



DOI: <https://doi.org/10.15407/eip2018.02.048>

УДК 336.743

JEL: E 58, F 31

Бублик Є.О., канд. екон. наук, старший науковий співробітник
ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України"
e-mail: bubl13@gmail.com

СТРУКТУРНО-ФУНКЦІОНАЛЬНА ДЕФОРМАЦІЯ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРА В ЕКОНОМІЦІ УКРАЇНИ

Розвинений фінансовий сектор може відігравати вагомую роль у підтримці економічного розвитку країни. З огляду на це для виявлення вузьких місць і можливостей з підвищення ефективності фінансового сектора у виконанні соціально-економічної та інноваційної функції актуальним є питання оцінки поточної ролі фінансового сектора у підтримці економічного розвитку.

Відповідно до цього у статті простежено зміну ролі фінансового сектора у підтримці економічного розвитку України в 2003–2017 рр. Дослідження ґрунтується на аналізі таких параметрів, як фінансова глибина сегментів фінансового ринку, інтенсивність залучення капіталу і перерозподілу заощаджень через фінансовий сектор.

Зроблено висновки щодо характеристик поточного стану фінансового сектора України та його впливу на алокацію фінансових ресурсів у реальному секторі економіки. Відзначено, що основним сегментом фінансового сектора України продовжує залишатися банківський сегмент, у активах якого переважає частка держави. При цьому відносні розміри інших важливих сегментів фінансового сектора України, таких як страховий, фондовий, сегмент небанківських депозитних і кредитних інститутів, залишається незначним. Однак і в банківському сегменті такі параметри, що відображають характеристики ролі фінансового сектора, як інтенсивність залучення капіталу і фінансова глибина, після початку кризи тривалий час знижуються.

На основі аналізу параметра кредитного навантаження на економіку і його порівняння з довгостроковою лінією тренду розраховано показник Credit-to GDP Gap, поточний стан якого відображає значну недокредитованість економіки України. З його допомогою надано кількісну оцінку впливу кредитного ринку України на забезпечення економічного зростання у зазначені 2003–2017 рр. і зроблено висновок про необхідність посилення заходів кредитного стимулювання економічного зростання¹.

К л ю ч о в і с л о в а : фінансовий сектор, фінансова глибина, кредит, грошова маса, банківський сектор, небанківські фінансові інститути, кредитний ринок, Credit-to-GDP

Розвинений фінансовий сектор, який може ефективно виконувати соціально-економічну функцію з акумуляції та алокації вільних фінансових ресурсів за перспективними напрямками в умовах браку інформації, є одним з обов'язкових елементів розвиненої економіки. Тому важливим науковим завданням є визначення ролі, яку відіграє фінансовий сектор країни в економічному розвитку країни, та оцінка ефективності виконання ним своїх функцій. Неочевид-

¹ Публікацію підготовлено за виконання НДР "Інституційні детермінанти модернізації фінансового сектора економіки України" (№ держреєстрації 0116U000070).



на складність вирішення цього завдання дедалі більше цікавить науковців та фахівців. З огляду на складні процеси у фінансовому секторі під впливом кризи актуалізується це питання і для України.

Аналіз доступних публікацій. Визначенню ролі, а також причинно-наслідкових зв'язків впливу фінансового сектора та рівня його розвитку на економічні процеси у країні присвячено доволі чисельний список наукових досліджень. В одній частині цих досліджень (зокрема, у працях зарубіжних вчених Дж.Шумпетера, Дж.Хікса, Р.Маккінона, М.Міллера, Р.Левайна, а також вітчизняних А.Даниленка, В.Зимовця) зауважується, що фінансовий сектор може відігравати визначальну роль в економічному розвитку завдяки здатності обирати найбільш перспективні напрями для інвестицій та спрямовувати туди фінансові ресурси. Інші дослідники (Р.Лукас та Д.Робінсон) відводять фінансовому сектору другорядну роль обслуговування економіки фінансовими ресурсами відповідно до поточних потреб реального сектора.

Починаючи з другої половини ХХ ст. науковці звернули увагу на вплив асиметрії та неповноти інформації на поведінку економічних суб'єктів, що додало ґрунтовності аргументам на користь існування позитивного зв'язку між рівнем розвитку фінансового сектора та інститутів і тенденціями розвитку економіки [1]. У цих роботах наявність позитивної кореляції пояснюється тим, що завдяки кращій спеціалізації фінансовий сектор має повнішу інформацію і тому може більш ефективно спрямовувати інвестиції у реальний сектор.

Більш пізні дослідження звертають увагу також на те, що, крім позитивного зв'язку між розміром фінансового сектора та економічним зростанням, на певних стадіях ця залежність втрачає лінійний зв'язок. Зокрема, коли фінансовий сектор переростає певні межі, його подальший розвиток впливає на реальний сектор дедалі менше і, врешті-решт, цей зв'язок може стати навіть від'ємним [2].

Мета статті. На підставі аналізу ряду кількісних та якісних параметрів розвитку фінансового сектора України визначити характер зміни його ролі у підтримці економічного зростання України в 2003–2017 рр.

Виклад основного матеріалу. Для кількісної оцінки ролі фінансового сектора в економічному розвитку країни існує ціла низка індикаторів, які загалом відображають рівень "фінансової глибини" (financial depth) економіки. Зокрема, пропонують визначити показники монетизації, відношення обсягів фінансових активів, зобов'язань або – вужче – внутрішнього кредиту, обсягів банківського та фондового ринку до ВВП країни тощо [3, 4]. Незважаючи на значну умовність, такий підхід слід вважати обґрунтованим, оскільки порівняння масштабів різних сегментів фінансового сектора із загальним обсягом економіки загалом дозволяють визначити кількісні характеристики його розвитку та обсяги ресурсів, якими він здатен забезпечити економіку. Крім цього, показники, що входять до групи індикаторів "фінансової глибини" економіки, відображають масштаби фінансового сектора економіки, рівень насиченості економіки грошима, фінансовими інститутами, інструментами тощо.

Аналіз показників розвитку фінансового сектора слід почати з визначення його структури. Взагалі під поняттям "фінансовий сектор" у рамках цієї стат-

ті пропонується розуміти сукупність організацій, що забезпечують та безпосередньо здійснюють фінансове посередництво. Відповідно до запропонованих фахівцями Світового банку підходів, структурування фінансового сектора повинно відображати фінансові ресурси центрального банку, депозитних корпорацій та небанківських фінансових установ. Розподіл активів між найбільшими сегментами фінансового сектора України – банківськими та небанківськими фінансовими установами – представлено у табл. 1.

Таблиця 1

Розподіл активів між установами фінансового сектора України, %

Вид фінансової установи	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Банки	68,8	67,1	63,3	63,6	66,3	67,4	67,8	62,8	54,1	52,5	52,3
у т.ч. державні	5,5	10,1	12,0	7,1	10,1	12,7	12,7	14,0	15,2	27,2	28,5
НБУ	22,4	25,4	28,5	28,7	26,7	23,8	22,1	27,5	37,6	39,8	40,2
Небанківські фінансові установи	5,1	4,5	4,9	4,7	4,0	5,4	6,6	6,4	5,6	5,3	5,3
Страхові компанії	3,7	3,0	3,3	3,1	3,0	3,4	3,5	3,3	2,7	2,4	2,2
	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Джерело: розраховано за даними НБУ та НКРРФП [5, 6].

Як видно з таблиці, розподіл структури активів фінансового сектора в Україні має характерну особливість, що визначає його функціональний потенціал. Так, фінансовий сектор України є банківсько орієнтованим, із домінуванням комерційних банків у пропозиції фінансових послуг і, з огляду на це, подібний до європейського. Проте, порівняно із європейською практикою, в Україні частка комерційних банків у пропозиції фінансових послуг є гіпертрофованою (при цьому понад 60% активів фінансового сектора належить державі у особі КМУ та НБУ).

"Фінансова глибина" небанківського сегмента фінансового сектора загалом відповідає показникам розподілу активів, наведеним у табл. 1. Так, відношення активів небанківських фінансових установ (без урахування страхових компаній) до ВВП за підсумками 2017 р. становило 6,5%; депозитів – 0,5%, активів страхових компаній – 1,9%; страхових премій – 0,9%. Для порівняння: показник відношення активів страхових компаній до ВВП у країнах ЄС коливається від 14 до 27%. А відношення страхових премій до ВВП у країнах Східної Європи перебуває на рівні 3–4%, Західної Європи – 7–8% [7].

Такі показники свідчать про винятково незначну роль небанківських установ у фінансуванні економіки. Хоча протягом останніх років помітна певна тенденція до збільшення ролі небанківського сегмента фінансового сектора, насамперед у сегменті короткострокового споживчого кредитування.

Водночас небанківський сегмент фінансового сектора відіграє помітну роль в економіках розвинених країн і країн, що розвиваються, органічно доповнюючи ринок банківських кредитів. У ЄС активи небанківських фінансових інститутів за обсягом загалом перевищують активи банківських установ.



Дві третини їх активів припадає на сек'юритизовані інструменти та деривативи, а близько 20% – на кредити в економіку [8].

В умовах кризи суттєво знизилось залучення фінансових ресурсів на фондовому ринку України. За даними НКЦПФР, капіталізація фондового ринку України на кінець 2017 р. не перевищувала 1% ВВП. А основним на фондовому ринку є ОВДП – інструмент, що забезпечує бюджетне фінансування.

Таким чином, для виокремлення дисбалансів та основних факторів розвитку фінансового сектора України та кількісного визначення його впливу на економічне зростання аналіз індикаторів його фінансової глибини потрібно провести насамперед у межах банківського сегмента, звернувши увагу на частку держави (табл. 2).

Таблиця 2

**Індикатори фінансової глибини банківського сегмента
фінансового сектора України, %**

Роки	Активи НБУ / ВВП	Зобов'язання НБУ / ВВП	Активи банків / ВВП	Кредити банків / ВВП	Кредити банків ФО / ВВП	Кредити банків ЮО / ВВП	Пасиви банків / ВВП
2007	27,1	24,8	83,2	59,6	21,3	38,3	41,3
2008	36,9	27,4	97,7	78,2	28,4	49,8	55,9
2009	39,8	29,2	88,5	76,4	24,4	52,0	88,3
2010	39,3	31,0	87,0	64,2	17,2	47,0	74,3
2011	32,2	25,6	80,1	57,4	13,3	44,1	68,3
2012	28,3	23,6	80,0	54,7	11,5	43,2	67,9
2013	28,7	24,8	87,8	59,6	11,5	48,0	74,6
2014	36,8	31,7	84,1	62,7	11,4	51,2	74,6
2015	42,9	36,7	61,6	48,6	8,8	39,8	56,9
2016	39,5	33,3	52,2	41,4	6,9	34,5	47,0
2017	34,4	27,4	44,8	35,0	5,7	29,2	37,3

Джерело: розраховано за даними НБУ [5].

Домінування банківських інститутів на ринку супроводжується диспропорціями у загальних активах фінансового сектора та джерелах залучення інвестиційних ресурсів в економіку. З огляду на те, що понад 60% банківських послуг в Україні пропонують державні банки, а також на зростання ролі Національного банку у перерозподілі фінансових ресурсів можна говорити про домінування держави у фінансовому секторі України.

Водночас, попри монополію банківських установ на фінансових ринках України, відносні показники демонструють слабку "інклюзивність" банківського сегмента в економіку. Загалом така ситуація є доволі типовою для країн з ринками, що розвиваються: банки встановлюють монополію на фінансовому ринку, проте обмежено здійснюють кредитування реального сектора та не прагнуть нарощувати мобілізацію вільних ресурсів від населення. Відношення депозитів до ВВП у країнах, що розвиваються, перебуває на рівні 40%, у еврозоні – понад 100% [9], в Україні ж, на початок 2018 р., відповідно – 29,6%.

Ще одним індикатором розміру банківського сегмента фінансового сектора слугує показник відношення активів банків до ВВП. Його динаміка свідчить про те, що доволі тривалий час Україні не вдається відновити розмір

банківського сегмента – після кризи 2008 р., сягнувши максимального значення 97,7%, він майже увесь час скорочувався. Для порівняння, значення цього показника у Франції – 280%, у Німеччини – 310% [9].

Показник відношення банківських кредитів до ВВП в Україні продовжує скорочуватись (35,0% на початок 2018 р.), хоча і перебуває на рівні країн з економіками, що розвиваються: Бразилії, Індії, РФ, а також країн Східної Європи, проте він значно нижчий за середній рівень у ЄС – 157,4% (у Франції, Німеччині, Італії – 100–150%, Португалії, Нідерландах, Іспанії – 200–300%) [9].

Слід також звернути увагу на показник відношення кредитів домогосподарствам до ВВП. Цей показник також відображає ефективність банківської системи: її здатність адекватно оцінювати та управляти фінансовими ризиками, будувати стратегію, використовувати рекламу, ринкові інструменти та ін. Згідно з дослідженнями європейського банківського сектора, у середньому по Європі цей показник становить 37% [10], а у найбільш розвинених країн – помітно вищий. В Україні під впливом наслідків кризи він скоротився з 28,4% у 2008 р. до 5,7% у 2017 р.

Загалом, незважаючи на провідну роль банківського сегмента, показники його фінансової глибини свідчать про його все ще недостатній розвиток і помітне скорочення під дією фінансової кризи. Можна зробити висновок: попри те, що найбільш розвинений в Україні ринок банківських послуг за рядом показників фінансової глибини відповідає показникам ринків країн, що розвиваються, показники фінансової глибини різних сегментів фінансового сектора України ще перебувають на доволі низькому рівні.

Низький рівень фінансової глибини у цих сегментах свідчить про недостатню капіталізацію фінансового сектора. Наслідком цього є слабкий ресурсний потенціал фінансового ринку, брак фінансових ресурсів, залежність економіки від короткострокових зовнішніх інвестицій, висока вартість позичкового та залученого капіталу, скорочення внутрішнього попиту та уповільнення економічного зростання.

Така ситуація не унікальна. Останні дослідження свідчать, що більшість ринків, що розвиваються, поки ще перебувають на продуктивному етапі розвитку фінансового сектора, мають помірні показники фінансiалiзацiї² і, відповідно, значний резерв для його безпечного зростання. Під впливом тривалої кризи показники рівня фінансiалiзацiї скоротились і в розвинених країнах ЄС. Разом із тим вони вимагають постійного моніторингу, оскільки дедалі більше підтверджуються висновки про те, що надмірно високі темпи зростання фінансової глибини провокують нестабільність [12].

Окрім оцінки кількісних параметрів розвитку фінансового сектора, для визначення рівня його ефективності важливу роль відіграє аналіз якісних показників, які більшою мірою враховують специфіку, характерну для ринків, що розвиваються, зокрема вплив на них зовнішнього сектора.

² У цьому випадку мається на увазі кількісний параметр цього поняття – відношення обсягів національних фінансових ринків до ВВП країни. У більш широкому сенсі під фінансiалiзацiєю пропонується розуміти зростання ролі фінансових мотивів, фінансових ринків, учасників та інститутів фінансових ринків в економічних відносинах на внутрішніх та зовнішніх ринках [11, с. 3].



На нашу думку, більш наочні результати, які враховують особливості внутрішніх ринкових процесів, демонструють методики, що відображають ефективність фінсектора у формуванні джерел фінансування капіталу. Один із варіантів такої методики, суть якої полягає у визначенні коефіцієнта інтенсивності залучення заощаджень через фінансовий сектор як співвідношення суми приросту зобов'язань усіх фінансових інститутів та скоригованих джерел фінансування капіталу через зовнішній сектор обсяг валових заощаджень у країні, пропонує у своїй роботі В.Зимовець [13, с. 157].

На відміну від інших варіантів, запропонована ним методика враховує характеристики приросту капіталу, діяльність усіх фінансових посередників та дозволяє зробити кількісні оцінки інтенсивності трансформації заощаджень в інвестиції через визначення розміру частки валових заощаджень, що протягом року надійшла у фінансовий сектор і забезпечила формування пропозиції фінансових ресурсів на ринку.

Таким чином, ця методика дозволяє характеризувати роль та місце фінансового сектора країни у формуванні пропозиції фінансових ресурсів, що можуть бути використані для інвестування в розвиток економіки. Для такої оцінки необхідно проаналізувати показники річних змін обсягів валових заощаджень, впливу зовнішнього сектора та приросту зобов'язань, акумульованих у фінансовому секторі. Ці дані за період 2003–2017 рр. представлені у табл. 3.

Таблиця 3

Характеристики валових заощаджень та джерел нагромадження ресурсів у фінансовому секторі економіки України у 2003–2009 рр.

Роки	Валові заощадження, млрд грн	Чисте запозичення (-) / Кредитування (+), млрд грн	Скориговані валові заощадження, млрд грн	Приріст ГМ МЗ, млрд грн	Приріст готівки в обігу, млрд грн	Приріст без готівкових коштів, млрд грн	Приріст внутрішнього кредиту, млрд грн	Приріст кредитів Уряду, млрд грн	Приріст кредитів НФК, млрд грн	Коеф. інтенсивності залучення заощаджень через фінансовий сектор	Коеф. монетизації економіки (МЗ)
2003	74,3	15,5	58,8	30,2	6,8	23,5	25,2	-3,3	28,6	0,41	0,36
2004	109,8	36,8	73,0	30,8	9,2	21,2	20,7	-1,4	22	0,28	0,36
2005	113,4	13,2	100,2	68,3	17,9	50,4	37,5	-20,3	57,7	0,60	0,44
2006	127,0	-7,7	134,7	67,0	14,8	52,3	101,8	-1	102,9	0,53	0,48
2007	177,2	-26,1	203,3	135,1	36,1	99,0	191,4	3,3	188,2	0,76	0,55
2008	197,5	-67,4	264,9	119,6	43,7	75,9	338,4	27,3	311,1	0,61	0,54
2009	151,3	0,5	150,8	-28,4	2,2	-30,7	30,8	48,5	-17,8	-0,19	0,53
2010	197,7	-0,8	198,5	110,6	26,0	84,6	51,4	40,9	10,4	0,56	0,55
2011	208,4	-60,8	269,2	87,6	9,7	78,0	106,0	31,4	74,7	0,42	0,53
2012	198,7	-87,3	286,0	87,7	10,5	77,1	69,0	37,0	32,0	0,44	0,55
2013	152,6	-98,0	256,6	135,8	34,6	101,0	170,2	59,7	110,6	0,89	0,62
2014	183,6	-24,3	207,9	47,7	45,2	2,8	315,9	197,5	109,3	0,26	0,6
2015	334,9	27,8	307,1	37,3	-0,3	37,6	-15,3	24,8	-31,1	0,11	0,5
2016	457,5	-58,4	515,9	108,6	31,7	76,9	169,8	189,6	-19,8	0,24	0,46
2017	450,0	-76,0	526,0	106,2	18,2	88,0	73,4	62,0	11,4	0,24	0,41

Джерело: розраховано на підставі даних статистичних звітів ДССУ [14] та НБУ [5].

За представленими даними розраховано коефіцієнт інтенсивності залучення заощаджень через фінансовий сектор. Його динаміку протягом періоду з 2003 р. по 2017 р. разом із динамікою показників валових заощаджень, скоригованих на вплив зовнішнього сектора, приросту агрегату МЗ та внутрішнього кредиту, представлено на рис. 1. Для повноти оцінки специфіки економічних процесів у цей період наведено також динаміку показника монетизації економіки.

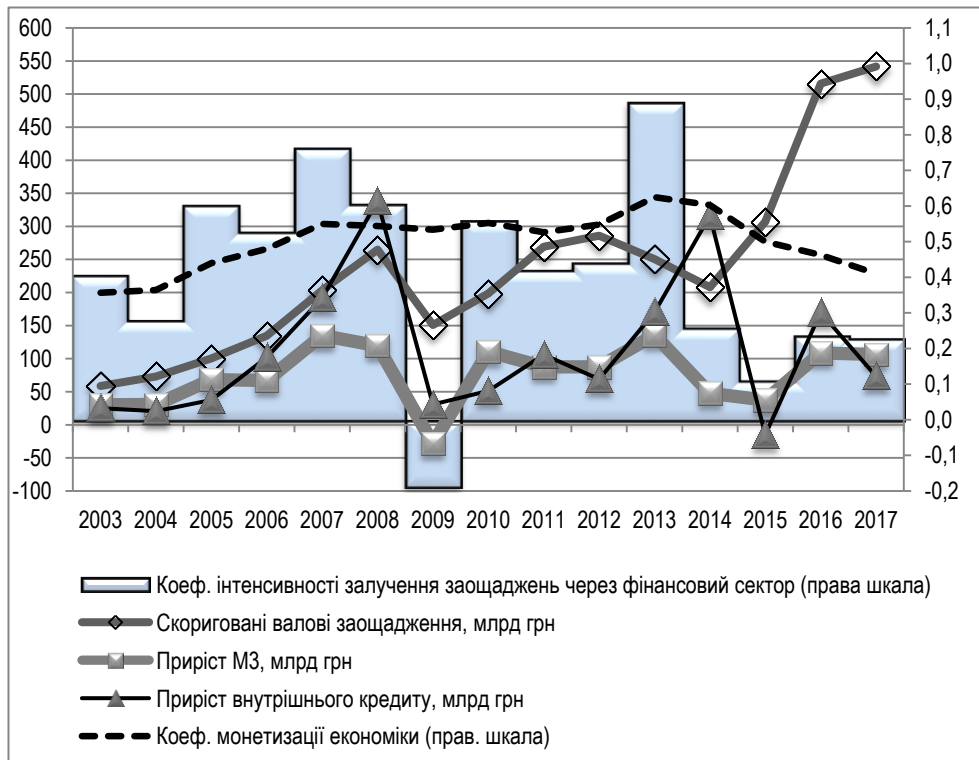


Рис. 1. Динаміка характеристик нагромадження фінансових ресурсів через фінансовий сектор України у 2003–2017 рр.

Джерело: побудовано автором на підставі статистичних даних ДССУ [14] та НБУ [5].

Починаючи з 2003 р. в умовах загального пожвавлення економіки України сформувався тривалий тренд активного приросту валових заощаджень та обсягів джерел формування внутрішніх ресурсів. Цей процес супроводжувався якісним розвитком інститутів вітчизняного фінансового ринку, що у свою чергу відповідним чином відобразилось і через прискорення темпів зростання показника інтенсивності залучення заощаджень через фінансовий сектор. У цей період і до початку кризи 2008 р. зростав кредитно-інвестиційний потенціал фінансового сектора. За статистичними дослідженнями серед країн з розвиненими стабільно функціонуючими фінансовими ринками середнім можна вважати коефіцієнт інтенсивності залучення заощаджень через фінансовий сектор (коефіцієнт інтенсивності) на рівні 0,2 [13, с. 319]. Для країн з ринками, що розвиваються, коефіцієнт інтенсивності, особливо в умовах



наявності кредитного буму, може суттєво перевищувати це середнє значення, що і спостерігалось в Україні під час кредитного буму 2003–2008 рр., коли він зріс майже утричі – до 0,6 (до 60% валових заощаджень розміщувались через фінансовий сектор). Приблизно на такому рівні він залишався на початку кризи у 2008 р.

Беручи до уваги значні темпи приросту протягом 2003–2008 рр. обсягів внутрішнього кредиту (у 10 разів – до пікового значення 338,4 млрд грн) та заощаджень у фінансовому секторі (приріст скоригованих валових заощаджень у 4,5 рази – до 264,9 млрд грн), можна відзначити якісне підвищення ролі у цей період фінансового сектора у нагромадженні в економіці фінансових ресурсів. При цьому в 2007–2008 рр. значну частку серед джерел нагромадження становили зовнішні запозичення (25,4%), які, втім, здебільшого також залучались через фінансовий сектор.

Як видно з даних, наведених на рис. 1, на фінансовий сектор України надзвичайно сильно впливали фінансово-економічні кризи 2008 р. та 2014–2015 рр. Їх вагомим наслідком в Україні слід визнати вплив капіталу з фінансового сектора та переведення його в іноземну валюту. Серед основних причин цього процесу – інституційна слабкість фінансового сектора і пов'язані з цим високі ризики втрати заощаджень, незахищеність останніх від інфляції та девальвації.

З цих причин у періоди криз спостерігалось скорочення зовнішніх запозичень до додатних значень цього показника в системі національних рахунків на рівні 0,5 млрд грн у 2009 р. та 27,8 млрд грн у 2015 р. (тобто в зазначені кризові роки українська економіка здійснювала чисте зовнішнє кредитування); скорочення внутрішнього кредиту у секторі нефінансових корпорацій (на 17,8 млрд грн у 2009 р. та 50,9 млрд грн у 2015–2016 рр. відповідно) та зростання кредитів уряду (як у 2009 р. – приріст 48,5 млрд грн, або 180%, так і у 2014 р. – приріст 197,5 млрд грн, або 430%). Також відбувалося суттєве падіння темпів приросту грошової маси М3 (у 2009 р. – взагалі скорочення на 28,4 млрд грн, у 2014–2015 рр. темпи приросту ГМ становили близько 30% від докризових) на тлі переведення капіталів в іноземну валюту. Лише у 2016–2017 рр. намітилися зміни зазначених тенденцій. Спостерігається залучення капіталу із зовнішніх ринків, відновлення приросту внутрішнього кредиту нефінансовим корпораціям та збільшення обсягів ГМ.

Виключно жорстка монетарна та фіскальна політика 2015 р. українською негативно позначились на коефіцієнті монетизації економіки: саме цього року показник монетизації скоротився на 10 в.п. У підсумку, за 2014–2017 рр. він скоротився на 19 в.п. порівняно з піковим значенням 2013 р. Наразі показник монетизації становить 0,41, що відповідає значенню 2005 р. Загалом можна зробити висновок, що безпосередньо в статистиці цей показник не є надійним індикатором ефективного функціонування фінансового сектора. Хоча в динаміці ознаки процесу демонетизації економіки відображають стагнацію і фінансового сектора.

Для оцінки ролі фінансового сектора в розвитку економіки країни можна також використати такий показник, як відношення обсягів банківських кредитів до ВВП (відомий як Credit-to-GDP). Окрім загальноприйнятого значен-

ня цього показника як індикатора боргового навантаження в економіці (або кредитомісткості ВВП), його динаміка та порівняння з потенційними значеннями також відображають роль кредитного ринку в забезпеченні економічного зростання.

У першу чергу слід відзначити, що показник відношення обсягів банківського кредиту до ВВП країни, за винятком короткого періоду відновлення у 2012–2013 рр., після початку кризи 2008 р. скоротився практично вдвічі: з 78,2 до 37,2% на кінець 2017 р. При цьому, за висновками ряду експертів з МВФ, оптимальне значення цього показника перебуває близько 80% (якщо нижче – кредитний ринок використовується неоптимально, якщо вище – помітні ознаки кредитного переобтяження та можливого розгортання банківської кризи) [15, с. 23]. У найбільш розвинених країнах цей показник суттєво перевищує 100%, що також вважається негативною ознакою. Водночас низькі значення цього показника свідчать про недостатнє використання потенціалу фінансового сектора у забезпеченні економічного зростання.

Звичайно, на статистичний вимір цього показника впливає цілий ряд специфічних особливостей, а він сам лише обмежено характеризує ефективність фінансового сектора. Проте в цьому випадку більш показовою є його динаміка: за нею можна оцінити зміну ролі кредитного ринку в підтримці економічного зростання. Для цього потрібно проаналізувати динаміку Credit-to-GDP у співвідношенні з унормованою лінією тренду економічного або фінансового циклу. Щоб виокремити лінію тренду за цим показником, у т.ч. фахівцями МВФ, як правило, використовується фільтр Ходріка – Прескотта.

Такий аналіз дозволяє визначити характер бізнес-циклу та слугує індикатором раннього попередження початку фінансової кризи. Разом із тим таке моделювання дозволяє також оцінити ефективність фінансового сектора (чи, зокрема, банківського) з точки зору адекватності задоволення кредитних потреб економічних суб'єктів.

Ідеальним вважається відсутність розриву (Gap) між наявним показником співвідношення "Credit-to-GDP" та відповідним показником лінії тренду. А перевищення показника наявного співвідношення Credit-to-GDP над відповідним показником лінії тренду (тобто позитивний Gap) свідчить про задоволення кредитними установами надмірного попиту економічних суб'єктів на кредити, який навряд чи буде компенсовано наступним зростанням реального виробництва. І, навпаки, негативний Gap свідчить про незадоволений попит на кредити, тобто про те, що є певний резерв для забезпечення економічного зростання шляхом розширення кредитної підтримки споживчого попиту та інвестицій. Результати обчислення відповідних показників для України наведені на рис. 2.

Потрібно зазначити, що є певні складнощі з використанням цієї методики в Україні через високу волатильність показника ВВП та обмежені часові рамки його стандартизованого обрахунку (у т.ч. через відмінні номінали до 1996 р.). Натомість, навіть за таких умов отримані результати цілком підтверджують певні теоретичні узагальнення. А саме, що результати обрахунку розриву реального показника Credit-to-GDP з лінією тренду свідчать, що у період 2000–2005 рр. кредитна експансія банків загалом відповідала тенденціям еко-

номічного зростання, забезпечуючи йому належну кредитну підтримку. Тоді як у 2006–2008 рр. в Україні банківське кредитування здійснювалось у надмірних обсягах. Це призвело до того, що сектор домогосподарств помітним чином витіснив інші сектори економіки з перерозподілу ВНД [16, с. 22–23]. У цей період значні темпи приросту кредитів домогосподарствам уже не стільки підтримували економічну активність в реальному секторі, скільки переважно продукували цінову "бульбашку" на ринку нерухомості.

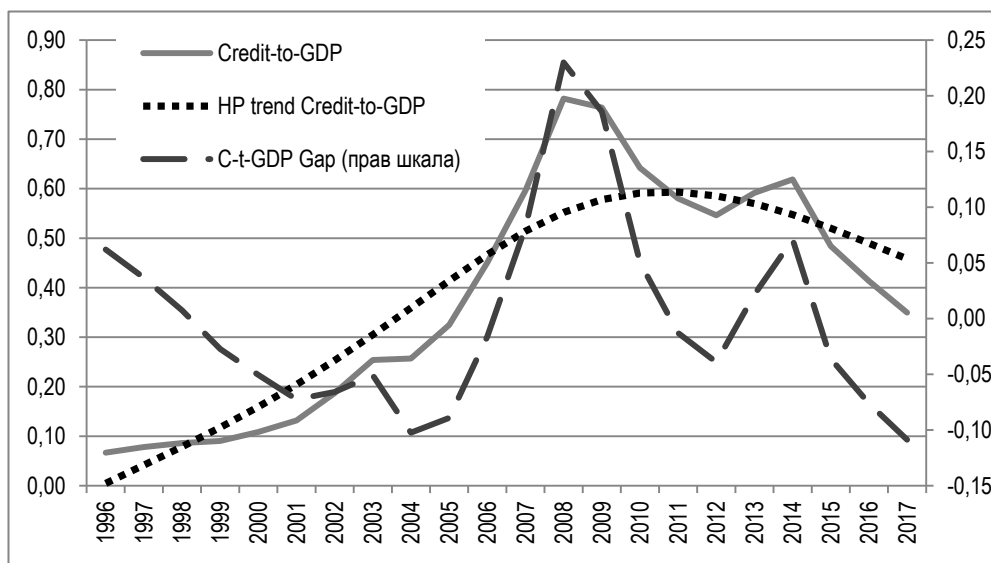


Рис. 2. Порівняння показника розриву кредитного навантаження в економіці України у 1996–2017 рр. з лінією тренду (Credit-to-GDP Gap)

Джерело: побудовано автором на підставі статистичних даних ДССУ [14] та НБУ [5].

Згодом, під впливом банківської кризи та тривалої жорсткої монетарної політики, кредитна підтримка економіки суттєво зменшилась, проте у 2011–2012 рр. залишалася на прийнятному рівні. У цей період кредитування суб'єктів господарювання переважало над споживчим кредитуванням. У 2013 р. знову з'явилися певні ознаки кредитного перегріву. А у 2015–2017 рр., негативний Gap сягнув найбільшого значення і продовжує посилюватись, відображаючи хронічну недокредитованість економіки. Враховуючи наявні прогнози зростання ВВП України на найближчі три роки, відповідне моделювання параметрів розриву реального показника Credit-to-GDP з лінією тренду у середньостроковому періоді допускає подвоєння обсягів наданих кредитів в економіку без перевищення допустимих меж Credit-to-GDP Gap.

Більш детальна оцінка ролі та ефективності фінансового сектора вимагає також аналізу інституційної спроможності останнього забезпечувати приріст темпів накопичення капіталу. На нашу думку, в цьому напрямі визначальними слід вважати індикатори розвитку рівня конкуренції на внутрішніх фінансових ринках. Оскільки аналіз показників конкуренції виходить за межі формату цієї роботи, подібну тезу висловлено як перспективу для подальших досліджень.

Висновки

Таким чином, під час поточної кризи відбулася трансформація ролі фінансового сектора у залученні валових заощаджень та впливу на економічний розвиток у напрямі її кардинального зменшення. Якщо напередодні кризи фінансовий сектор відігравав визначальну роль, забезпечуючи залучення приблизно 60% скоригованих на імпорт капіталу внутрішніх заощаджень (піковий показник 89% у 2013 р.), то в умовах поточної кризи ця роль суттєво послабилась – у 2014–2017 рр. через нього залучалось лише 24%.

При цьому, відіграючи вагомий роль у залученні внутрішніх заощаджень у міжкризові періоди, фінансовий сектор України виявився обмежено здатним перерозподіляти їх на користь ефективних секторів економіки. Особливо у період 2011–2013 рр., коли фінсектор накопичував ліквідність та не знаходив перспективних напрямів інвестування в реальний сектор. І, навпаки, під час розгортання кризи фінансовий сектор виявився нездатним зберегти акумульовані заощадження і навіть активно "сприяв" відпливу капіталу.

Головні причини слабкості фінансового сектора України у розміщенні та збереженні акумульованого капіталу полягають у великих макроекономічних ризиках (як внутрішніх, так – у період після 2008 р. – і глобального характеру), структурно-функціональних дисбалансах, які сформувались на докризовому етапі становлення ринку, а також у недорозвиненій інституційній структурі економіки та фінансових ринків України. Слабкість інституційної структури фінансових ринків України, вузьке коло учасників, недорозвиненість соціальних та правових інститутів, а згодом наслідки політичної кризи та воєнних дій підвищували ризикованість інвестицій у реальний сектор економіки понад прийнятну норму. Як наслідок, внутрішній капітал зберігається у найбільш ліквідних формах, тяжіє до високонадійних (державний сектор) або високодохідних (спекулятивних) інвестицій. У таких умовах фінансовий сектор не здатний відгравати помітну роль в економічному зростанні країни.

Таким чином, проведена оцінка ролі та ефективності фінансового сектора України на підставі аналізу якісних та кількісних показників інтенсивності залучення внутрішнього капіталу через фінансових посередників засвідчила погіршення його функціональної продуктивності у залученні та алокації вільного капіталу. Ми також відзначаємо тривалу хронічну недокредитованість економіки. Основними напрямками модернізації фінансового сектора з метою підвищення його ролі у стимулюванні економічного зростання повинен стати розвиток його інституційної структури, здатної забезпечити розширення кредитування та зниження інвестиційних ризиків.

Список використаних джерел

1. Levine R. Finance and Growth: Theory and Evidence. *HBEG*. 2005. Vol. 1A. URL: <http://www.nber.org/papers/w10766.pdf>
2. Arcand J.-L., Berkes E., Panizza U. Too Much Finance? *IMF Working Paper*. 2012. WP/12/161. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12161.pdf>
3. Beck T., Levine R., Loayza N. Finance and the Sources of Growth. *World Bank Working Paper*. 1999. No. 205. P. 263. URL: <https://pure.uvt.nl/portal/files/1024769/sources.pdf>



4. Cihak M., Demirguc-Kunt A., Feyen E., Levine R. Benchmarking Financial Systems Around the World. *World Bank Policy Research Working Paper*. August 2012. No. 6175. URL: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/12031>
5. Офіційний сайт Національного банку України. URL: <http://www.bank.gov.ua/>
6. Офіційний сайт Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. URL: <https://nfp.gov.ua/>
7. Financial Development and Structure Dataset. URL: <http://econ.worldbank.org/>
8. Non-bank financial institutions: Assessment of their impact on the stability of the financial system. *Economic Papers*. November 2012. № 472. URL: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2012/pdf/ecp472_en.pdf
9. Статистика світового банку. URL: <https://data.worldbank.org/indicator>
10. European banking sector. URL: <http://www.ebf-fbe.eu/>
11. Epstein Gerald A. Financialization and the World Economy. *Business & Economics*. Edward Elgar Publishing, Jan 1, 2005. URL: <https://econpapers.repec.org/bookchap/elgee-book/3455.htm>
12. Sahay R., Čihák M., N'Diaye P., Barajas A., Bi R., Ayala D., Gao Y., Kyobe A., Nguyen L., Saborowski Ch., Svirydenka K., Yousefi S.R. Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets. *IMF Staff Discussion Note*. 2015. SDN/15/08. doi: <https://doi.org/10.5089/9781498312615.006>
13. Зимовець В. Державна фінансова політика економічного розвитку / НАН України; Ін-т екон. та прогнозів. Київ, 2010. 356 с.
14. Національні рахунки. URL: <http://ukrstat.org/>
15. Arcand J., Berkes E., Panizza U. Too Much Finance? *IMF Working Paper*. 2012. No 161. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12161.pdf>
16. Крючкова І.В. Дисбаланси доходів і витрат в інституційних секторах економіки України. *Економіка і прогнозування*. 2014. № 3. С. 20–31.

Надійшла до редакції 12.02.2018 р.

*Бублик Е.А., канд. екон. наук, старший научний співробітник
ГУ "Інститут економіки і прогнозування НАН України"*

СТРУКТУРНО-ФУНКЦИОНАЛЬНАЯ ДЕФОРМАЦИЯ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА В ЭКОНОМИКЕ УКРАИНЫ

Развитый финансовый сектор может сыграть значительную роль в обеспечении экономического развития страны. Для выявления узких мест и возможностей повышения эффективности финансового сектора в контексте выполнения своих социально-экономических и инновационных функций актуализируется вопрос оценки текущей роли финансового сектора в поддержке экономического развития.

Согласно этому в статье прослеживается изменение роли финансового сектора в поддержке экономического развития Украины в 2003–2017 гг. Проведен анализ таких параметров, как "финансовая глубина" сегментов финансового рынка, интенсивность привлечения капитала и перераспределение сбережений через финансовый сектор.

Сделаны выводы о характеристиках текущего состояния финансового сектора и его влияния на аллокацию финансовых ресурсов в реальном секторе экономики. Отмечено, что основным сегментом финансового сектора Украи-

ны продолжает оставаться банковский, в активах которого преобладает доля государства. При этом относительные размеры других важных сегментов финансового сектора Украины, таких как страховой, фондовый, небанковских депозитных и кредитных институтов, остаются незначительными. Однако и в банковском сегменте такие параметры роли финансового сектора, как интенсивность привлечения капитала, монетизация экономики и финансовая глубина, после начала кризиса длительное время снижаются.

На основе сравнения параметра кредитной нагрузки на экономику и его сопоставления с долгосрочной линией тренда проанализирован показатель Credit-to GDP Gap, текущее состояние которого отображает значительную недокредитованность экономики. Последнее позволило определить влияние кредитного рынка Украины на обеспечение экономического роста в указанный период и сделать вывод о необходимости усиления мер кредитного стимулирования экономического роста.

Ключевые слова: *финансовый сектор, финансовая глубина, кредит, денежная масса, банковский сектор, небанковские финансовые институты, кредитный рынок, Credit-to-GDP*

*Ye.Bublyk, Ph.D. in Economics, Senior Researcher,
Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine*

STRUCTURAL-FUNCTIONAL DEFORMATION OF THE FINANCIAL SECTOR IN THE UKRAINIAN ECONOMY

A full-fledged financial sector can play a significant supporting role in the economic development of the country. Therefore, it is an actual question for financial researchers to make a proper assessment of the current role of national financial sector in supporting economic development in order to identify the existing bottlenecks and find opportunities to improve the overall efficiency of the financial sector in executing its social, economic and innovative functions.

For that reason, the article studies the change in the role of Ukrainian financial sector in supporting the economic development in 2003-2017. The author analyzes such parameters as financial depth of financial market segments, intensity of capital accumulation and redistribution of savings through the financial sector.

The article also analyzes the index of debt load (Credit-to-GDP) in the Ukrainian economy and identifies gaps with the Credit-to-GDP long-time trend line, which shows a significant lack of credits in the economy. The latter allowed determining the influence of the Ukrainian credit market on the support of the economic growth in this period.

Conclusions are made about the characteristics of the financial sector's role and its impact on the allocation of financial resources in the real sector. It is noted that the banks remain the main segment of Ukraine's financial sector. In the bank segment, a predominant share of assets belongs to the state as government and regulator. At the same time, the relative sizes of the other segments such as insurance, stock market and non-banking deposit and credit institutions remain insignificant.



However, even in the banking sector, the parameters of intensity of capital attraction, monetization of the economy and financial depth have been declining for a long period of time since the start of the crisis. The same is happening to the Credit-to-GDP indicator whose current state reflects the weak credit support in the economy and a necessity of measures to stimulate credit growth.

Keywords: *financial sector, financial depth, credit, money supply, banking sector, non-bank financial institutions, credit market, Credit-to-GDP*

References

1. Levine, R. (2005). Finance and Growth: Theory and Evidence. *HBEG*, 1A. Retrieved from <http://www.nber.org/papers/w10766.pdf>
2. Arcand, J.-L., Berkes, E., Panizza, U. (2012). Too Much Finance? *IMF Working Paper WP/12/161*. Retrieved from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12161.pdf>
3. Beck, T., Levine, R., Loayza, N. (1999). Finance and the Sources of Growth. *World Bank Working Paper*, 205. Retrieved from <https://pure.uvt.nl/portal/files/1024769/sources.pdf>
4. Cihak, M., Demirguc-Kunt, A., Feyen, E., Levine, R. (August 2012). Benchmarking Financial Systems Around the World. World Bank, *Policy Research Working Paper*, 6175. Retrieved from <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/12031>
5. National bank of Ukraine. Retrieved from <http://www.bank.gov.ua/> [in Ukrainian].
6. *National Commission* Carrying out State Regulation of Financial Services Information about the condition and development of credit institutions in Ukraine. Retrieved from <https://nfp.gov.ua/> [in Ukrainian].
7. Financial Development and Structure Dataset. Retrieved from <http://econ.worldbank.org/>
8. Non-bank financial institutions: Assessment of their impact on the stability of the financial system (November 2012). *Economic Papers*, 472, 14. Retrieved from http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2012/pdf/ecp472_en.pdf
9. World Bank Data. Retrieved from <https://data.worldbank.org/indicator>
10. European banking sector. Retrieved from <http://www.ebf-fbe.eu/>
11. Epstein, Gerald A. (Jan 1, 2005). Financialization and the World Economy. *Business & Economics*. Edward Elgar Publishing. Retrieved from <https://econpapers.repec.org/bookchap/elgeebook/3455.htm>
12. Sahay, R., Čihák, M., N'Diaye, P., Barajas, A., Bi, R., Ayala, D., Gao, Y., Kyobe, A., Nguyen, L., Saborowski, Ch., Svirydzenka, K., Yousefi, S.R. (2015). Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets. *IMF Staff Discussion Note SDN/15/08*. doi: <https://doi.org/10.5089/9781498312615.006>
13. Zymovets, V. (2010). State economy development finance policy. Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine. Kyiv [in Ukrainian].
14. State Statistics Service of Ukraine. Retrieved from <http://ukrstat.org/> [in Ukrainian].
15. Arcand, J., Berkes, E., Panizza, U. (2012). Too Much Finance? *IMF Working Paper*, 16. Retrieved from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12161.pdf>
16. Kryuchkova, I.V. (2014). The misbalances of incomes and expenditures in the institutional sectors of Ukraine's economy. *Ekonom. prognozuvannâ – Economy and Forecasting*, 3, 20-31 [in Ukrainian].