sup>, яким передбачено цілком реалістичні положення про роль держави та державних бюджетів в економіці країн із ринками, що розвиваються.

Уроки кризи свідчать, що у країнах з ринками, що розвиваються, навіть у тих, якими визнано Вашингтонський консенсус, його положення сьогодні повною мірою не застосовуються. Однак, у Росії його принципи продовжують зберігати чинність у фінансовій політиці, приватизаційних планах уряду, підходах до реформування соціально-економічної інфраструктури тощо.

Це впливає також і на інститути. У нас не сформовано категорії “ефективний власник”, “мотивований інвестор”, “відповідальний і ефективний менеджер”. Але це пов’язано не тільки з макроекономічною динамікою і підприємницьким кліматом. Є й такі фундаментальні причини, як конституційні гарантії, права та захищеність власності і власника. Але в умовах, коли власність унаслідок історичних особливостей проведення приватизації є нелегітимною і проблема легітимності приватизованого майна не вирішується, зникає мотив ефективного господарювання, розширення виробництва, використання нововведень. Коли бізнес (переважно великий) отримав державну власність не за реальною або ринковою вартістю, не за підсумками справедливих конкурсів, а “за домовленостями” (у низці випадків вельми сумнівними), не можна очікувати від нових власників належного ставлення та зацікавленості інвестувати в таке майно.

Протиріччя в державній економічній політиці відображають реальні конфлікти інтересів у владі, в еліті. Так, конфлікти, з одного боку, нафтогазового бізнесу і його лобі, і, з другого боку, радикально-ліберального крила в уряді з питань приватизації, — це конфлікти не між ідейними державниками і переконаними лібералами.

На одному полюсі перебуває потужне крило державної бюрократії, яке виросло на зрощуванні влади і власності, приватизації владних та

---

<sup>5</sup> Монтеррейський консенсус Міжнародної конференції ООН з фінансування розвитку прийнятий Міжнародною конференцією з фінансування розвитку в Монтерреї, Мексика, 21–22 березня 2002 р.

адміністративних державних функцій і спотворює сутність і форми державної участі в економіці. Найяскравіший приклад — це держкорпорації з їхнім невизначеним майновим статусом, непідконтрольністю державі і, практично, необмеженими ринковими можливостями конкурувати з приватним бізнесом. Парадокси відомого конфлікту навколо спільного підприємства ТНК-БіПі англійської корпорації БіПі й російської Роснафти щодо майбутньої розробки російських арктичних багатств добре ілюструють цю ситуацію<sup>6</sup>.

Чи хороша практика реєстрації нафтової галузі в результаті поетапної комбінації з ЮКОСом, а потім Роснафтою (поглинула активи ЮКОСа) і БіПі? У самому поверненні держави в цю стратегічну галузь немає нічого трагічного. Прикладів успішної діяльності державних компаній у нафто- і газовидобутку, електроенергетиці достатньо. Але об'єднання політичного й адміністративного ресурсів державної бюрократії з безпрецедентним приватним ринковим монополізмом в особі однієї компанії багате найнеочікуванішими наслідками.

На іншому полюсі — зберігає вплив і владу радикально-ліберальне крило політичної еліти, яка, незважаючи на всі уроки минулого двадцятиріччя і зміни в світі, продовжує наполегливо керуватися уявленнями і практиками, сформованими ще в епоху неоконсервативних революцій в Європі та США, які вичерпали свій творчий і управлінський потенціали до початку глобальної кризи.

Об'єктивні процеси, що відбуваються у світовій і національній економіках, та їхнє наукове осмислення свідчать про необхідність стратегічного повороту в державній економічній політиці. Ми пов'язуємо його із трьома викликами і трьома її імперативами.

Виклики розвитку не залишають нам іншої альтернативи, крім як увійти до групи лідерів сучасного економічного й технологічного прогресу або ж змиритися із безповоротністю відставання, остаточного переходу в категорію країн другого ешелону, з обмеженим економічним і, в підсумку, державним суверенітетом. Гуманітарні виклики ставлять нас перед альтернативою забезпечення широкої соціально-економічної справедливості, системи людських, соціальних і громадянських прав і свобод або закріплення економічної і соціальної поляризації в суспільстві, характерної для слаборозвинутих країн або тих, що розвиваються. В останньому випадку у світових рейтингах країну буде відкинуто далеко назад, на периферію сучасного глобального співтовариства. І, нарешті, виклики нового світопорядку. Формування нових змісту, цінностей,

<sup>6</sup> Купівля Роснафтою компанії ТНК-ВР стала найбільшою угодою 2012 р. на світовому ринку злиттів і поглинань (M & A), її сума — 59,1 млрд дол. США. Спочатку була оформлена купівля 50 % ТНК-ВР у ВР, а потім — 50 % у консорціуму ААР. Згідно з дослідженнями Mergemarket, у світовому рейтингу ці угоди посіли 4-е і 5-е місця відповідно. Передбачається, що нова Роснафта стане величезною мультинаціональною, першою у світі з видобутку і постачання нафти компанією. Фактично створюється новий гігант нарівні з Газпромом, але тепер у нафтовій промисловості (див.: Поглощение “Роснефтью” ТНК-ВР стало крупнейшей сделкой в мире в 2012 году [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [http://www.gazeta.ru/business/news/2013/01/11/n\\_2701965.shtml](http://www.gazeta.ru/business/news/2013/01/11/n_2701965.shtml)).

економічних відносин, норм і правил веде до створення нових інститутів регулювання і координації у сфері як міжнародної (міжнародні, наднаціональні інститути), так і внутрішньої (національні інститути) політики.

Для Росії ці виклики пов'язані зі структурним, соціальним та інституційним імперативами, які детально обгрунтовані в наукових працях Інституту економіки РАН.

Підсумовуючи, А. Є. Городецький акцентував на тому, що сьогодні лідери світового економічного розвитку, насамперед США, всі сили і ресурси держави та нації концентрують на управлінні майбутнім, цілеспрямованому і планомірному створенні наукових, науково-технічних, інноваційних та технологічних напрацювань у рамках шостого й навіть наступного, сьомого, технологічних укладів. Про це невпинно говорить у більшості своїх прогнозно-економічних робіт відомий російський математик Г. Г. Малінецький. І тут лідером є держава, яка, передаючи країнам другого ешелону прогрес, у комерційний сектор справи ближнього космосу вкладає ресурси ІТ-економіки та інших галузей попереднього укладу. Проривні військові технології, медицина, біотехнології і фармацевтика, нанотехнології, інформаційно-телекомунікаційні технології на нових принципах, революція в матеріалах — все це підтримується державою, природно, у тих специфічних формах, які характерні для американської системи регулювання інтелектуального виробництва, співпраці з бізнесом на основі базових національних інтересів і довгострокових стратегічних орієнтирів, спрямованих не просто на лідерство, але на економічне домінування в майбутньому світі. Ці світові тренди та імперативи розвитку вимагають, переконливо диктують об'єднання в Росії систем стратегічного цілепокладання, планування та управління, політичних, економічних та інституційних механізмів вироблення та реалізації стратегічних пріоритетів.

**Т. І. Єфименко**, президент ДННУ “Академія фінансового управління”, член-кореспондент НАН України, визначила основні параметри фіскального простору в умовах кризи, зумовлені макроекономічними й фінансовими дисбалансами у сферах бюджетно-податкового, кредитно-банківського, фінансово-грошового обігу, інвестиційного та фондового ринків. У доповіді підкреслено актуальність конференції з огляду на процеси еволюції економіко-теоретичного знання в контексті впливу на зміни управління економікою. Впровадження нових антикризових моделей державно-інституційного втручання в ринкову економіку, формування й досягнення національних пріоритетів потребує коригування цілей і способів реалізації фінансової політики в Україні. Тому Т. І. Єфименко, як і попередні доповідачі, підкреслила необхідність перегляду кількісного та якісного складу національних проектів, що визначають стратегічні напрями розвитку України. За результатами дискусій під час робочих засідань Інвестиційного форуму в Індії, в якому брала участь українська делегація на чолі з Президентом України В. Ф. Януковичем у грудні 2012 р., досліджень із питань інвестиційної активності міжнародної підприємницької спільноти доповідачка

зробила висновок про необхідність постійного моніторингу в ринкових умовах зовнішніх пропозицій щодо співпраці. Також, на її думку, потребує підтримки втілення матеріальних результатів вітчизняних інновацій. Дослідження попиту іноземних інвесторів на них, зокрема на продукцію українських виробників у літакобудуванні, створення автоматизованих систем управління зумовлює потребу в коригуванні інноваційного зростання та пошуку ефективніших форм фінансування. З цією метою вкрай важливо знайти місце напрямів сучасного бюджетного реформування в елементах інституційного середовища з дотриманням рівноваги їхніх зовнішньої й регіональної складових, а також у основоположних правилах суспільного життя. Слід мати на увазі, що в цих же рамках функціонують транснаціональні норми, а також внутрішні — соціальні, юридичні, економічні та ін. Наразі на міжнародному рівні великого значення набувають чинники, що мають політичний характер, викривлюючи господарчу логіку. Співвідношення економічних і політичних циклів в Україні свідчить і про істотний вплив векторних орієнтацій, а також діяльності громадських інститутів і партій на формування цілей боргової політики, середньострокового планування доходів, складання цільових, бюджетних програм у публічних фінансових системах. Таким чином, планування загальних інституціональних змін у фінансовій політиці завжди має ґрунтуватися на принципах збалансованості зовнішніх і внутрішніх, а також політико-економічних складових.

Останніми роками внаслідок глобальної фінансово-економічної кризи реформування фінансової системи в Україні має на меті підвищення збалансованості та стійкості бюджетної системи, насамперед за показниками дефіциту бюджету. Програма економічних реформ на 2010—2014 роки “Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна держава” передбачає підвищення результативності, ефективності й прозорості у використанні бюджетних коштів, повноцінне фінансування виконання державою її функцій. Аналіз світових тенденцій протидії проявам рецесії засвідчив, що формування умов глобальної кризи пов’язується з відсутністю адекватних управлінських скоординованих механізмів, здатних одночасно регулювати складові так званого фінансового простору (*fiscal space*). Його концепція була розвинута не так на базі теоретичних досліджень, як за потребами практики фінансового управління, зокрема в розв’язанні проблем бюджетного дефіциту, недостатності грошових ресурсів для економічного розвитку. Антикризове спрямування фінансової політики, що базується на засадах фінансового простору, визначає інструменти прийняття управлінських рішень, відбору варіантів за відповідних умов глобального або національного характеру, причому не лише в економічній сфері.

Фінансовий простір (у широкому розумінні) розглядається як управління взаємопов’язаними потоками фінансових ресурсів, які спрямовуються на підтримку структурних реформ в інтересах суспільства, розвиток економіки та держави.



Коли доходів бюджету достатньо лише для забезпечення поточних видатків і уряд стикається із труднощами фінансування бюджетного дефіциту, відсутністю ресурсів для проектів розвитку, управлінський фіскальний антикризовий маневр завжди потребує резервного ресурсу. Можливий вимір такого ресурсу в рамках граничних меж індикаторів бюджету, що характеризують рівень фінансової безпеки, власне кажучи, й відповідає певному ступеню розширення фіскального простору. Це поняття відрізняється від використовуваних раніше тим, що воно включає динамічні складові варіантів прийняття рішень у середовищі, яке змінюється та має кризові ознаки. Інструменти ймовірного маневру, безпечно з точки зору настання незворотних явищ, притаманних стану перед дефолтом, ґрунтуються на фіскальних засобах регулювання. Ідеться про мобілізацію фінансових ресурсів, суспільних коштів, отриманих через систему оподаткування, та, в обмеженішому вимірі, від неподаткових надходжень. Інструментарій оподаткування, як функціональна складова механізму фінансового регулювання, становить сукупність методів та інструментів, із допомогою котрих держава впливає на процеси формування й використання фондів грошових ресурсів, потоки капіталів і доходів, поведінку суб'єктів господарювання для досягнення цілей, визначених соціально-економічною політикою. Виконання завдань антициклічного впливу відбувається з допомогою традиційних інструментів стимулювання сукупного попиту в кейнсіанському дусі, з використанням бюджетних, а також грошово-кредитних важелів для підтримки ділової активності економічних агентів.

Доповідачка також акцентувала увагу на необхідності моніторингу стану та оцінки індикаторів фіскального простору, врахування макроекономічних тенденцій (темпи зростання ВВП та ін.), заходів макроекономічної стабілізації та інших сучасних технологій фінансового менеджменту. Беручи до уваги сучасні світові тенденції, зокрема зниження темпів економічного розвитку<sup>7</sup>, було визначено нові виклики та загрози, які утворилися внаслідок уповільнення посткризового відновлення світової економіки; нестачі капіталу в банківському секторі для кредитування економіки; зростання навантаження на бюджетну сферу та посилення ризиків збільшення соціальних витрат. При цьому зміна ступеня впливу ризиків на економіку зумовлює розширення чи звуження певного лагу (маневру) формування фіскального простору та параметри необхідного коригування моделей економічного розвитку.

Світова рецесія 2008—2009 рр., боргова криза державних фінансів у низці країн Європейського Союзу у 2010—2011 рр., дискусії щодо визначення стелі внутрішнього державного боргу у США засвідчили, що проблема розширення фіскального простору, стійкості його параметрів є актуальною й для урядів багатьох розвинутих країн — членів ОЕСР.

---

<sup>7</sup> МВФ у жовтні 2012 р. переглянув прогноз темпів розвитку світової економіки: з 3,5 до 3,3 % (2012 р.); з 3,9 до 3,6 % (2013 р.); зони Євро: з -0,3 до -0,4 % (2012 р.); з 0,7 до 0,2 % (2013 р.).

Аналіз змін у фіскальному просторі країн ЄС, котрий визначається як різниця між граничним і поточним рівнями державного боргу до ВВП<sup>8</sup>, уможливив визначення “зеленої” зони (граничний рівень 60 %) як такої, що відображає допустимий обсяг державного боргу. Найбільше перевищення рівнем державного боргу вказаного граничного значення упродовж останніх років спостерігалось в Греції, Ірландії та Португалії, що збігається з офіційними оцінками фіскальних загроз єврозони. З огляду на це в доповіді обґрунтовано застосування методичних підходів до оцінки змін у фіскальному просторі в практиці державного управління, які дають змогу пов’язати ці зміни з проблемами поточного бюджетного періоду та цілями середньострокового періоду з урахуванням макроекономічних прогнозів і передумов їх досягнення.

На думку Т. І. Єфименко, дотримання умов фіскальної стійкості в середньо- й довгостроковому періодах є визначальним для прийняття рішень щодо розвитку економіки, управління державними фінансами. Це потребує встановлення чітких орієнтирів фіскальної політики, прозорих шляхів виконання завдань та послідовності в досягненні державних цілей, що мають реалізуватися через бюджетні програми певного періоду або за рахунок надання різних форм державної допомоги.

Проблеми розширення фіскального простору кореспондують зі стратегічним управлінням змінами в економічній політиці. Формування бюджетних резервів набуває зовсім іншого контексту за умов, коли уряд підтримує виважену фіскальну політику у сприятливому макроекономічному й інституційному середовищі, здійснює заходи бюджетування розвитку в короткостроковому періоді. Актуальним є створення додаткового фінансового ресурсу для розвитку галузей, що сприяють довгостроковому економічному зростанню (людський капітал, наука, технології, інновації), забезпечення балансу соціальної справедливості щодо теперішнього й майбутнього поколінь (створення суверенних фондів національного добробуту, фондів пенсійного та соціального страхування, проведення структурних реформ, регіонального вирівнювання тощо).

Безумовно, з огляду на недосконалу структуру державних витрат, котра не стимулює економічного зростання, розпорошення державних коштів на фінансування великої кількості бюджетних програм, наслідком чого є їх недофінансування, неефективне використання бюджетних ресурсів через множинну проміжних ланок руху до кінцевих споживачів, значні втрати державного й місцевих бюджетів унаслідок тінізації економіки, нерациональне використання податкових пільг, що не стимулюють достатньою мірою інвестиційні процеси та розвиток економіки, застосування важелів фіскального простору вкрай ускладнене.

Таким чином, при формуванні фіскального простору доцільно:

1) оптимізувати фіскальні видатки, а саме: скоротити неефективні витрати, зокрема пільги й міжбюджетні трансферти;

<sup>8</sup> Ghosh A. Fiscal Space / A. Ghosh, J. Kim, J. Ostry, M. Qureshi ; International Monetary Fund // IMF Staff Position Note. — 2010. — September 1. — № SPN /10/11. — P. 3, 4.

2) розширити ресурсну базу державних фінансів у оподаткуванні, удосконалити адміністрування обов'язкових платежів і зборів, оптимізувати запозичення.

Реформування фіскального простору потребує проведення бюджетної, податкової, пенсійної й адміністративної реформ, а також модернізації інститутів державного управління, які повинні бути взаємопов'язані та взаємозумовлені.

Наприклад, до заходів із реформування бюджетної сфери країн ЄС належать: 1) збільшення податкового навантаження (з 2014 р. підвищено ставки ПДВ: у Фінляндії — з 23 до 24 %, Іспанії — з 18 до 21 %, на Кіпрі — з 17 до 19 %; введено нові податки в Португалії, Франції, Іспанії та інших країнах); 2) зменшення або замороження видаткової частини бюджету (Греція, Іспанія, Португалія, Чехія та інші країни); 3) посилення функції середньострокового бюджетного планування, зокрема фіскальних обмежень.

У доповіді обґрунтовано основні принципи й підходи до створення “капіталізованого” фіскального простору (збільшення доходів бюджету або формування ресурсу проведення економічних реформ та економічного зростання) у наступних бюджетних періодах.

На переконання Т. І. Єфименко, уведення таргетування фіскального простору потрібно розпочинати з удосконалення боргової політики України через програмну співпрацю з Міжнародним валютним фондом; створення можливості рефінансування кредитів МВФ, що забезпечить зниження ризиків, пов'язаних із державним боргом, а також вартістю державних позик; запровадження в середньостроковій перспективі обліку боргових зобов'язань на рівні сектору загальнодержавного управління, утримання дефіциту цього сектору (враховуючи НАК “Нафтогаз України”) у межах 4,5 % ВВП, а державного бюджету — 3,5 % ВВП тощо. У доповіді наголошувалося на необхідності перегляду значення граничного рівня державного й гарантованого державою боргу відносно ВВП, оскільки наявне обмеження 60 % ВВП, встановлене Бюджетним кодексом України, не відповідає стану економіки України та не сприяє посиленню бюджетної дисципліни.

У доповіді розглядалися також питання:

- сутності фіскального навантаження й достовірності його оцінки; взаємозв'язку індикаторів тягаря обов'язкових платежів і зборів та параметрів систем оподаткування (ставок, порядків визначення бази); залежності економічного зростання від рівня навантаження; регуляторних ефектів інноваційної активності підприємств, поведінки бізнесу при зниженні ставок оподаткування;
- законодавчого визначення та практичної імплементації бюджетних правил забезпечення фіскальної стійкості в середньо- й довгостроковому періодах;
- своєчасного фіскального реагування на глобальні виклики, а також на зовнішні й внутрішні шоки (кліматичні зміни, вичерпання традиційних джерел енергії, дефіцит безпечної питної води, ризики техногенних катастроф,

стихійна міграція з регіонів бідності, політична нестабільність), довгострокові демографічні тенденції, пов'язані зі старінням населення, перманентні кризові процеси в системах пенсійного, соціального й медичного страхування;

— комплексного політико-економічного, аналітичного й прогнозного обґрунтування цілей створення або розширення фіскального простору, раціональної видаткової політики уряду із залученням механізмів державно-приватного партнерства з огляду на потреби структурної перебудови національного господарства.

**Ю. Б. Іванов**, заступник директора з наукової роботи Науково-дослідного центру індустріальних проблем розвитку НАН України, доктор економічних наук, професор, у доповіді “Податкові аспекти антикризової фінансової політики підприємств реального сектора економіки” підкреслив, що ефективний розвиток реального сектору економіки впливає на економічне зростання держави, підвищення рівня життя і добробуту громадян України. На реальний сектор економіки, який не тільки характеризує індустріальну потужність країни, але є основою загальнонаціонального багатства, дедалі частіше впливають кризові ситуації. Кризовий стан більшості підприємств реального сектору економіки полягає в їхній неспроможності фінансово забезпечити поточну виробничу діяльність, що призводить до зниження обсягів виробництва та реалізації продукції, фінансових результатів діяльності суб'єктів господарювання.

Фінансовий стан підприємств реального сектору економіки України останнім часом характеризується загальним погіршенням. Частка збиткових підприємств зростає за всіма основними видами діяльності реального сектору економіки з 2008 р. Лише у 2011 р. порівняно з 2010 р. кількість збиткових підприємств зменшилася на 2 % (будівництво) — 3,5 % (торгівля). Винятком є промисловість, оскільки кількість збиткових підприємств даного виду діяльності за цей період залишилася незмінною.

Погіршення фінансових результатів діяльності підприємств реального сектору економіки потребує розробки антикризової політики, основною метою якої є швидке поновлення платоспроможності й відновлення достатнього рівня фінансової стабільності суб'єкта господарювання.

Для успішного здійснення антикризової фінансової політики на будь-якому підприємстві необхідно не лише повністю виконувати податкові зобов'язання перед бюджетом та позабюджетними фондами. Важливо також знати особливості впливу механізму оподаткування на результати діяльності підприємства, здійснювати заходи щодо мінімізації його негативного впливу на фінансовий стан суб'єкта господарювання. Тому частиною процесу антикризового управління підприємством можна назвати податкове планування.

Для вітчизняних підприємств реального сектору економіки податкове планування є необхідним засобом адаптації до мінливості зовнішнього середовища. Складання прогнозу податкових платежів, виявлення та аналіз факторів, які впливають на рівень оподаткування, оцінка економічної доцільності

вкладання коштів у бізнес при існуючому рівні податкового навантаження створюють підґрунтя для обрання підприємством оптимального варіанта здійснення фінансово-господарської діяльності в умовах чинної податкової системи України. Податкове планування дозволяє підприємству уникнути багатьох складних ситуацій, частково усуває негативний ефект невизначеності середовища функціонування, сприяє раціональнішому використанню фінансових ресурсів, дозволяє керівництву приймати обґрунтованіші управлінські рішення.

Доповідач зазначив, що в результаті аналізу податкових аспектів антикризової політики підприємства можна виділити основні заходи у сфері оподаткування, спрямовані на поліпшення фінансового стану суб'єкта реального сектору економіки:

1. Вибір економічно доцільного методу розрахунку амортизації: прискореного зменшення залишкової вартості об'єкта основних засобів для 4 та 5 груп основних засобів та зменшення залишкової вартості для інших груп основних засобів.

2. Вибір альтернативного варіанта оподаткування малими підприємствами — суб'єктами реального сектору економіки: за умови перевищення сум податкових зобов'язань з неосновних податків (усіх крім ПДВ та податку на прибуток підприємств) суми єдиного податку — можливість обирати спрощену систему оподаткування, в іншому разі — обирати загальну систему оподаткування та відповідати критеріям для отримання права на застосування нульової ставки податку на прибуток підприємств.

3. Коректне застосування податкових пільг з податку на прибуток підприємств та ПДВ. А саме: стосовно пільги у вигляді звільнення від податку на прибуток підприємств — обґрунтування витрачання вивільнених від оподаткування коштів на перелічені в п. 21 підр. 4 розділу XX ПКУ цілі; застосування пільги у вигляді звільнення від ПДВ підприємствами, які надають послуги та виготовляють товари лише для кінцевого споживача.

**В. В. Зимовець**, завідувач відділу фінансів реального сектору ДУ “Інститут економіки та прогнозування НАН України”, доктор економічних наук, у доповіді “Нагромадження капіталу реального сектора та фінансова політика держави” висвітлив результати досліджень взаємозв'язку процесів нагромадження капіталу реального сектору та фінансової політики держави. У виступі було наголошено на важливості порушених у доповіді академіка В. М. Гейця питань щодо необхідності налаштування фінансової системи на вирішення проблем реального сектору.

Доповідач звернув увагу, що дефіцит капіталу на внутрішньому та зовнішніх ринках виник через зниження норм нагромадження у 2009—2010 рр. та переформатування світової фінансової архітектури, зумовлене стрімким зростанням боргової залежності розвинутих країн і відповідним здорожчанням вартості фінансових ресурсів на світових ринках. Це негативно вплинуло на нагромадження капіталу реального сектору економіки.

Для успішної реалізації стратегічних завдань економічного розвитку країни ієрархія завдань фінансової політики повинна підпорядковуватися пріоритетній інструментальній цілі — нагромадженню капіталу реального сектору. Своєю чергою, фінансова стабільність має розглядатись як одна із передумов, необхідних для нагромадження капіталу реального сектору, тобто як інструментальна ціль такої політики. Щодо розуміння поняття капіталу реального сектору доповідач запропонував застосовувати підхід С. Кузнеця, відповідно до якого “у сучасному суспільстві капітал — це запаси засобів, відокремлених від людей і юридично закріплених у розпорядженні для проведення економічних трансакцій, спрямованих на виробництво товарів або доходів”<sup>9</sup>. До складу капіталу реального сектору повинні входити усі його форми, які виникають у процесі обігу, враховуючи основні засоби, фінансові активи тощо. Визначаючи обсяги нагромадження капіталу реального сектору, некоректно ігнорувати приріст оборотних фінансових активів, що є основним для забезпечення ліквідності підприємств. Це стосується як теорії фінансів, так і цілей державної фінансової політики.

В. В. Зимовець під нагромадженням капіталу реального сектору пропонує розуміти приріст активів загалом, враховуючи, але не обмежуючись ним, чистий приріст матеріальних (необоротних та оборотних) та фінансових активів, які використовуються у виробничій діяльності. Вплив державної фінансової політики на нагромадження капіталу у реальному секторі країн із ринками, що формуються, до яких належить Україна, має свої особливості, пов’язані зі слабкістю фінансового сектору, несформованістю ринкових інститутів та пов’язаними з цим вищими (порівняно із розвинутими країнами) ризиками інвестування. Низька норма нагромадження капіталу практично перекреслює перспективи економічного розвитку країни, тоді як можливості державної фінансової політики в умовах глобалізації обмежуються.

Для визначення особливостей впливу державної фінансової політики на нагромадження капіталу реального сектору економіки України було проаналізовано тенденції такого нагромадження капіталу порівняно з тенденціями норми заощаджень, а також зрушення у структурі джерел фінансування активів реального сектору в контексті фінансової політики. За період 2005—2012 рр. сформувалася тенденція до випереджаючого зростання оборотних активів. Для подолання структурних диспропорцій в активах реального сектору необоротні активи повинні зростати швидшими темпами в 2013—2015 рр. У майбутньому можливості щодо вирівнювання диспропорцій залежатимуть від двох явищ: макроекономічної динаміки у 2013—2015 рр. та структури джерел фінансування на початок 2013 р.

Упродовж 2005—2011 рр. відбулися значні зрушення не лише у структурі активів реального сектору, але й у джерелах їх фінансування. У 2005—2007 рр.

<sup>9</sup> *Kuznets S. Capital Formation, Saving, and Financing: Definitions and Relations / S. Kuznets, E. Jenks // Capital in the American Economy: Its Formation and Financing. — National Bureau of Economic Research, Inc., 1961. — P. 15 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.nber.org/chapters/c1444.pdf>.*

власний капітал та поточні зобов'язання зросли в 1,7 раза, а довгострокові зобов'язання — в 3,6 раза. Починаючи з 2010 р. погіршується забезпечення реального сектору власним оборотним капіталом, який скоротився з 268 млрд грн на початок 2010 р. до 105 млрд грн на початок 2012 р. В умовах циклічно зумовленої стагнації банківського кредитування це призвело до розгортання платіжної кризи, подовження грошового циклу та зниження оборотності активів.

Помірне зростання боргової залежності підприємств реального сектору відбувалося і в докризовий період (підвищення коефіцієнта загального левєриджу з 1,14 на початок 2005 р. до 1,32 на початок 2008 р.). Це пояснюється сприятливими макроекономічними умовами цього періоду, зростанням довіри між кредиторами і позичальниками, і загалом оцінюється як позитивна тенденція. Прийнятним рівнем загального левєриджу (у світовій практиці) вважається показник 1,5. Таким чином, розвиток фінансових відносин реального сектору України у докризовий період не характеризується обтяженістю боргами, рівень боргової залежності у цей період не досягає критичної межі.

Починаючи з 2008 р. сформувалася тенденція до швидкого зростання боргової залежності реального сектору — з 1,32 на початок 2008 р. до 2,12 на початок 2012 р., тому ризики технічної неплатоспроможності досягли критичного рівня. Дефіцит власного капіталу реального сектору на початок 2012 р. оцінюється на рівні 700—800 млрд грн (йдеться про те, що залучення позичкового капіталу на прийнятних умовах буде можливим лише після зниження левєриджу до рівня 1,5, згідно з теорією компромісу (*trade-off theory of capital structure*), відповідно до якої надмірний рівень боргової залежності погіршує умови кредитування<sup>10</sup>).

Таким чином, серед основних тенденцій у динаміці капіталу реального сектору України в 2005—2012 рр. виділено: 1) чітко виражену стагнацію (дуже повільні темпи) зростання активів реального сектору; 2) різке погіршення інвестиційної привабливості та кредитоспроможності підприємств внаслідок процесу декапіталізації і зростання боргової залежності; 3) циклічно зумовлене погіршення якості і структури активів підприємств.

Тенденція до скорочення обсягів власного капіталу реального сектору була зумовлена не лише циклічними збитками в 2008—2009 рр. Незначна частка власних коштів у джерелах фінансування реального сектору спостерігалася і в докризовий період, що не дозволило нагромадити достатні резерви фінансової стійкості на початок економічної кризи. В умовах високої волатильності обсягів кредитування, яка є характерною для України, реальний сектор економіки характеризується надмірною вразливістю до коливань внутрішнього і зовнішнього попиту, що, своєю чергою, підвищує ризики інвестування і гальмує процеси нагромадження капіталу. Виникає замкнене коло. Тому й потребують

---

<sup>10</sup> Stewart C. Myers The capital structure puzzle / C. Stewart // Journal of Finance. — 1984. — № 39. — P. 575—592.

вивчення причини вкрай низької норми заощаджень реального сектору; ця проблема є ключовою.

У доповіді звернуто увагу на яскраво виражений негативний вплив державної фінансової політики на процеси нагромадження капіталу в реальному секторі через фіскальний канал. Обсяги державних запозичень значно перевищували можливості фінансового сектору щодо їх фінансування, наслідком чого стало зростання дефіцитності фінансових ресурсів на внутрішньому ринку та відповідне формування тенденції до підвищення рівня процентних ставок (встановлено, що при перевищенні співвідношення державного боргу і грошової маси (коефіцієнт абсорбції) показника 100 % процентні ставки стрімко зростають).

Підвищення загального рівня процентних ставок в умовах значної “роздутості” активів реального сектору (йдеться про зростання частки дебіторської заборгованості) та збільшення його боргової залежності фактично блокує кредитний канал впливу державної фінансової політики на процеси нагромадження капіталу реального сектору економіки України. Відповідно, вирішення завдання нагромадження капіталу зміщується у площину збільшення власних коштів (власного капіталу) підприємств.

В. В. Зимовець підсумував, що повільні темпи зростання активів реального сектору (чітко виражена стагнація) в 2005—2012 рр. (поряд із впливом інституційних чинників, враховуючи несприятливе інвестиційне середовище в Україні) були зумовлені:

- погіршенням інвестиційної привабливості та кредитоспроможності підприємств реального сектору внаслідок декапіталізації та зростання кредиторської заборгованості, що зумовили збільшення боргової залежності;

- погіршенням якості і структури активів підприємств реального сектору, що у поєднанні із уповільненням їх оборотності зумовило зростання попиту на зовнішні джерела фінансування;

- зниженням норми заощаджень загалом по економіці, зумовленим протиклічною фіскальною політикою в 2005—2008 рр., яка полягала в підвищенні рівня державного перерозподілу ВВП в умовах економічного зростання, і формуванням моделі економіки споживання, тобто економіки з низькою нормою нагромадження;

- вичерпанням податкових джерел фінансування державних витрат і стрімким зростанням державного боргу (за умови стагнації банківської системи і низького рівня монетизації ВВП), що у поєднанні із недоступністю фінансування для більшості підприємств на зовнішніх ринках призвело до посилення ефекту витіснення в 2009—2011 рр.

Для забезпечення сприятливих умов нагромадження капіталу реального сектору Україна потребує переходу до фіскальної політики, яка базується на чітких правилах, враховуючи дотримання граничних рівнів коефіцієнта абсорбції, що дозволить запобігти негативному впливу ефекту витіснення на інвестиції у реальному секторі економіки. Тому наголошувалося, що орієнтована



на нагромадження капіталу реального сектору довгострокова фінансова політика України — це поетапне зниження державного перерозподілу ВВП до рівня 35—40 %, прийняттого для країн із середнім ступенем економічного розвитку, що дозволить вивільнити ресурси, необхідні для фінансування процесів нагромадження капіталу реального сектору.

**І. О. Луїна**, завідувач відділу державних фінансів ДУ “Інститут економіки та прогнозування НАН України”, доктор економічних наук, професор, у доповіді “Стратегія бюджетної політики в умовах фінансової нестабільності” обґрунтувала заходи фінансової політики, спрямовані на забезпечення довгострокової стійкості державних фінансів. Актуальність теми зумовлена необхідністю вирішення проблем, які відіграють основну роль у забезпеченні економічного зростання, зокрема передбачуваності і стабільності державних фінансів.

У доповіді зазначалося, що вирішення цих проблем є актуальним для багатьох країн світу з огляду на наслідки кризи, зміни у віковій структурі населення, зростання міжнародної конкуренції.

Основними проблемами, які дестабілізують бюджетно-податкову систему України, було визначено:

— динаміку державного боргу (до кінця 2013 р. борг становитиме близько 40 % ВВП; у післякризовий період обсяг прямого державного боргу збільшувався на 50 % в рік, починаючи з 2007 р. обсяг боргу у відсотках до ВВП зріс удвічі (з 13 до 27 %). Витрати на обслуговування боргу є надзвичайно високими для України (динаміка зростання витрат бюджету на виплату процентів значно випереджає зростання обсягу державного боргу);

— порушення “золотого правила” залучення ресурсів, за яким кошти мають витрачатися на інвестиції та створювати умови для подальшого економічного зростання, а значить, і формування спроможності повернення боргів; чисті запозичення повинні бути меншими або дорівнювати обсягу державних інвестицій. В Україні інвестиції в основний капітал, починаючи з 2008 р., становили від 10 до 60 % приросту державних запозичень, тобто були в кілька разів меншими за приріст державного боргу;

— зростання видатків бюджету розширеного уряду пов’язано переважно зі зростанням дефіциту Пенсійного фонду України. З 2005 р. до 50 % пенсійних виплат фінансується за рахунок коштів державного бюджету, коштів єдиного казначейського рахунку, а не за рахунок надходжень від єдиного соціального внеску. До факторів, які об’єктивно впливають на збільшення витрат Пенсійного фонду, належать як збільшення кількості пенсіонерів, так і зростання коефіцієнта заміщення (відношення середнього обсягу пенсій до середнього розміру заробітної плати);

— високий рівень залежності доходів державного бюджету від зовнішньоекономічної кон’юнктури (зокрема, податку на прибуток та ПДВ із ввезених на територію України товарів — упродовж окремих років їх частка становить близько 60 % загального обсягу надходжень);

— відсутність зацікавленості місцевих органів влади у розвитку своїх регіонів в рамках існуючої системи вирівнювання доходів місцевих бюджетів.

Доповідачка запропонувала дієві заходи фінансової політики, спрямовані на забезпечення довгострокової стійкості державних фінансів:

1) системні заходи щодо зменшення тіньових доходів та одночасного виявлення тих, хто потребує допомоги держави: заповнення нульової декларації (доходи, рухоме та нерухоме майно, частки у корпоративній і комерційній власності, коштовності, картини тощо); загальне щорічне декларування доходів і майна; введення заборони на готівкові розрахунки по платежах, що перевищують 3000 грн;

2) підвищення справедливості податкової системи: введення податку на нерухомість для всіх; посилення прогресії оподаткування доходів фізичних осіб; включення пенсійних виплат (що перевищують суму трьох прожиткових мінімумів) до доходів, які підлягають оподаткуванню;

3) створення стимулів для органів місцевого самоврядування щодо розвитку економіки та збільшення податкового потенціалу територій: встановлення максимальної частки доходів, що враховуються при визначенні міжбюджетних трансфертів, які можуть передаватися до державного бюджету в рамках системи вирівнювання доходів місцевих бюджетів;

4) поліпшення структури бюджетних видатків: збільшення інвестиційних видатків бюджету; переорієнтація видатків на фінансування розвитку інфраструктури, модернізацію економіки, підвищення її ефективності, зниження матеріало- і енергоємності; скорочення соціальних пільг, привілеїв та виплат, які не пов'язані із соціальним захистом малозабезпечених верств населення, та перехід до адресної допомоги населенню на основі сукупного доходу сім'ї; забезпечення випереджаючого зростання бюджетних видатків на медичні послуги порівняно з іншими видами бюджетних послуг;

5) запровадження жорстких процедур прийняття рішень щодо державних видатків, які мають складатися з послідовних кроків: затвердження загального обсягу видатків державного бюджету (узгодженого з прогнозом доходів державного бюджету та бюджетного дефіциту); затвердження видатків державного бюджету за розділами функціональної класифікації; затвердження видатків за підрозділами функціональної класифікації. При цьому загальна сума видатків за кожним розділом функціональної класифікації (з урахуванням прийнятих поправок) не може перевищувати суми видатків, затверджених за відповідним розділом; затвердження видатків за головними розпорядниками бюджетних коштів;

6) удосконалення процедур внесення змін до затвердженого бюджету.

**Т. П. Богдан**, головний науковий співробітник відділу державних фінансів ДУ “Інститут економіки та прогнозування НАН України”, доктор економічних наук, у доповіді “Пріоритети боргової політики держави в умовах нестабільності міжнародних ринків” акцентувала увагу на негативних тенденціях і

процесах, які сформувалися в економіці України під впливом зовнішніх торговельних і фінансових шоків, обґрунтувала пріоритети боргової політики та визначила основні методи макропруденційного регулювання і контролю руху капіталів.

Модель боргової економіки, сформована у розвинутих країнах світу за останнє 30-річчя, у 2008 р. зазнала краху. Рушійною силою сукупного попиту в рамках такої моделі було нарощення боргової піраміди приватних суб'єктів, яка підтримувалася за рахунок кредитної емісії банків та прямої грошової емісії центральних банків. У ході першої хвилі глобальної фінансової кризи спроби урядів врятувати гіпертрофований фінансовий сектор та підтримати економічну активність через використання фіскальних стимулів призвели до істотного нарощення державних боргів.

Державний борг розвинутих країн відносно ВВП за останніх 4 роки збільшився на 28 в. п. На початок 2012 р. державний борг цих країн сягнув 103,5 % ВВП. Найвищий рівень боргового навантаження був у Японії — 230 %, Греції — 161 %, Італії — 120 %, Португалії — 107 %, Ірландії — 105 %, США — 103 % ВВП.

Нині в євразоні прогресують процеси сегментування фінансових ринків і втечі капіталу з країн — проблемних позичальників. Фундаментальні протиріччя у рамках ЄС не усунуто, а фінансова позиція держав зони євро, як і раніше, є чутливою до настроїв інвесторів у державні цінні папери. В найближчому майбутньому не варто нехтувати сценарієм загострення європейської боргової кризи і порушення цілісності євразони. У цьому відношенні країни з ринками, що формуються, країни Східної Європи (враховуючи Україну) є найбільш вразливими, з огляду на значну присутність європейських банків на внутрішніх кредитних ринках і залежність від Західної Європи як ринку збуту експортованої продукції.

Під впливом зовнішніх торговельних і фінансових шоків у II півріччі 2012 р. в економіці України сформувалися такі негативні тенденції і процеси: зниження темпів економічного зростання в умовах падіння світового попиту на експортовану продукцію (за 10 місяців 2012 р. обсяг виробленої промислової продукції зменшився на 1,4 % порівняно з аналогічним періодом 2011 р.); збільшення дефіциту поточного рахунку платіжного балансу і нестабільність джерел його фінансування (за 10 місяців 2012 р. дефіцит становив 11,1 млрд дол. США, збільшившись в 1,5 раза відносно січня — жовтня 2011 р.); зростання вартості ресурсів міжнародного ринку капіталів для уряду і корпоративних позичальників (спред “ЕМВІ+ Україна” на початку грудня становив 583 б. п., а середньозважена дохідність корпоративних боргових зобов'язань — 9,5 %); скорочення надходження іноземного капіталу до банківської системи і стагнація внутрішнього кредитування реальної економіки (за 10 місяців 2012 р. витрати на погашення зовнішнього боргу банків перевищили суми їхніх зовнішніх позик на 2 млрд дол. США; приріст внутрішніх

кредитів нефінансовим корпораціям становив 4,5 %, а сума кредитів терміном понад 1 рік зменшилася на 3,4 %).

Незважаючи на вказані негативні тенденції, Кабінету Міністрів України й Національному банку України поки що вдається втримувати ситуацію під контролем. Але, з огляду на стагнацію світового попиту і можливе загострення європейської боргової кризи, слід терміново створити систему антикризових заходів для протидії впливу зовнішніх шоків і максимального використання внутрішніх джерел ресурсів і резервів економічного розвитку. Важливе місце у системі таких заходів посідає політика державних запозичень і управління зовнішнім сукупним боргом.

За даними МВФ, станом на кінець 2011 р. рівень боргу сектору загальнодержавного управління в Україні становив 36,5 % ВВП, що майже відповідало середньому значенню показника для країн із ринками, що формуються (37,6 % ВВП). Проте, якщо врахувати борги органів місцевого самоврядування та фондів соціального страхування, то розмір боргу зазначеного сектору в Україні вже фактично перевищив показник країн із ринками, що формуються.

Істотні загрози для боргової стійкості України породжуються значними обсягами вилучення валютних ресурсів (28 % експортної виручки) на зовнішньоборгові виплати всіх секторів економіки, величиною короткострокових зовнішніх зобов'язань резидентів України та річного погашення довгострокового зовнішнього боргу відносно рівня міжнародних резервів України (185 %), великою часткою боргових зобов'язань, деномінованих в іноземній валюті чи прив'язаних до обмінного курсу в структурі державного боргу України (64 %), значним обсягом державного і гарантованого державою боргу відносно ВВП країни (37 %), високим рівнем державного і гарантованого державою боргу відносно доходів державного бюджету (154 %).

У 2012 р. єврооблігації України розміщувалися за ставками 9,3, 7,5, 7,8 %. Іспанія увійшла до групи проблемних позичальників єврозони у червні 2012 р., коли дохідність її суверенних 10-річних облігацій досягла 7 %. Загалом у єврозоні вважається, що при зростанні ринкових процентних ставок за довгостроковими державними зобов'язаннями до рівня 7 % порушується нормальний процес залучення позик і рефінансування боргу, внаслідок чого відповідна країна зараховується до групи кризових і може претендувати на отримання зовнішньої фінансової допомоги.

Т. П. Богдан визначила пріоритети боргової політики в Україні. Це: 1) переорієнтація позикової політики держави на використання внутрішніх джерел і резервів (сприятиме розвитку ринку гривневих запозичень і збільшення частки боргу в національній валюті до рівня, щонайменше, 50 %) <sup>11</sup>;

<sup>11</sup> Згідно з даними Міністерства фінансів України, станом на 31.10.2012 у загальній сумі державного і гарантованого державою боргу України — 493 млрд грн — на заборгованість в іноземній валюті припадало 64 %. В той же час у країнах з низьким і середнім рівнем доходів, які

2) утримання державного і гарантованого державою боргу на рівні до 40 % ВВП з метою мінімізації ризиків фінансової дестабілізації під впливом зовнішніх шоків і збереження можливостей для проведення антициклічної бюджетної політики; 3) недопущення розбалансування державних фінансів у період посилення зовнішніх ризиків і утримання дефіциту державного бюджету України на рівні до 3 % ВВП; 4) запровадження облігацій з плаваючою процентною ставкою, індексованою на рівень інфляції, та відмова від випуску конкуруючих інструментів — валютних облігацій державної позики; 5) продовження кредитної співпраці з МВФ, ресурси якого дозволять покрити фінансові розриви бюджету і платіжного балансу України у кризовий період; 6) оздоровлення фінансів НАК “Нафтогаз України” та зменшення обсягів його бюджетної підтримки, що дозволить перекрити канали неконтрольованого нарощування державного боргу України; 7) розроблення інструментарію регулювання зовнішніх корпоративних запозичень і введення інтегрованої аналітичної системи обліку умовних зобов’язань держави (що приведе до підвищення керованості борговими процесами та зменшення ризикованості умовних зобов’язань для бюджету).

Доповідачка назвала основні методи макропруденційного регулювання й контролю руху капіталів, які можуть застосовуватися в Україні у період буму на фінансових ринках, зокрема: запровадження “вхідного податку” (податку Тобіна) для боргових надходжень від нерезидентів з диференціацією податкових ставок залежно від терміну позики (з метою подовження структури зовнішніх запозичень і зменшення їхнього обсягу); лімітування суми зовнішньо-боргових зобов’язань банків відносно розміру їхнього капіталу/пасивів (для зменшення зовнішніх запозичень і стримування внутрішніх кредитних бумів); підвищення нормативів обов’язкового резервування для зобов’язань банків перед нерезидентами (з метою зменшення залежності банків від зовнішнього фінансування); встановлення жорсткіших лімітів на відкриті валютні позиції (для зменшення валютних ризиків, які приймаються банками, та нівелювання системних ризиків ліквідності).

На думку Т. П. Богдан, зважена система регулювання зовнішніх запозичень має забезпечити зменшення зовнішнього сукупного боргу України, посилення керованості борговими процесами, зниження вразливості економіки до впливу зовнішніх шоків і зменшення системних ризиків у фінансовому секторі.

**А. М. Соколовська**, заступник директора НДФІ ДННУ “Академія фінансового управління”, доктор економічних наук, професор, у доповіді “Оподаткування в контексті детінізації економіки” зазначила, що у Посланні

---

надають звітність МВФ щодо розміру і структури боргу центрального уряду, частка зовнішнього боргу становить 46 %, а внутрішнього — 54 %. До країн з найвищою часткою внутрішнього державного боргу належать Бразилія (95 %), Чехія (70 %), Індія (96 %), Казахстан (80 %), Непал (100 %), Сінгапур (100 %).

Президента України на 2012 р. сучасний стан тінізації економіки в Україні розглядається як такий, що містить загрози для реалізації економічних реформ. Це свідчить про важливість консолідації зусиль вчених, політиків і практиків на питаннях детінізації економіки. Проблема детінізації актуалізується також через потребу забезпечення фіскальної консолідації в умовах економічної та фінансової нестабільності. Високий рівень тінізації української економіки склався під впливом комплексу причин, чільне місце серед яких посідають фактори, пов'язані з особливостями побудови податкової системи країни та процедурами адміністрування податків і зборів. Доповідачка розкрила основні причини тінізації економіки.

Порівняльний аналіз податкового навантаження на економіку, що вимірюється з допомогою податкового коефіцієнта, в Україні та країнах ЄС засвідчив, що упродовж 2000—2010 рр. в Україні податковий коефіцієнт зріс з 27,4 до 34,5 % (у 2011 р. — 36,8 %) ВВП<sup>12</sup>. За цей же період у країнах ЄС-15 середній рівень податкового навантаження зменшився з 40,7 до 38,6 %, а у країнах ЄС-12 — з 32,3 до 31,8 %. Якщо у 2000—2004 рр. податковий коефіцієнт в Україні був нижчим порівняно і з розвинутими, і з країнами — новими членами ЄС, то у 2005—2010 рр. він перевищив середній рівень податкового коефіцієнта у країнах ЄС-12, а також рівень податкового коефіцієнта у пост-соціалістичних країнах — членах ЄС, за винятком Словенії та Угорщини.

В Україні за рахунок платежів до соціальних фондів у 2010 р. формувалося 37 % податкового навантаження, причому його зростання порівняно з 2000 р. відбулося: на 4 в. п. — за рахунок підвищення частки соціальних платежів і на 3,1 в. п. за рахунок зростання частки податків у ВВП. Отже, внесок платежів до соціальних фондів у зростання податкового коефіцієнта був більшим, ніж податків. Частка податків у ВВП у 2010 р. була меншою за її рівень і в 2005 р., і в 2008 р., а в 2011 р., хоча і підвищилася на 2,9 в. п. порівняно з 2010 р., проте лише досягла рівня передкризового 2008 р. Відтак, зростання частки податків у ВВП у 2011 р. порівняно з 2010 р. навряд чи спричинене змінами, внесеними в податкову систему Податковим кодексом.

Різниця в рівнях податкового коефіцієнта між країнами ЄС і Україною у 2010 р., яка становить 3,3 в. п., переважно спричинена вищим навантаженням соціальних платежів (на 2,1 в. п.), а не власне податків (0,6 в. п.). Таким чином, в Україні наявний не стільки порівняно високий рівень тягаря власне податків, скільки високий рівень тягаря обов'язкових платежів (ЄСВ) до державних соціальних фондів.

Цей висновок підтверджує й компаративний аналіз імпліцитних ставок податків на працю, капітал і споживання у країнах ЄС і в Україні. З 2006 р. найвищою імпліцитною ставкою в Україні оподатковуються доходи від праці,

<sup>12</sup> Податковий коефіцієнт розраховано за європейською методикою (див.: Taxation trends in the European Union. Data for the EU Member States, Iceland and Norway // Eurostat Statistical books. — 2012 edition. — P. 180).

найнижчою — доходи від капіталу. До 2006 р. споживання оподатковувалося за нижчою податковою ставкою, ніж капітал. Серед країн — членів ЄС подібне співвідношення імпліцитних ставок різних груп податків характерне для постсоціалістичних Чехії, Естонії, Латвії, Литви, Угорщини, Словенії і Словаччини, а також для Ірландії і Нідерландів, що входять до групи ЄС-15. У Данії, Португалії, Великобританії і на Кіпрі найвищою імпліцитною ставкою оподатковуються доходи від капіталу. В Україні у 2010 р. імпліцитні ставки податків на працю були вищими, ніж у середньому в країнах — нових членах ЄС, проте дещо нижчими за середній рівень у розвинутих країнах — членах ЄС. В Україні у структурі податків на працю переважають платежі до державних позабюджетних фондів соціального спрямування (73,6 % у 2010 р.). Імпліцитна ставка податків на капітал в Україні є значно нижчою за її середній рівень у розвинутих європейських країнах та вищою за середній рівень у країнах — нових членах ЄС. Проте за останні 10 років розрив у ставках між Україною і новими членами ЄС значно зменшився: якщо у 2000 р. імпліцитна ставка податків на капітал в Україні на 10,2 в. п. перевищувала середню по країнах ЄС-12, то у 2010 р. розрив між ними становив лише 1,8 в. п. на користь України.

На думку доповідачки, в Україні відбувається формування моделі податкової системи, яка характеризується зміщенням податкового навантаження з капіталу на працю і споживання.

Аналіз податкового навантаження показав, що зменшення рівня тінізації економіки передбачає передусім зниження ставки ЄСВ та проведення необхідних реформ у цій сфері. При цьому зазначалося, що необхідними компенсаторами<sup>13</sup> при зниженні ставки ЄСВ можуть бути: підвищення ставок плати за користування надрами<sup>14</sup> і ставок екологічного податку.

Наголошувалося на тому, що крім податкового навантаження дієвим фактором тінізації економіки є податкові пільги, оскільки вони використовуються як інструмент уникнення податків, надають отримувачам пільг переваги в конкурентній боротьбі, спонукаючи суб'єктів господарювання, позбавлених пільг, шукати інші способи зменшення податкових зобов'язань,

---

<sup>13</sup> Зниження ставки ЄСВ призведе до зростання навантаження на Державний бюджет України, про що свідчить досвід Російської Федерації, де з 01.01.2005 ставка єдиного соціального податку була знижена з 35,6 до 26 %. Це дало певний позитивний результат (частка податків на доходи фізичних осіб у ВВП з 2004 р. до 2009 р. збільшилася з 3,4 до 4,3 %; частка єдиного соціального податку — з 2,0 до 2,5 %), проте: позитивні зміни у рівні надходжень відбувалися з лагом в один рік; частка податків і внесків у соціальні фонди у ВВП у 2009 р. так і не досягла рівня 2004 р., що свідчить про відсутність масштабної детінізації заробітної плати. За даними російських вчених, дотації з федерального бюджету позабюджетним фондам на покриття дефіциту, починаючи з 2005 р., збільшилися у 10 разів, наводилися інші приклади отриманих втрат.

<sup>14</sup> За оцінками, середній обсяг недоплат природної ренти, розрахований з урахуванням чотирьох показників рентабельності (рентабельності операційних витрат, витрат від усієї діяльності, власного капіталу та реалізованої продукції), коливався для підприємств, що видобувають корисні копалини інші, ніж паливно-енергетичні, від 1,4 млрд грн у 2006 р. до 22,4 млрд грн у 2011 р., а для підприємств з видобутку вуглеводнів — від 4,5 до 3,1 млрд грн відповідно.

враховуючи ухилення від сплати податків з метою покращення своїх конкурентних позицій. В Україні з ухваленням Податкового кодексу вплив цього фактора на процеси тінізації економіки посилюється, про що свідчить зростання втрат бюджету від надання податкових пільг. Зокрема, по чотирьох податках (податок на прибуток підприємств, ПДВ, плата за землю, акцизний податок з вироблених в Україні підакцизних товарів) у 2011 р. порівняно з 2010 р. такі втрати виросли в 1,6 раза (з 37 до 59 млрд грн), в т. ч.: з податку на прибуток підприємств — у 7,3 раза; з ПДВ — в 1,2 раза; з акцизного податку з вироблених в Україні підакцизних товарів (продукції) — у 2513,9 разів (з 0,8 до 2011,1 млн грн).

А. М. Соколовська запропонувала дієві заходи, зокрема:

1. Перегляд системи податкових пільг на основі: а) запровадження контролю виконання Постанови Кабінету Міністрів України “Про затвердження Порядку використання коштів, вивільнених від оподаткування у зв’язку з наданням відповідно до пунктів 15, 17—19 підрозділу 4 розділу XX “Перехідні положення” Податкового кодексу України пільг з податку на прибуток підприємств” від 28.02.2011 № 299; б) відмови з 01.01.2014 від галузевих податкових пільг і запровадження замість них інвестиційної податкової знижки, право на яку матимуть усі суб’єкти господарювання, що здійснюватимуть інвестиції та відповідатимуть встановленим вимогам. Зазначені заходи сприятимуть встановленню податкової справедливості для відновлення рівних умов конкуренції в економіці України.

2. Запровадження державного управління процесами надання, використання і скасування податкових пільг: ввести податкові пільги до складу видатків державного бюджету; запровадити постійний контроль і моніторинг використання податкових пільг; забезпечити оприлюднення звітів про втрати бюджету внаслідок надання податкових пільг; ввести щорічні публічні галузеві звіти про результати використання податкових пільг.

У рамках дискусії з питань щодо відсутності зв’язку між зміною податкового навантаження та інвестиційною активністю підприємств реального сектору доповідачка зазначила, що інвестиційна активність залежить від багатьох факторів, серед яких податкові (рівень податкового навантаження) не є визначальними. Практика останніх років свідчить, що зменшення ставок оподаткування за нинішніх інституціональних умов господарювання (незахищеності права власності, високого рівня корупції, неможливості захисту інтересів підприємств у судах тощо) не впливає на підвищення рівня інвестиційної активності.

**С. О. Кораблін**, директор Департаменту аналізу та прогнозування грошово-кредитного ринку Національного банку України, доктор економічних наук, наголосив на важливості наукової конференції з питань фінансової політики, обговорення її проблематики, обміну поглядами та з’ясування теоретичних і практичних підходів до відновлення економіки, забезпечення фінансової стабільності.



У доповіді “Україна: потоки капіталу і криза 2009 року” було розглянуто окремі питання лібералізації руху капіталу в контексті останньої світової кризи. В ній, зокрема, було окреслено загальні риси української економіки: невелика, відкрита, з наочним тяжінням до сировинної спеціалізації, відсутність суверенних інвестиційних рейтингів, добра географічна, але вузька товарна диверсифікація експорту, неоднорідна структура валютних надходжень.

Було зазначено, що упродовж 2004—2008 рр. в Україні спостерігалось значне надходження іноземного капіталу, яке — за всіма міжнародними критеріями — повинне було б мати неабияке значення для реформування національної економіки та її стійкого зростання. Наведені ефекти здавалися неминучими не лише з огляду на обсяги, але також і структуру іноземних надходжень у передкризовий період. У них, зокрема, домінували приватні довгострокові кредити, при тому що упродовж тривалого часу обсяг зовнішнього державного боргу залишався незначним, утримуючись фактично на незмінному рівні. Завдяки цьому, у структурі зовнішнього боргу домінували довгострокові зобов'язання. За міжнародними критеріями його відносний рівень напередодні кризи був невеликим, становлячи 55,9 % ВВП.

Крім цього привертав увагу сплеск чистих прямих іноземних інвестицій (ПІІ), щорічні надходження яких почали коливатися від 5 до 10 млрд дол. США. Обсяги чистих ПІІ залишалися у наведених межах навіть під час кризи 2009 р.

Показово, що лєвова частка ПІІ та іноземних запозичень надходила із європейських країн, що мало б характеризувати їх високу “професійну” якість, зумовлюючи винятково позитивний вплив на економічну динаміку країни.

Однак, міжгалузевий розподіл ПІІ не свідчив про їхню спрямованість на модернізацію виробництва та зміну його структури: напередодні кризи в жовтні 2008 р. у машинобудування було інвестовано лише 2,7 % ПІІ, тоді як у фінансову сферу, нерухомість, металургію, торгівлю, будівництво, добувну промисловість — понад 75 % акумульованих в країні ПІІ.

Тому ПІІ та пов'язані з ними зовнішні запозичення спричиняли, насамперед, імпорт споживчих товарів, враховуючи автотехніку та запчастини до неї, житлове та офісне будівництво, що: а) не генерувало доходів, які сприяли б погашенню зовнішнього боргу; б) ускладнювало його обслуговування; в) погіршувало стан платіжного балансу та економічну динаміку. Внаслідок цього переважна частина ПІІ та довгострокових приватних запозичень із індустриальних країн не сприяли посиленню технологічної, економічної та фінансової стійкості української економіки.

Тобто вони не дозволили відновити жодних захисних потужностей, які могли б протистояти погіршенню світової кон'юнктури на основні товарні групи традиційного українського експорту. Тому, коли упродовж II півріччя 2008 р. — I півріччя 2009 р. відбулося 12-місячне падіння світових цін на сировину, українська економіка виявилася беззахисною, а її ВВП у 2009 р. скоротився на 14,8 %.

Отже, значне надходження іноземного капіталу в Україну впродовж 2004—2008 рр. не було причиною її фінансової та економічної кризи, але якість цього капіталу поглибила кризу та її масштаби. Тому було кілька причин: іноземний капітал не інвестувався в новітні технології, мав переважно споживче спрямування та був пов'язаний з інтенсивним розвитком валютних кредитів, які надавалися населенню, що не мало валютних доходів.

Подальша мінімізація валютних диспропорцій у посткризовий період була пов'язана не з лібералізацією валютної сфери, а посиленням її регулювання. Зокрема, було заборонено валютне кредитування населення, обмежено доступ до купівлі валюти на міжбанківському валютному ринку, впроваджено більш жорсткі ліміти відкритої валютної позиції тощо.

Зазначене дає змогу зробити висновок про доцільність контролю якості іноземного капіталу, що надходить до країни, щодо сфер його переважного використання та технологічних ознак. Висновок про необхідність застосування “тесту на якість” стосується не лише запозичень, які формують боргові зобов'язання, але також і ПІІ.

Контроль якості капіталу доцільно впроваджувати у непрямій формі, застосовуючи, наприклад, різні технологічні та технічні критерії до інвестицій та професійні вимоги — до інвесторів (кредиторів). Форми ж прямого контролю (заборони) виявляються менш ефективними, оскільки пов'язані з можливістю суб'єктивної дискримінації іноземних інвесторів.

Визнання доцільності валютного контролю знімає обмеження “неможливої тріади” (*The Impossible Trinity*), доводячи доцільність поєднання певного контролю міжнародного руху капіталу, застосування керованого валютного режиму з одночасним збереженням монетарного суверенітету.

**О. І. Петрик**, директор Генерального економічного департаменту Національного банку України, доктор економічних наук, професор, у доповіді “Інфляційне таргетування, фінансова стабільність і глобальна криза: досвід та перспективи для України” розкрив проблемні питання та запропонував цілісний підхід до гнучкої монетарної політики як одного із засобів досягнення фінансової стабілізації та забезпечення економічного зростання.

Аналіз макроекономічних показників свідчить, що Україна, як і країни Західної Європи, наближається до граничного передкризового рівня. Доповідач на 2013 р. прогнозував дефіцит поточного рахунку біля 12—13 млрд дол. США, або 7,5 % ВВП (якщо враховувати, що заявлений ВВП знизиться, то рівень дефіциту як частки ВВП зросте на декілька в. п.). Зазначалося, що в Україні склалася ситуація, за якої фіскальна політика є більш визначальною, ніж монетарна, що частково пояснюється застосуванням де-факто фіксованого курсу. У більшості випадків фіскальна політика є превалюючою при формуванні загальної макроекономічної політики. У Державному бюджеті України на 2013 р. передбачено 3,2 % загального дефіциту бюджету, близько 2 % дефіциту НАК “Нафтогаз України”, дефіцит інших фондів. Шляхи фінансування боргів,

які здійснювалися у 2012 р. та раніше, зокрема випуск державних облігацій при очікуванні незмінного курсу упродовж десяти років, інші заходи, у 2013 р. будуть неприйнятними, оскільки переважно передбачають зростання боргів, боргове фінансування бюджету на фоні уповільнення економічного зростання.

Доповідач проаналізував вплив основних факторів на стан платіжного балансу у 2012—2013 рр., зокрема:

- скорочення обсягів торгового обороту (погіршення оцінок і макроекономічних прогнозів світового зростання, зокрема країн Європи, Азії та окремо Росії як основних торговельних партнерів України, погіршення умов торгівлі);

- невизначеність щодо динаміки фінансового рахунку (надходження прямих іноземних інвестицій, які у 2012 р. залишалися на рівні 2010—2011 рр. та становили 7,0—7,5 млрд дол. США);

- спадна тенденція надання кредитів (недостатня фінансова стійкість, зменшення рівня ліквідності банківської системи Європи, тенденції до зменшення банківських ризиків та оптимізації витрат), зменшення чистого приходу ресурсів (ефект ролловера);

- купівля іноземної готівкової валюти населенням (у 2012 р. було викуплено близько 8,7 млрд дол. США, що негативно вплинуло на платіжний баланс).

Ці дані свідчать про значні ризики також і для фіскальної політики, для зовнішньої позиції тощо, оскільки більшість факторів, які були б спроможні виправити ситуацію, не можуть сформуватися упродовж одного року або короткострокового періоду. Зокрема, слід брати до уваги, що торговельний баланс формується в умовах значного обсягу енергетичного імпорту (1/3), що не може компенсуватися фінансовими засобами (девальвацією, зміною курсу); зниження попиту на експорт товарів (металопродукцію тощо); ускладнень запровадження енергозберігаючих технологій і диверсифікації видів енергоресурсів. Покращення інвестиційного клімату, який може позитивно вплинути на фінансовий ринок, потребує внесення відповідних змін у законодавство. Це відбудеться, якщо забезпечуватиметься перехід від тіньової економіки до ведення бізнесу у правовому полі, збільшуватиметься податкова база та, відповідно, надходження до бюджету. Нинішня практика у цій сфері свідчить про необхідність вирішення більше політичних, аніж економічних аспектів здійснення заходів детінізації.

На думку доповідача, нинішній монетарний режим не придатний для застосування упродовж довгострокового періоду. Це стосується не лише курсу валюти (який, однак, є дієвим інструментом для зменшення високих темпів інфляції, супроводження у період економічного зростання). За оцінками О. І. Петрика, нинішній номінальний курс у перерахунку на основі реального не суттєво переоцінений порівняно зі своїм рівноважним рівнем.

Зроблено низку важливих пропозицій, зокрема щодо застосування більш гнучкого підходу, який враховуватиме поведінку макроекономічних агентів (населення та бізнесу). Проведення гнучкої монетарної політики дозволяє

розширити сферу застосування фінансових інструментів для бізнесу (хеджування та інших інструментів врахування ризиків), сформуванню передбачуваності поведінки населення через зменшення впливу ефекту очікування втрат.

Досвід Банку Росії щодо застосування гнучкої монетарної політики, формування кошика євро-долар, зміни ваги показників тощо свідчить про позитивні результати стабілізації курсу рубля (проведення девальвації на 12 %) при значних стрибках курсу євро та долара. Це не викликало ефекту паніки населення, підвищення рівня інфляції, чим сприяло відновленню стабільності.

Доповідач зазначив, що інфляційне таргетування у багатьох країнах розглядається як гнучке курсоутворення з посиленням процентної політики, яке рекомендується для країн із сировинною спрямованістю. Наприклад, до таких країн належать Канада, Австралія, Нова Зеландія та інші. У цих країнах застосовується гнучкий курс, на зміну якого впливає стан на світових ринках, зміна попиту на експорт товарів, індекс цін виробників, індекс споживчих цін. Україні це стосується в контексті впливу змін на світових ринках зерна та металопродукції, а також внутрішнього попиту на продукцію, оскільки частка експорту перевищує 50 % у загальному обсязі ВВП. Проте, оцінюючи особливості економіки країн з ринками, що формуються, було наголошено на необхідності встановлення стабільнішого номінального орієнтиру внаслідок тривалості періоду формування інших орієнтирів стабільності (цінової стабільності, низької інфляції), зважаючи також на існування низки об'єктивних причин, зокрема таких, що стосуються структурної перебудови економіки, стабільності економічного зростання.

У доповіді окреслювалися особливості забезпечення фінансової стабільності як макропруденційного управління, яке здійснюється не в рамках банківського нагляду (контролю операцій, стану одного банку або групи банків щодо дотримання балансових співвідношень), а загалом щодо стану банківської системи, що, зокрема, передбачає формування системи моніторингу ключових пунктів ризику, проведення стрес-тестування щодо можливого курсового шоку, реального шоку і їхнього впливу на фінанси інших інституційних секторів економіки. Загалом розглядається баланс банківської системи (активи та пасиви), ризикованість кредитів, обсяги залучених коштів, реакція на девальвацію і відповідні зміни ліквідності банків та ліквідності підприємств, поведінки населення тощо. На підставі зазначених параметрів з використанням аналітично-прогнозної моделі розробляється план заходів із окремими сценаріями, що враховують можливі ризики і їхній вплив.

Підсумовуючи, доповідач зробив висновок, що для запровадження гнучкого курсу необхідно: розробити аналітично-прогнозну модель; сформуванню законодавче та нормативно-правове забезпечення; забезпечити фінансову стабільність, взаємодію монетарної та фіскальної політики; зупинити дію ефекту витіснення, змінити нинішню практику спрямування бюджетних коштів на

покриття боргу та перейти до фінансування реального сектору та довгострокового економічного зростання.

**С. С. Шумська**, кандидат економічних наук, провідний науковий співробітник відділу моделювання та прогнозування економічного розвитку ДУ “Інститут економіки та прогнозування НАН України”, у доповіді “Ефект переносу” та монетарна політика в Україні” висвітлила результати досліджень щодо кількісної оцінки впливу зміни валютного курсу на динаміку внутрішніх цін у країні.

Виконання основної функції НБУ щодо забезпечення стабільності грошової одиниці України вимагає коректної оцінки впливу курсових змін на динаміку інфляції. Це питання набуває особливого значення з огляду на наміри НБУ підвищити курсову гнучкість. Важливість подібних досліджень також зрозуміла і в контексті оцінки ефективності заходів монетарної політики, зокрема, для обґрунтування участі НБУ на валютному ринку. Відповідно до теоретичних моделей, оптимальні обсяги інтервенцій залежать від величини ефекту переносу валютного курсу на внутрішні ціни (*exchange rate pass-through*) в країні: чим він вищий, тим сильніше економіка реагує на зовнішні шоки, а отже й більш обґрунтованими є інтервенції задля згладжування коливань валютного курсу.

На сучасному етапі взаємозв'язок між обмінним курсом і цінами розглядається крізь призму механізму формування цін на імпортні товари. Якщо ціни на них встановлюються у цінах виробника (*producer-currency pricing, PCP*), то фіксується повний ефект переносу курсу. Якщо ціни формуються у валюті країни-споживача (*local-currency pricing, LCP*), то ефект переносу відсутній. Описані механізми є двома крайніми випадками, які в чистому вигляді майже не зустрічаються. Емпіричні дослідження показують, що на практиці як у розвинутих, так і в країнах, що розвиваються, спостерігається частковий (неповний) ефект переносу.

Серед праць, присвячених аналізу кількісних оцінок ефекту переносу (ЕП), особливий інтерес викликає праця Л. Корхонена і П. Вачтела, у якій із допомогою векторної авторегресії досліджено масштаб та швидкість ЕП обмінного курсу на рівень споживчих цін у країнах СНД за 1999—2004 рр. У ній подано перші і єдині на сьогодні опубліковані оцінки ЕП для України (64 %). У доповіді було підкреслено, що на відміну від України, де емпіричним оцінкам ЕП не приділялось достатньої уваги, в сусідніх країнах, зокрема у Росії, Білорусії, Молдові, такі дослідження велись досить активно. У Росії оцінки довгострокових взаємозв'язків курсу та інфляції перебувають у межах 50—70 %, короткострокових — 8—35 %. У Республіці Білорусь за умов стопроцентного зниження курсу білоруського рубля середній темп приросту цін промислових виробників (короткостроковий ЕП) становитиме 61,2 % (на основі дефлятора ВВП); 40,4 % — відповідно до оцінки на основі індексу споживчих цін та 45,3 % — за індексом цін виробників промислової продукції.

Порівнюючи оцінки ЕП для країн Європи та СНД, видно, що вплив обмінного курсу на ціни споживчого ринку є вищим у країнах СНД. Якщо розглянути довгострокову перспективу впливу девальвації валюти на ціни споживчого ринку, то за даними модельних розрахунків у Франції та Італії упродовж 2 років споживчі ціни зростуть на 16 % та 18 % відповідно. Також цікавим є факт, що в окремих країнах, наприклад, Нідерландах та Іспанії, ефект впливу девальвації національної валюти на ціни споживчого ринку у довгостроковій перспективі поступово знижується (зокрема, із 12 та 9 до 8 % відповідно).

Доповідачка зазначила, що для оцінки ефекту переносу можуть застосовуватися моделі коригування помилки (ECM); система авторегресійних моделей (VAR/SVAR); одне рівняння або система регресійних рівнянь; моделі з розподіленими лагами. Коригування сили впливу ефекту переносу на економіку може здійснюватися через монетарну політику та заходи, що вживаються регулятором на валютному ринку.

С. С. Шумська підкреслила, що в результаті VAR- та ECM-моделювання виявлено, що ефект переносу змін валютного курсу гривні на ціни споживачів і ціни виробників в Україні змінюється у часі. У різний час, починаючи з 1996 р. до середини 2012 р., величина переносу зменшувалась, що є наслідком посилення прозорості монетарної політики та впровадження інституційних перетворень у країні. Тільки після кризи 2008 р. ефект переносу дещо зріс порівняно із попереднім періодом стабільного курсу, що може пов'язуватися із високими інфляційними очікуваннями населення та суб'єктів господарювання.

Результати модельної оцінки ефекту переносу із врахуванням та без врахування монетарної політики показали, що упродовж досліджуваного періоду 1996—2012 рр. вона мала статистично значущий вплив. У всі виділені періоди монетарна політика згладжувала, нівелювала ефекти переносу курсових шоків на ціни виробників. Вплив монетарної політики на ціни споживчого ринку був дещо слабшим і не таким однозначним в окремі періоди, що потребує додаткових досліджень, зокрема, не за агрегованими групами, а окремими товарами.

**М. І. Савлук**, доктор економічних наук, професор кафедри банківської справи ДВНЗ “Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана”, у доповіді “Грошові аспекти фінансової стабілізації” висвітлив надзвичайно глибоку та різнопланову проблему.

У вітчизняній та іноземній літературі відсутнє однозначне трактування сутності поняття “фінансова стабілізація”. Так, одні вчені його ототожнюють з макроекономічною стабілізацією, другі — зі збалансованістю державного бюджету чи фінансових фондів держави, інші розглядають його як стабільність фінансового чи валютного ринків. Відсутність належного визначення цього поняття призводить до того, що розробляються різні за змістом шляхи досягнення фінансової стабільності. М. І. Савлук обґрунтував визначення терміна “фінансова стабільність” та розкрив його сутність як довгострокової

збалансованості попиту та пропозиції на грошовому ринку і на кожній його складовій, а саме на ринку грошей, ринку капіталів, на фінансовому та валютному ринках. Якщо на цих ринках буде забезпечена постійна збалансованість попиту та пропозиції (не одноразова або тимчасова), то всі інші економічні суб'єкти, починаючи від уряду і закінчуючи домогосподарством, матимуть змогу стабілізувати своє фінансове становище за рахунок позичення або покупки грошей на цьому ринку. Головне, щоб доступ до нього був вільним, а ціна — економічно обґрунтованою.

Індикаторами збалансованості попиту і пропозиції на грошовому ринку є цінові інструменти ринків: процентна ставка, курсова ціна цінних паперів та валютний курс<sup>15</sup>. Чим триваліша стабільність, чим менша амплітуда їхнього коливання навколо стабільного тренду, тим вищою можна вважати фінансову стабільність в країні. Якщо на окремих ділянках виникає нестабільність, то причини її треба шукати в інституційних чинниках, які можна виправити в ринкових умовах економічними методами. На грошовому ринку може бути багато дестабілізуючих чинників, які діють як на боці попиту, так і на боці пропозиції. Тому саме держава повинна навчитися цими чинниками керувати. Таке управління має здійснюватися в одному напрямку, щоб забезпечити стабільність грошового ринку та його цінових індикаторів. Проте стабільність має забезпечуватися не адміністративно, не примусово, а економічними методами. У ній будуть зацікавлені всі економічні суб'єкти ринку. Такий механізм може створюватися та має базуватися на функціонуванні центрального банку й банків другого рівня (комерційних), оскільки вони працюють і створюють пропозицію грошей на ринку, а також є емісійними його учасниками, можуть створювати емісійні ресурси. Формування пропозиції грошей з урахуванням можливого попиту може забезпечувати стабільність ринку. Цим також буде створено базу для фінансової стабільності інших економічних суб'єктів. Сьогодні у світі та в Україні такий механізм побудовано в банківській системі, але здійснення антикризових заходів і сама криза свідчать, що він діє неефективно та є безперспективним. Причиною цього є те, що зазначений механізм орієнтується не на об'єктивні критерії збалансованості, оскільки не дає змоги достовірно визначити обсяг попиту<sup>16</sup> як цілісного явища. Тому управління грошовим ринком розпадається на низку специфічних механізмів та інструментів, які часто не узгоджені між собою. Цінові індикатори у цих сферах та на грошовому ринку загалом також формуються під впливом “могутнього” адміністративного чинника. Тому стабільність окремих індикаторів не завжди правильно відображає збалансованість інших сегментів грошового ринку і ринку загалом.

М. І. Савлук акцентував увагу на тому, що необхідно підняти якість управління сукупним попитом та пропозицією на грошовому ринку України до

---

<sup>15</sup> Їх визначено основними індикаторами фінансової стабільності грошового ринку.

<sup>16</sup> Обсяг попиту вимірюється через стабільність цінових індикаторів ринку.

такого рівня, щоб між трьома ціновими індикаторами був внутрішній зв'язок. Таким чином, відбуватиметься забезпечення стабільності, за якою стійкість одного з них передбачає процес адекватної стабілізації усіх інших індикаторів. Це надасть змогу уникати суперечностей між індикаторами стабільності. Прикладом того, що такі суперечності завжди існують, є тривала стабільність фіксованого валютного курсу, яка не забезпечує стабільності банківського процента, який здебільшого має тенденцію до зростання. Це не відповідає ринковим умовам та принципам функціонування грошового ринку.

За роки незалежності Україна досягла певних успіхів у регулюванні грошового ринку, що реалізується через монетарну політику НБУ. Створені також спеціалізовані регуляторні механізми на валютному і фондовому ринках.

У період економічного зростання сформувалися основні тенденції грошової політики України. На жаль, ця політика впроваджувалася й під час кризи, й у посткризовий період без внесення в неї необхідних змін і корегувань. Номінальний ВВП за 8 років періоду економічного зростання збільшився у 4,2 раза, грошова маса за агрегатом M2 зросла у 18 разів, що суперечить положенням кількісної теорії. При цьому грошова база НБУ зросла майже у 12 разів, індекс споживчих цін зріс у 2,3 раза, або майже у 8 разів менше за грошову масу; курс гривні до долара залишався стабільним; процентні ставки поступово знижувалися, але в кінці періоду все ще залишалися дуже високими.

Як видно з наведених даних, монетарні індикатори, а значить грошовий ринок загалом, окремі його сегменти і навіть товарний ринок, не відреагували на величезне зростання грошової маси. Відсутність ґрунтовного аналізу тодішньої ситуації унеможливила зміни у грошовій політиці, які були б адекватні періоду кризи та посткризового відновлення економіки. На цій підставі доповідач зробив висновок, що грошові кошти, які були випущені в оборот і не були забезпечені матеріальною базою у вигляді зростання ВВП, осіли у запасах юридичних і фізичних осіб. Саме ця обставина вберегла товарні ринки від збільшення цін, валютний ринок від девальвації гривні, а кредитний ринок — від можливого зниження процентних ставок. Проте, і таке високе зростання пропозиції грошей не повністю задовольнило попит на гроші. Незадоволений попит виник ще у 90-х роках ХХ ст. Внаслідок гіперінфляції були обезцінені всі грошові запаси, накопичені за попередні десятиліття. Після грошової реформи розпочалося накопичення грошей майже з нульового рівня. Економіка увійшла в період економічного зростання з величезним дефіцитом грошей або розбалансованістю грошового ринку. На ліквідацію цієї розбалансованості було спрямовано сотні мільярдів емітованих грошей за період економічного зростання (щорічне збільшення грошової маси на 30—50 % при майже постійному рівні інфляції). Але навіть 18-кратне зростання маси грошей при 4-кратному зростанні ВВП не ліквідувало того провалу, який виник у грошових запасах в період гіперінфляції. Адже у 2007 р., останньому році періоду зростання, грошова маса



збільшилася на 150 %, а рівень цін залишався майже стабільним. Тому є підстави вважати, що на початок кризи попит на гроші не був задоволений і суб'єкти господарювання, домогосподарства та держава були фінансово ослабленими. Це відбулося внаслідок певних прорахунків у макроекономічній та монетарній політиці, які негативно впливають на економіку і сьогодні.

У період кризи і післякризового відновлення КМУ та НБУ продовжували ту ж макроекономічну і монетарну політику, внаслідок чого грошова маса за роки кризи не тільки не зросла, а навіть знизилася (на відміну від інших країн, у яких відбувалося зростання маси грошей). Це негативно вплинуло на ліквідність банків, підприємств і домогосподарств, ослабило їхню платоспроможність в умовах, коли їхні боргові зобов'язання раптово зросли внаслідок девальвації гривні. Тому наша банківська система значно важче перенесла кризу, ніж банки інших постсоціалістичних країн.

У післякризовий період Національний банк України продовжує політику стриманої емісії, побоюючись “зірвати” інфляцію, чим зменшує ліквідність банків та реального сектору економіки. Наслідками цього є продовження накопичення нових боргів, ослаблена довіра до НБУ, зниження золотовалютних резервів, збереження розбалансованості грошового ринку, господарюючі суб'єкти не в змозі відновити свій оборотний капітал, втрачений у період кризи.

М. І. Савлук запропонував докорінну зміну монетарної політики: від орієнтації на накопичення золотовалютних резервів, які залежать від кон'юнктури світових ринків, до забезпечення розвитку економіки. Всі органи економічної влади мають опікуватися насамперед внутрішнім ринком та вітчизняним виробником.

**О. В. Шлапак**, здобувач Інституту економіки та прогнозування НАН України, у доповіді “Особливості фінансової підтримки відродження скотарства в Україні” зазначив, що продовольча безпека була і залишається однією із найактуальніших і найгостріших проблем розвитку людської цивілізації. На саміті тисячоліття, організованому ООН, серед Цілей Розвитку Тисячоліття (їдеться про третє тисячоліття) першою серед цих цілей названо необхідність забезпечення людей продовольством і боротьбу з голодом.

Проблема продовольчої безпеки насамперед пов'язана зі швидким зростанням населення (за оцінками ООН до 2050 р. населення землі зросте на 3 млрд осіб), значним зростанням доходів людей, падінням продуктивності аграрного сектору, викликаним змінами клімату і збільшенням попиту на водні ресурси (за оцінками FAO слід очікувати на падіння в обсягах від 16 до 28 % у найближчі 30 років), переспрямуванням значної частки аграрних ресурсів в енергетичну галузь (за даними OECD, до 2020 р. 13 % світового виробництва зернових і 30 % цукрової тростини використовуватимуть для виробництва палива). Особливе значення в забезпеченні людства продовольством має продукція тваринництва, передусім скотарства, через яку людський організм отримує вкрай необхідні для повноцінного існування та розвитку білки та жири. З 1967 р. світове

виробництво птиці збільшилося на 700 %, яєць на 350 %, свинини на 200 %, яловичини на 180 %. Ціни на м'ясну продукцію упродовж останніх 10 років збільшилися удвічі. Цей процес отримав назву “м'ясної революції”. За прогнозами FAO, до 2020 р. споживання продукції скотарства зросте на 20 %. У світі починається жорстка конкурентна боротьба за цей ринок. Для України питання стоїть так: або вона буде серед лідерів цього ринку (за умови радикальних змін у тваринництві), або продовжиться вкрай небезпечна тенденція збільшення імпортової залежності держави від поставок тваринницької продукції.

Галузь скотарства є найресурсоємнішою в аграрному секторі. Дефіцит і висока вартість племінної худоби, високі технологічні вимоги до тваринницьких комплексів, необхідність коректного вирішення екологічних і соціальних проблем при індустріалізації скотарства, повільна окупність капіталу порівняно з галузями-конкурентами (птахівництвом, свинарством тощо) робить галузь критично залежною від значних інвестицій і потужної державної підтримки.

Аналіз розвитку світового ринку скотарства доводить прямий зв'язок стабільного зростання галузі з потужною її підтримкою з боку держави. Ринок ЄС надійно захищений системою квот та субсидій з боку Європейського бюджету. Перший та другий стовпи Спільної аграрної політики країн ЄС дозволяють на 30—70 % покривати собівартість виробництва продукції скотарства за рахунок бюджетних коштів.

У США і Канаді підтримка виробників продуктів тваринництва значно змінилася за останні 20 років, але залишається дуже істотною через підтримку цін на молоко, часткову компенсацію транспортних витрат, підтримку скотарства в депресивних регіонах тощо. Уряд Бразилії підтримує власних виробників, встановлюючи гарантовану ціну на окремі товари та надаючи кредити за низькою ставкою для всіх форм господарств галузі. В Індії в 2002—2007 рр. урядом було засновано 60 агроекспортних зон, які по сьогодні підтримуються центральним урядом та урядами штатів. Низка державних і регіональних програм, спрямованих на розвиток внутрішнього виробництва м'яса і молока, впроваджуються в Росії та Казахстані.

В Україні галузь скотарства перебуває в критичному стані: падіння поголів'я з 1991 р. в 5,6 раза, обсягів виробництва у 5 разів, якісні показники по м'ясу і молоку одні з найгірших у світі.

Базою розвитку скотарства є особисті селянські господарства. Якщо у 1991 р. в них утримували лише 14,4 % поголів'я ВРХ, то сьогодні — 66 %. Великотоварне виробництво, яке становило основу тваринницької галузі до 1991 р. і забезпечувало населення м'ясом та молоком на рівні найкращих світових стандартів, практично знищено.

Починаючи з 2000 р. в Україні напрацьовано певну практику державної підтримки аграрного сектору, враховуючи скотарство. Найбільш дієвими стали: часткова компенсація кредитних ставок, пряма державна підтримка на гектар ріллі й голову ВРХ, часткове відшкодування вартості племінної худоби, вартості

будівництва та реконструкції тваринницьких ферм тощо. Державна підтримка аграрної галузі відіграла важливу роль у розвитку рослинництва, зростанні птахівництва та свинарства, призупиненні негативних тенденцій у скотарстві.

Однак сьогодні державну фінансову і регуляторну підтримку аграрної галузі загалом і скотарства зокрема необхідно радикально змінити.

По-перше, загальний рівень державної підтримки аграрного сектору залишається вкрай низьким. Левову частку аграрних бюджетів останніх п'яти років становлять адміністративні витрати (80 %). Підтримка безпосередньо аграрних програм, враховуючи тваринництво, є недостатньою: 2011 р. — 675,2 млн грн, 2012 р. — 732,0 млн грн, 2013 р. — 650 млн грн. Однак ще меншим є реальне фінансування програм тваринництва: 2011 р. — 423,749 млн грн (62,76 % запланованих обсягів), 2012 р. — 314,7 млн грн (43 %). І це при тому, що Україна має право, відповідно до вимог СОТ, на так звану підтримку *de minimis* без включення до СВП (сукупний вимір підтримки) — в межах 5 % рівня підтримки. Зокрема, упродовж останніх 3-х років підтримка *de minimis* для тваринництва могла сягати не менше 1,1 млрд грн.

По-друге, низький рівень бюджетної підтримки і неповне фінансування бюджету призводять до вибіркового (так званого конкурсного, надзвичайно небезпечного з корупційних міркувань) принципу підтримки того чи іншого виробника.

По-третє, в державній політиці підтримки сектору скотарства немає чітко визначеного вектора розвитку галузі. Так, більша частина коштів спрямовується на підтримку особистих селянських господарств, тоді як підтримка саме великотоварних виробників дозволить зробити продукцію конкурентоспроможною, впровадити інноваційні технології, збільшити експорт продукції.

По-четверте, на нашу думку, необхідно відмовитися від так званої прямої підтримки — на гектар ріллі та голову худоби. Неприв'язка до результатів ведення господарства і його ефективності призводить до розпорошення обмежених коштів державної підтримки.

По-п'яте, і головне, державна підтримка, яка надається в Україні через державні програми, без чітких зобов'язань отримувачів є неефективною і потенційно корупційною. Вона повинна поступитися програмам державно-приватного партнерства (ДПП). Принципова відмінність ДПП від існуючих програм полягає в юридичному закріпленні зобов'язань (враховуючи фінансові) обох партнерів (держави і приватного партнера). Тобто, держава обов'язково (а не “можливо”, на підставі якихось конкурсів) надасть зафіксовану в угоді підтримку за умови чіткого виконання приватним партнером взятих зобов'язань.

**А. В. Федоренко**, кандидат економічних наук, провідний науковий співробітник відділу фінансів реального сектору ДУ “Інститут економіки та прогнозування НАН України”, у виступі “Ринки капіталу у структурі фінансового ринку” розглянув підходи до визначення та структуризації фінансового ринку

з метою окреслення місця окремих сегментів та виділення у його складі ринків капіталу.

Оскільки формальним предметом більшості договорів купівлі-продажу, які укладаються в різних сегментах фінансового ринку, є конкретні види фінансових активів, виникає хибне, на думку доповідача, уявлення, що фінансовий ринок — це ринок, на якому складаються відносини з приводу купівлі-продажу цінних паперів, боргових зобов'язань та інших фінансових інструментів. Хоча насправді — це ринок грошових ресурсів (фондів), де об'єктом купівлі (продажу) є кошти, а засобами платежу, як це не парадоксально, є цінні папери (корпоративні права), боргові зобов'язання та грошові контракти. Визначати ринок капіталу як ринок “фінансових активів”, вважає доповідач, те саме, що визнавати колгоспний ринок не ринком сільськогосподарської продукції та продовольчих товарів, а місцем для інвестування доходів домогосподарств.

Водночас, зазначає А. В. Федоренко, кожен ринок має дві сторони — покупця і продавця, об'єкт купівлі-продажу (товар, послугу тощо) і засоби платежу, які є його невід'ємною ознакою (атрибутом) і становлять “парну категорію”. Так, наприклад, емітент, що розміщує акції на фондовому ринку, є, з одного боку, продавцем цінних паперів, а з другого — покупцем грошових фондів. Тоді як інвестор, який купує ці акції, постає покупцем цінних паперів і, водночас, — продавцем фінансових ресурсів. Відповідно, з боку емітента акцій інвестиційні ресурси є товаром, а цінні папери — засобом платежу, і навпаки, з боку інвестора товаром є цінні папери, а засобом платежу — грошові кошти. Кого і як ідентифікувати на ринку — це лише питання точки зору та місця споглядання, з якого оцінюється “торговельна” операція.

Тому лише сприйняття подвійного статусу фінансового ринку (як ринку інвестиційних ресурсів, з одного боку, та ринку фінансових активів — з другого) та визнання грошових фондів основним ринковим товаром, дозволить методологічно правильно сегментувати фінансовий ринок та чітко структурувати його за внутрішніми складовими.

Водночас, на переконання доповідача, традиційна класифікація фінансового ринку за інструментами не дозволяє виділити в його структурі ринок капіталу, оскільки останній становить собою частину ринку фінансових фондів, тобто перебуває з протилежного боку ринкового “прилавку”. Відтак виникає необхідність визначення критерію, за яким можна було б розмежувати фінансовий ринок як грошовий на ринок капіталу та решту його сегментів як складових ринку грошових фондів. Таким критерієм є строк, на який фінансові ресурси “продаються” (позичаються) інвесторами (кредиторами) емітентам (позичальникам). За “часовою” ознакою фінансовий ринок можна розділити на два сегменти: 1) ринок довгострокового позикового капіталу — ринок капіталу (*capital market*) і 2) ринок короткострокового позикового капіталу — грошовий ринок (*money market*).

Як ринок грошових фондів ринок капіталу включає три сегменти: 1) ринок середньо- (від одного до п'яти років) і довгострокових (понад п'ять років) фінансових ресурсів (інвестиційного капіталу), або фондовий ринок; 2) ринок середньо- (від одного до п'яти років) і довгострокових (понад п'ять років) кредитних ресурсів (позикового капіталу), або кредитний ринок; 3) ринок довгострокових (понад один рік) грошових вкладень (вклади на довгострокові депозити, страхові платежі за договорами страхування, термін дії яких перевищує один рік; внески до накопичувальної пенсійної системи тощо), або ринок заощаджень.

Як ринок грошових фондів грошовий ринок включає чотири сегменти: 1) ринок короткострокового спекулятивного капіталу, призначеного для розміщення коштів в інструменти грошового обігу (пайові та боргові цінні папери, похідні фінансові інструменти та ін.); 2) ринок короткострокових банківських кредитів, призначених для задоволення тимчасових потреб у грошових коштах суб'єктів господарювання та населення; 3) ринок короткострокових грошових вкладень, призначених для розміщення у фінансові інструменти інституційних інвесторів (вклади на короткострокові банківські депозити та поточні рахунки; страхові платежі за договорами страхування, термін дії яких не перевищує одного року, тощо); 4) ринок грошових коштів, призначених для придбання іноземної валюти та валютних інструментів.

Дослідження змісту, складу та структури фінансового ринку дозволило доповідачу дійти висновку, що саме визнання фінансового ринку та ринків капіталу зокрема як ринків грошових ресурсів зміщує акценти і в загальній публічній оцінці їхньої ролі в економічній системі зі спекулятивної функції, яка полягає у підтримці поточної ліквідності фінансових інструментів у межах самого ринку, на інвестиційну, пов'язану із забезпеченням потреб економіки в довгострокових вкладеннях у реальний сектор.

Розуміння фінансового ринку як ринку інвестиційного капіталу дозволяє також чіткіше визначити, що первинне в рушіях його розвитку: грошові ресурси чи фінансові інструменти, а отже й віднайти способи виведення цього ринку з глибокої фінансової кризи. На переконання доповідача, таким чинником є довгострокові грошові ресурси внутрішніх інвесторів, джерелом яких у умовах сучасної економічної ситуації в країні має стати накопичувальна система загальнообов'язкового державного пенсійного страхування, яка спроможна генерувати лише упродовж перших шести років свого функціонування понад 100 млрд грн фінансових інвестицій, з них близько 40 млрд грн в реальний сектор економіки та 20 млрд грн — у фінансовий.