

УДК 336.02

Р. М. Магута,
здобувач Інституту законодавства Верховної Ради України

СТРУКТУРНІ ФІНАНСОВІ ІНДИКАТОРИ ЯК ОСНОВА ОЦІНКИ ТЕНДЕНЦІЙ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

R. M. Maguta,
Applicant of the Legislation Institute of the Verkhovna Rada of Ukraine

STRUCTURAL FINANCIAL INDICATORS AS A BASIS FOR EVALUATION OF TRENDS OF INSTABILITY

У статті проаналізовано систему діагностики фінансової нестабільності в Україні в порівнянні з вимогами МВФ. Виявлено, що діюча на даний час система діагностики, яка здійснюється Національним банком України, включає аналіз індикаторів стійкості депозитних установ України і частково ринку нерухомості. Методика МВФ пропонує значно ширшу сферу, яка охоплює аналіз всіх сегментів фінансового і фондового ринків, діяльність депозитних і не депозитних корпорацій, ринків похідних фінансових інструментів та нерухомості, домогосподарств, макроекономічної кон'юнктури. У процесі дослідження зроблено висновок, що неповнота даних про стан фінансової нестабільності не дозволяє адекватно оцінити зовнішні та внутрішні загрози. Аналіз індикаторів фінансової стабільності, які розраховуються Національним банком України показав, що їх значення знаходяться в межах граничних норм, тому можна зробити загальний висновок, що загрози фінансової стабільності не суттєві. Але проведені розрахунки додаткових структурних фінансових індикаторів засвідчили, що в Україні спостерігається поглиблення фінансової нестабільності в частині утворення корпоративного боргу; збільшення боргових інструментів в прямих іноземних інвестиціях; розширення імпорту фінансових послуг; погіршення структури торгів на ринку цінних паперів; зміни структури між інвестиціями в основний капітал, нематеріальними активами та фінансовими інвестиціями; погіршення структури джерел фінансування діяльності не фінансових корпорацій за рахунок збільшення частки залучених коштів, що разом свідчить про посилення боргової залежності, яка охоплює не лише сферу державного боргу. Запропоновано уповноважити Національний банк України виконувати функції зі збору та узагальнення більш широкого кола індикаторів, предметного їх аналізу, регулярної оцінки стану фінансової нестабільності в країні з оприлюдненням відповідних висновків у оглядах та прогнозах.

The article analyzes the diagnostic system of financial instability in Ukraine compared with IMF requirements. It was found out that the present diagnostic system, which is implemented by the National Bank of Ukraine, includes analysis of indicators of stability of depository institutions of Ukraine and partly the real estate market. The IMF methods offers much broader scope that includes analysis of all segments of financial and stock markets, the activities of deposit and nondeposit corporations, markets of derivatives and real estate, household, macroeconomic conditions. The study concluded that the incomplete data on the state of financial instability doesn't allow to assess adequately the internal and external threats. The analysis of financial stability indicators, which are calculated by the National Bank of Ukraine, has shown that their values are within the limits and the overall conclusion shows that the threats of financial stability are not essential. But calculations of additional structural financial indicators indicated that in Ukraine there is a deepening of financial instability in the part of corporate debt formation; increase in debt in foreign direct investment; expansion of imports of financial services; deterioration of the structure of trading on the securities market; changes in the structure between investment in fixed assets, intangible assets and financial investments; deterioration of the structure of sources of financing of non-financial corporations at the expense of an increase in borrowed funds, which together suggests strengthening of debt bondage, which cover a wide scope, not just government debt. It was proposed to authorize the National Bank of Ukraine to perform the functions of collecting and summarizing the full range of indicators, their objective analysis, regular assessment of the financial instability in the country with the release of the findings in reviews and forecasts.

Ключові слова: системні ризики, фінансова нестабільність, фінансовий сектор, органи нагляду, індикатор.

Keywords: system risks, financial instability, financial sector, supervisors, indicator.

Постановка проблеми. Національні економіки більшості країн знаходяться під впливом фінансових криз, загрози для виникнення яких формуються екзогенно, навіть за умов не повної інтеграції в світовий фінансовий і фондовий ринок. Фінансово-економічна криза 2008-2009рр. показала, що глобальна економіка перебуває в стані невизначеності, загострення глобальних дисбалансів і тому потребує впровадження нової моделі регулювання фінансового сектора на міжнародному і національному рівнях, а також посилення функціональних повноважень наглядових і контрольних органів. Суттєвий вплив на стан нестабільності відіграють фінансові чинники, пов'язані із станом платіжного балансу, інфляцією, валютним курсом, ліквідністю, структурою капіталу, активів, величиною боргів, рухом цінних паперів тощо. Важливим завданням кожної країни є формування комплексної системи відстеження та діагностики стану фінансової нестабільності на

основі застосування повноту пакету індикаторів, що дозволяють здійснювати неупереджений аналіз та прогноз.

Метою статті є дослідження стану діагностики фінансової нестабільності в Україні в порівнянні з вимогами МВФ та Європейської Ради з системних ризиків в частині повноти відстеження всіх секторів фінансового ринку, депозитних і не депозитних корпорацій, фондового ринку, ринку похідних фінансових інструментів, ринку нерухомості, домогосподарств, макроекономічної кон'юнктури, а також визначення тенденцій, які поглиблюють стан фінансової нестабільності в державі.

Аналіз досліджень з проблематики фінансової нестабільності. Проблематика нестійкості економічних систем є дуже актуальною і тривалий час досліджується багатьма науковцями. В економічній теорії такими вченими як Р.Хоутрі, Ф.Хаасом, Л.Мізесом, І.Фішером, Й.Шумпетером, Дж.М.Кейнсом, М.Фрідменом та іншими розроблені авторські концепції економічних циклів, які одночасно пояснюють фактори, що підривають фінансову стабільність. Грунтовно чинники фінансової нестабільності досліджені представниками посткейсіанства У.Бейготом, А.Лейонхувфудом, Ч.Киндлбергером, Х.Мінські. Експерти визнають, що з початку ХХІ ст. настав «момент Мінські», коли збільшується маса неплатоспроможних агентів, які не можуть розраховувати на дохід від грошових потоків, а тільки на дохід від постійного зростання вартості активів.

Чинники криз та інструменти антикризового регулювання досліджувалися у працях таких зарубіжних вчених як А.Веласко, Ч.Виплош, Р.Глік, Д.Даймонд, Р.Дорнбуш, Б.Ейхенгрін, Г.Кальво, Г.Камінські, П.Кругман, М.Обстфельд, К.Рейнхарт, Е.Роуз, Д.Стігліц, Д.Тобін та інші.

Боргові, валютні, банківські аспекти кризових явищ та проблеми регулювання фінансового сектора досліджені у працях С.Александренко, Я.Белінської, Д.Базилевича, О.Барановського, Т.Богдан, В.Гейця, А.Іларіонова, В.Іноземцева, В.Крилової, В.Коваленко, Т.Ковальчука, В.Корнєєва, С.Науменкової, С.Мищенко, Ю.Пахомова, О.Плотнікова, Т.Унковської, С.Циганова, С.Якубовського. Проблеми фінансової безпеки знайшли відображення у працях О.Барановського, В.Сенчагова, М.Єрмошенка, Я.Жаліла, Г.Пастернак-Таранушенка, В.Мунтіяна та інших вчених.

В умовах фінансової нестабільності посилюється значимість контрольної функції держави, фундаментальні основи якої закладено в наукових працях таких зарубіжних вчених як: Р.Адамс, С.Аткінсон, Дж.Бейлі, Дж.Б'юкенен, Р.Зоді, Д.Ірвін, Дж.Робертсон, П.Самуельсон, Дж.Стігліц, Д.Хан та ін. Дослідження контрольної функції держави також знайшло відображення в працях вітчизняних науковців, серед яких: В.Базилевич, І.Басанцов, Ф.Бутинець, О.Василик, П.Гайдучий, М.Єрмошенко, М.Корнєєв, В.Кравченко, Ю.Осадчий, В.Федосов.

Виклад основного матеріалу. Науковці та експерти постійно відстежують стан нестабільності світової економіки і цей факт підтверджує необхідність своєчасного реагування з боку держави на процеси поширення кризових явищ. Водночас слід звернути увагу, що в науковій і практичній літературі (в тому числі і в документах МВФ) часто вживається поняття «фінансова стабільність» як відсутність диспропорцій в економіці, що можуть призвести до виникнення системної кризи, нездатності фінансових інститутів забезпечувати економіку ресурсами, підтримувати ділову активність реального сектора. Але останнім часом все більше став застосовувати термін «фінансова нестабільність», що, на думку науковців і експертів, дає можливість більш предметно діагностувати чинники фінансової нестабільності на основі аналізу фінансових криз та їх передвісників, ніж розглядати стан фінансової стабільності, який в даний час не можна спостерігати в жодній країні. Автором поділяються такі підходи, тому предметом дослідження є чинники фінансової нестабільності та сфера нагляду, контролю, регулювання з боку держави за функціонуванням фінансового сектора. Створення механізму з метою аналізу чинників фінансової нестабільності більш коректно окреслює цілі, завдання з нагляду, контролю за фінансовим сектором для своєчасного попередження, виявлення, а також вжиття заходів регулювання для подолання кризових явищ.

Необхідно підкреслити, що під впливом фінансової кризи в ЄС створено нові загальноєвропейські органи: *Європейську раду з системних ризиків* (European Systemic Risk Board – ESRB); *Європейську систему фінансового нагляду (контролерів)* (European System of Financial Supervisors – ESFS). Слід звернути увагу, що нова модель регулювання фінансового сектора запроваджує процедури управління кризами (менеджмент кризи), зобов'язує до взаємодії та посилення довіри з боку органів регулювання та нагляду в різних країнах ЄС та в світі; спрямована на згладжування системних шоків, послаблення факторів проциклічності, які є каталізаторами кризових явищ. Також нова модель регулювання передбачає застосування для Європи єдиних і взаємодоповнюючих системи мікро- та макропруденційного нагляду, в рамках яких розроблені рекомендації МВФ та інших міжнародних організацій в частині застосування пакету індикаторів для діагностики фінансової стабільності. Зокрема, МВФ розроблено перелік показників, що рекомендується використовувати під час оцінки стійкості депозитних і не депозитних установ (табл. 1, 2). Індикатори дають можливість оцінити достатність капіталу, якість активів, стан ліквідності, ринковий ризик, рентабельність депозитних корпорацій. У таблиці 2 наведені рекомендовані індикатори для оцінки стану ліквідності не депозитних корпорацій, домашніх господарств, фондового ринку, ринку нерухомості.

Таблиця 1.

Показники фінансової стійкості депозитних корпорацій, визначені МВФ

Базовий набір	Рекомендований набір
<u>Достатність капіталу</u>	
Співвідношення нормативного капіталу до зважених за ризиком активів	Співвідношення капіталу до активів
Співвідношення нормативного капіталу першого рівня до зважених за ризиком активів	Співвідношення великих відкритих позицій до капіталу
Співвідношення недіючих кредитів і позик без урахування створених резервів до капіталу	Співвідношення кредитів і позик за географічним розподілом до сукупних кредитів і позик
<u>Якість активів</u>	Співвідношення валової позиції похідних фінансових інструментів в активах до капіталу
Співвідношення недіючих кредитів і позик до сукупних валових кредитів і позик	Співвідношення валової позиції похідних фінансових інструментів у зобов'язаннях до капіталу
Співвідношення розподілу кредитів і позик за секторами до сукупних кредитів і позик	Співвідношення доходу від торговельних операцій до сукупного доходу
<u>Прибуток і рентабельність</u>	Співвідношення витрат на утримання персоналу до непроцентних витрат
Норма прибутку на активи	Спред між довідковими ставками по кредитах і депозитах
Норма прибутку на власний капітал	Спред між найвищою і найнижчою міжбанківськими ставками
Співвідношення процентної маржі до валового доходу	Співвідношення депозитів клієнтів до сукупних кредитів і позик (крім міжбанківських)
Співвідношення непроцентних витрат до валового доходу	Співвідношення валютних кредитів і позик до сукупних кредитів і позик
<u>Ліквідність</u>	Співвідношення валютних зобов'язань до сукупних
Співвідношення ліквідних активів до сукупних активів (коефіцієнт ліквідних активів)	
Співвідношення ліквідних активів до короткострокових зобов'язань	

<u>Чутливість до ринкового ризику</u>	зобов'язань
Співвідношення чистої відкритої валютної позиції до капіталу	Співвідношення чистої відкритої позиції за інструментами участі в капіталі до капіталу

Джерело до табл. 1, 2: Посібник по фінансовій стабільності / МВФ / Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]: – Доступний з:

<<http://bank.gov.ua>>

Таблиця 2.

Показники фінансової стійкості не депозитних установ, визначені МВФ

Не депозитні установи	Показники фінансової стійкості
Інші фінансові корпорації (не депозитні)	Співвідношення активів до сукупних активів фінансової системи Співвідношення активів до ВВП
Сектор не фінансових корпорацій	Співвідношення сукупного боргу до власного капіталу Норма прибутку на власний капітал Співвідношення прибутку до витрат на погашення відсотків та основної суми боргу Співвідношення чистої відкритої валютної позиції до власного капіталу Число заяв з проханням про захист від кредиторів
Домашні господарства	Співвідношення боргу домашніх господарств до ВВП Співвідношення витрат домашніх господарств на обслуговування боргу і погашення його основної суми до доходу
Ринок цінних паперів (ринкова ліквідність)	Середній спред між курсами пропозиції і попиту на ринку цінних паперів або на інших ринках, найбільш значущих для банківської ліквідності (наприклад, на валютних ринках) Коефіцієнт середньоденної оборотності на ринку цінних паперів або на інших ринках, найбільш значущих для банківської ліквідності (наприклад, на валютних ринках)
Ринки нерухомості	Ціни на нерухомість Співвідношення кредитів і позик на житлову нерухомість до сукупних кредитів і позик Співвідношення кредитів і позик на комерційну нерухомість до сукупних кредитів і позик

Частково пакет показників, представлений в табл. 1 та 2, з метою оцінки стану фінансових установ впроваджено в Україні. Слід звернути увагу, що на даному етапі із органів регулювання лише Національний банк України відстежує стан фінансової стабільності, але при цьому застосовує не повний пакет індикаторів, рекомендований МВФ (табл. 3). Якщо МВФ передбачає компіляцію та поширення країнами 40 індикаторів фінансової стійкості: 25 індикаторів для сектору депозитних корпорацій (із яких 12 основних) і 15 індикаторів для клієнтів сектору депозитних корпорацій, у тому числі: інші фінансові корпорації (2 індикатора), не фінансові корпорації (5 індикаторів), домашні господарства (2 індикатора), ліквідність ринку (2 індикатора) і ринки нерухомості (4 індикатора), то на даному етапі Національний банк України щокварталу складає та поширює дані виключно за індикаторами фінансової стійкості сектору депозитних корпорацій (банків) з яких 12 основних і 12 рекомендованих і 2 індикаторах ринку нерухомості.

Таблиця 3.

Індикатори фінансової стійкості, що розраховуються Національним банком України, %

Показник	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Депозитні корпорації							
<u>Показники достатності капіталу</u>							
Співвідношення регулятивного капіталу до зважених за ризиком активів	13,9	14,0	18,1	20,8	18,9	18,1	18,3
Співвідношення регулятивного капіталу 1 рівня до зважених за ризиком активів	10,1	11,2	14,2	15,1	14,0	13,8	13,9
Співвідношення недіючих кредитів без урахування резервів до капіталу	...	9,2	32,0	29,2	25,8	36,0	30,7
<u>Якість активів</u>							
Співвідношення недіючих кредитів до сукупних валових кредитів	48,1	3,9	13,7	15,3	14,7	16,5	12,9
<u>Показники ліквідності</u>							
Співвідношення ліквідних активів до загальних активів	11,6	9,4	11,5	18,8	18,7	22,2	20,6
Співвідношення ліквідних активів до короткострокових зобов'язань	39,9	33,0	35,9	91,2	94,7	90,3	89,1
<u>Чутливість до ринкового ризику</u>							
Співвідношення чистої відкритої позиції в іноземній валюті до капіталу	13,4	33,1	28,5	21,6	8,4	2,5	6,9
<u>Показники прибутку і рентабельності</u>							
Норма прибутку на активи	1,6	1,3	-4,5	-1,4	-0,6	0,5	0,2
Норма прибутку на капітал	13,8	10,5	-32,8	-9,8	-4,2	3,2	1,7

Співвідношення процентної маржі до валового доходу	55,5	51,2	66,8	66,0	63,1	64,2	58,6
Співвідношення непроцентних витрат до валового доходу	60,8	53,0	61,1	61,9	68,3	61,5	66,0
Ринки нерухомості							
Співвідношення кредитів на житлову нерухомість до сукупних валових кредитів	8,4	11,2	12,8	10,4	8,2	6,9	5,5
Співвідношення кредитів на комерційну нерухомість до сукупних валових кредитів	2,2	2,3	2,3	1,7	1,2	0,9	1,4
- Інші фінансові корпорації (не депозитні)	<i>В єдиному пакеті документів із фінансової стабільності розрахунок індикаторів і їх аналіз на даному етапі не здійснюється</i>						
- Сектор не фінансових корпорацій	- « « -						
- Домашні господарства	- « « -						
- Ринок цінних паперів	- « « -						
- Ринки похідних фінансових інструментів	- « « -						

Джерело: Офіційний сайт Національного банку України / Статистика / Статистика індикаторів фінансової стійкості. [Електронний ресурс]: – Доступний з: <http://bank.gov.ua>.

На сайті Національного банку України в загальному розділі «Статистика» окремо наводяться індикатори фінансової стійкості депозитних корпорацій та частково ринку нерухомості. Також в рубриці «Статистика індикаторів фінансової стійкості» надається інформація про доходи та витрати депозитних корпорацій, балансовий звіт депозитних корпорацій, додаткові статті депозитних корпорацій України. Окремо в розділі «Грошово-кредитна та фінансова статистика» надається інформація про основні показники діяльності банків України. Як свідчать дані таблиці 3 поза межами аналізу в єдиному пакеті знаходяться ринок цінних паперів та похідних фінансових інструментів, сектор не фінансових корпорацій, не банківські фінансові установи, домашні господарства. Тим часом, за висновками вчених, реалізація грошово-кредитної політики центрального банку повинна передбачати не лише досягнення цінової та фінансової стабільності, а й можливість впливати на макроекономічну стабільність шляхом участі в реалізації загальної фінансової політики держави [6, с. 17]. Необхідно звернути увагу, що неповнота даних про стан фінансової стабільності в Україні не дозволяє зробити адекватні висновки про зовнішні та внутрішні загрози та впроваджувати відповідні акти кризові заходи.

Інші регулятори фінансового ринку, зокрема, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, Національна комісія, що здійснює регулювання в сфері фінансових послуг, вживають заходи з пруденційного нагляду, тобто спостереження і нагляд за окремими установами. Таким чином, індикатори фінансового стану небанківських установ, фондового ринку, ринку похідних фінансових інструментів, домашніх господарств не узагальнюються на макроекономічному рівні і не відображаються в єдиному пакеті з оцінки стану фінансової стабільності в Україні. У свою чергу така ситуація не дозволяє комплексного проаналізувати в Україні всі сегменти фінансового і фондового ринків, діяльність депозитних і не депозитних корпорацій, ринків похідних фінансових інструментів та нерухомості, домогосподарств, впливу на фінансовий сектор макроекономічної кон'юнктури, загрози поширення міжнародних «ефектів зараження», які формують турбулентність в національній економіці.

Аналіз індикаторів фінансової стабільності, які розраховуються Національним банком України показав, що їх значення знаходяться в межах граничних норм, тому можна зробити загальний висновок про те, що загрози фінансової стабільності не суттєві (табл. 3). Але в процесі дослідження було виявлено, що в Україні спостерігаються тенденції, які свідчать про поглиблення фінансової нестабільності. Для цього автором були розраховані структурні індикатори, відмінні від тих, що перебувають в полі зору Національного банку України, а також запропоновано пакет додаткових *структурних індикаторів, що характеризують поглиблення фінансової нестабільності*, зокрема:

1. Пропорції між споживанням та заощадженням в економіці.
2. Індикатор фінансової глибини (обсяг безготівкових коштів для здійснення розрахунків).
3. Частка боргових інструментів в прямих іноземних інвестиціях.
4. Частка імпорту-експорту фінансових послуг в загальному обсязі послуг.
5. Структура та динаміка зареєстрованих випусків цінних паперів.
6. Структура та динаміка торгів на ринку цінних паперів.
7. Структура та динаміка активів і пасивів банківської системи.
8. Структура та динаміка активів фінансових корпорацій.
9. Пропорції між активами реального та фінансового секторів.
10. Структура інвестицій не фінансових корпорацій (пропорції між інвестиціями в основний капітал, нематеріальні активи та фінансовими інвестиціями).
11. Структура джерел фінансування діяльності не фінансових корпорацій (пропорції між власними та запозиченими ресурсами).
12. Корпоративний борг до ВВП, до активів та власних ресурсів не фінансових корпорацій.
13. Індикатори фінансової незалежності не фінансових корпорацій.
14. Динаміка іпотечних кредитів та інших кредитів, пов'язаних із нерухомістю.
15. Індикатори податкового та боргового навантаження на домогосподарства.

На основі зазначеного пакету структурних показників розраховано зміну їх динаміки та виявлено тенденції, що поглиблюють стан фінансової нестабільності в Україні (табл. 4). Зокрема, споживання у 2012р. (в цілому по економіці 90,1%, в т.ч. приватне – 70%) знаходиться на рівні розвинених країн, у той час, як заощадження, що є потенційною базою для інвестицій – на низькому рівні. Необхідно підкреслити, що таке співвідношення визнано міжнародними організаціями у складі глобальних дисбалансів. На фоні обмеженості інвестиційних ресурсів в економіці, не ефективною можна визнати структуру інвестицій не фінансових корпорацій, де фінансові інвестиції по відношенню до ВВП більш, ніж вдвічі перевищують інвестиції в основний капітал (у 2012 році 46,5% проти 20,2%, в той час як інвестиції в основний капітал, при високому ступеню зносу основних засобів, мають бути не нижче 30-35% ВВП). Також недостатніми є інвестиції в нематеріальні активи, при тому, що цей показник відіграє все більшу роль в оцінці рівня капіталізації національної економіки. Також недостатнім за обсягом є показник «фінансової глибини» (табл. 5), який свідчить про дефіцит коштів для здійснення безготівкових розрахунків (як і показник монетизації, він у 2,5-3 рази нижчий, ніж у розвинених країнах).

Таблиця 4.
Тенденцій, що характеризують поглиблення
фінансової нестабільності*

Показники	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Дисбаланс споживання-заощадження, % до ВВП						
Рівень приватного споживання	58,7	61,4	63,7	63,4	66,5	70,0
Заощадження	24,6	20,8	16,6	18,25	16,0	14,1
Боргові інструменти в прямих іноземних інвестиціях, % до акціонерного іноземного капіталу						
	13,5	14,6	16,5	13,2	16,5	17,6
Боргові цінні папери банків в структурі активів, %						
	4,8	4,4	4,5	8,9	8,3	8,5
Імпорт фінансових послуг, % в загальному обсязі послуг	17,8	22,7	25,5	19,9	15,3	14,2
Безготівкові кошти для здійснення розрахунків, % до ВВП						
Фінансова глибина	38,8	37,6	35,9	38,2	37,6	40,2
<i>Довідково: коефіцієнт монетизації</i>	55,0	54,4	53,4	55,2	52,1	54,7
Інвестиції не фінансових корпорацій, % до ВВП						
Фінансові інвестиції	46,9	43,6	52,5	38,2	45,1	46,5
Інвестиції в основний капітал	26,4	24,5	16,6	11,4	15,9	20,2
Структура інвестицій не фінансових корпорацій, %						
Фінансові інвестиції	63,4	63,4	75,3	76,1	73,1	69,1
Інвестиції в основний капітал	35,4	35,6	23,8	22,8	25,7	30,0
Інвестиції в нематеріальні активи	1,2	1,0	0,9	1,1	1,2	0,9
Боргове навантаження не фінансових корпорацій						
Корпоративний борг, % до ВВП (граничне значення 160 % ВВП)	190,4	213,9	253,4	237,1	230,9	233,3
Корпоративний борг до власних ресурсів, %	130,5	178,8	182	180	186	177
Корпоративний борг до активів, %	55,0	62,4	62,9	62,6	63,2	62,1
Структура джерел фінансування не фінансових корпорацій, %						
Власні ресурси	42,1	34,9	34,5	34,8	33,9	35,1
<i>Запозичені ресурси</i>	55,0	62,5	62,9	62,6	63,3	62,2

* розрахунки проведено автором за даними Державної служби статистики України

Варто підкреслити, що індикатор фінансової глибини (різниця між грошовим агрегатом М2 та М0) практично не аналізується, в той час як він відіграє ключову роль під час здійснення платежів. Без збільшення його величини буде складно зменшити обсяг корпоративного боргу, який у значній мірі формується на основі кредиторської заборгованості.

Таблиця 5.

Показник фінансової глибини в Україні

Показники	2000	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Грошовий агрегат М2, млрд. грн.	31,5	64,3	94,8	125	193	259	391	512	485	597	682	771
Грошовий агрегат М0, млрд. грн.	12,8	26,4	33,1	42,3	60,2	75,0	111	155	157	183	192	203
Фінансова глибина (М2-М0), млрд. грн.	18,7	37,9	61,7	82,7	132,8	184	280	357	328	414	490	568
% до ВВП	11,0	16,8	23,1	24,0	30,1	33,8	38,8	37,6	35,9	38,2	37,6	40,2
Корпоративний борг, % до ВВП	201	205	209	193	173	181	190	214	253	237	231	233
<i>Довідково: Коефіцієнт монетизації економіки до ВВП, %</i>	19,0	28,3	35,6	36,5	44,0	48,0	55,0	54,4	53,4	55,2	52,1	54,7

Джерело: розраховано за даними Статистичних щорічників України за відповідні роки

Проведене дослідження показало, що посилюється боргова складова дисбалансів, що предметно підтверджується динамікою корпоративного боргу

(230-250% до ВВП при граничній нормі не більше 160% ВВП), а також збільшенням частки боргових інструментів в прямих іноземних інвестиціях. За результатами 2012р. їх частка до акціонерного капіталу зростає до 17,6%. Також про посилення боргової залежності свідчить збільшення боргових цінних паперів банків в структурі їх активів, які зросли з 4,5% у кризові 2008-2009 рр. до 8,5% у 2012 р.

Оскільки в Україні функціонує секторна модель регулювання фінансового ринку, Національний банк України не відстежує динаміку фондового ринку на макрорівні. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку здійснює пруденційний нагляд, який стосується конкретних фінансових установ. Але слід підкреслити, що в режимі особливого регулювання, нагляду і контролю має знаходитися фондовий ринок, навіть тоді, коли Україна слабо інтегрована в світовий фінансовий і фондовий ринок.

Таблиця 6.
Структура торгів на ринку цінних паперів, %

Показники	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Акції	45,8	37,6	39,9	44,1	36,1	29,3	23,4	10,2
Облігації підприємств	12,6	17,8	23,2	7,6	4,5	4,8	4,9	5,9
Муниципальні облігації	0,57	0,57	0,2	0,06	0,03	0,08	0,3	0,21
Державні облігації	8,28	7,93	7,07	9,3	22,9	39,4	48,1	43,0
Деривативи (похідні цінні папери)	0,05	0,01	0,03	0,01	0,24	1,1	0,98	1,07
Цінні папери інститутів спільного інвестування	2,88	5,35	4,97	7,15	7,49	5,27	5,44	29,61
Інші фінансові інструменти *	29,74	30,66	24,5	31,79	28,72	20,06	16,86	9,98

* оцадні сертифікати, сертифікати фондів операцій з нерухомістю, іпотечні цінні папери, депозитні сертифікати НБУ, заставні цінні папери, казначейські зобов'язання та векселі

Джерело до таблиць 6, 7: розраховано за даними Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України

Аналіз структури торгів цінними паперами свідчить, що частка торгівлі акціями різко зменшується на фоні зростання обсягу торгівлі державними облігаціями. Таким чином, зростає потенційна інвестиційна складова розвитку, а посилюється боргова залежність (табл. 6, 7). Також зростає сфера торгівлі іпотечними цінними паперами, заставними, векселями. При цьому збільшується частка торгів цінними паперами інститутів спільного інвестування, які, в основному, спрямовуються на фінансовий ринок, а не на придбання основного капіталу і нематеріальних активів.

Таблиця 7.
Динаміка торгів на ринку цінних паперів, млрд. грн.

Показники	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Акції	225,65	283,54	352,82	470,73	556,25	636,07	591,86	171,10
Облігації підприємств	62,38	134,73	205,21	81,13	69,50	103,70	124,89	98,87
Муниципальні облігації	2,85	4,31	2,20	0,66	0,50	1,67	7,48	3,60
Державні облігації	40,85	59,86	62,49	98,99	354,12	855,55	1217,06	721,47
Деривативи (похідні цінні папери)	0,26	0,15	0,27	0,1	3,75	23,99	24,91	18,01
Цінні папери інститутів спільного інвестування	14,24	40,43	43,94	76,31	115,49	114,72	137,74	496,50
Інші фінансові інструменти *	146,57	231,29	216,46	339,36	441,77	435,72	426,92	167,42
Всього	492,8	754,31	883,39	1067,26	1537,79	2171,10	2530,87	1676,97

Крім того, в зоні нагляду і контролю повинен перебувати ринок торгів похідними цінними паперами (деривативами), обсяг яких стрімко зріс у 2011р. (табл. 7). Деривативи віднесені до небезпечних фінансових інструментів, які взмозі поглибити стан нестабільності та спровокувати кризу. Із ростом деривативів тісно пов'язаний імпорту фінансових послуг, обсяг яких в 2008-2009 рр. становив 20-25% від загального обсягу послуг.

У складі показників з відстеження чинників фінансової нестабільності важливе місце займає структура активів і пасивів банків, інших фінансових установ, а також структурні пропорції між активами всіх учасників фінансового сектора. Зокрема, в Україні в 2008-2009рр. значну частку в активах банків займали кредити населенню за рахунок масового споживчого кредитування (табл. 8), що в умовах низького рівня платоспроможності громадян, теж створює загрози. Кредити населенню знизилися, проте зростають вкладення банків у боргові цінні папери.

Таблиця 8.
Структура активів банківської системи України, %

Показники	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 І півр.
готівкові кошти та депозити	11,6	10,3	12,3	14,2	14,5	15,6	14,1	10,9
кредити реальному сектору економіки	46,1	51,0	53,9	54,0	55,1	54,0	54,6	57,8

Показники	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 I півр.
кредити населенню	25,6	29,0	25,3	19,8	16,5	14,3	13,1	13,3
міжбанківські кредити	7,8	3,7	3,5	4,0	4,2	2,3	1,6	-
вкладення в боргові цінні папери	4,8	4,4	4,5	8,9	8,3	8,5	10,8	11,5
інші активи	4,1	1,6	0,5	1,0	1,4	5,3	5,8	6,5

Джерело: розраховано за даними Національного банку України.

Висновки. У глобалізованій економіці виникають нові аспекти системних ризиків і фінансової нестабільності, а також стрімко накопичуються дисбаланси, пов'язані із масштабним зростанням фінансових потоків порівняно із матеріальними, спекулятивним рухом капіталу та появою нових фінансових «пухирів», дефіцитом ліквідності, збільшенням державного та корпоративного боргу, а також впровадженням нових фінансових технологій та інструментів ринку цінних паперів. Така ситуація вимагає посиленої уваги з боку держави за станом фінансової нестабільності та, у разі потреби, розроблення відповідних антикризових заходів. Проте діюча на даний час система діагностики, яка здійснюється Національним банком України, зосереджується на аналізі індикаторів стійкості депозитних установ України і частково ринку нерухомості, не охоплюючи при цьому всі сегменти фінансового і фондового ринків, діяльність не депозитних корпорацій, ринків похідних фінансових інструментів, домогосподарств, макроекономічної кон'юнктури. Але слід врахувати, що обмеженість даних про стан фінансової нестабільності не дозволяє адекватно оцінити зовнішні та внутрішні загрози. Тому необхідно збільшити сферу аналізу чинників фінансової нестабільності, поширивши її на весь фінансовий сектор, ринок нерухомості, домогосподарства, не фінансові корпорації. Для цього пропонується уповноважити Національний банк України виконувати функції зі збору та узагальнення більш широкого кола індикаторів, ніж він здійснює зараз (включаючи структурні фінансові індикатори, які свідчать про поглиблення стану фінансової нестабільності в Україні), а також предметного аналізу їх динаміки, регулярного оцінювання стану нестабільності в країні з оприлюдненням відповідних висновків у оглядах та прогнозах. Важливість зосередження уваги на аналізі якомога повнішого пакету чинників фінансової нестабільності підтверджується світовим досвідом, який показав, що фактори, необхідні для підтримки рівноваги, дуже складні, і тому ймовірність їх виконання — обмежена, оскільки економіка під впливом різних причин переходить з одного стану в інший, демонструючи при цьому нестабільність (циклічність, безробіття, інфляцію).

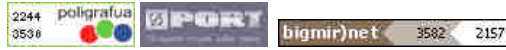
Література:

1. Апарова, О.В. Обґрунтування необхідності регулювання фінансового ринку / О.В. Апарова // Інвестиції: практика та досвід. – 2013. – № 6. – С. 8–13.
2. Комплексне порівняльно-правове дослідження відповідності законодавства України *acquis communautaire* у сфері регулювання фінансових послуг в контексті фінансово-економічної кризи 2008-2009 років / Міністерство юстиції України / Державний департамент з питань адаптації законодавства. – Київ, 2011. [Електронний ресурс]: – Доступний з: <<http://www.minjust.gov.ua/file/23506>>.
3. Консультації щодо підвищення ефективності регулювання та нагляду за фінансовим сектором в Україні. Зелена книга. – Київ, 2010. Офіційний сайт Національного банку України. [Електронний ресурс]: – Доступний з: <<http://bank.gov.ua>>.
4. Луняков, О.В. Генезис понятий «финансовая нестабильность» и «финансовая хрупкость» в контексте мировых финансовых кризисов / О.В. Луняков [Электронный ресурс]: – Доступный с: <<http://uchebilka.ru/finansi/40695/index.html>>
5. Науменкова, С. Основні напрями координації грошово-кредитної та бюджетно-податкової політики / С. Науменкова, С. Міщенко // Вісник НБУ. – 2012. – № 5. – С. 13–21.
6. Науменкова, С. Зарубіжний досвід організації систем регулювання й нагляду за діяльністю фінансових установ. [Електронний ресурс]: – Доступний з: <<http://biglibrary.ru/articles/article-47>>.
7. Радіонова, І.Ф. Теорія фінансової нестабільності як інструментарій сучасної макроекономіки / І.Ф. Радіонова // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. – 2013. – № 146. [Електронний ресурс]: - Режим доступу : <<http://cyberleninka.ru/article/n/teoriya-finansovoy-nestabilnosti-v...>>
8. Радіонова, І.Ф. Фінансова природа економічних коливань: зміст і моделювання / І.Ф. Радіонова // Фінанси України. – 2011. – № 3. – С. 19–34.
9. Чиркова, Е.В. Теории финансовых пузырей / Е.В. Чиркова // Электронный журнал «Корпоративные финансы». – 2010. – № 3. – С. 63–72.
10. Унковська, Т.С. Системне розуміння фінансової стабільності: розв'язання парадоксів [Текст] / Т.С. Унковська // Економічна теорія. – 2009. – № 1. – С. 14–33.

References:

1. Aparova, O.V. (2013), "Grounding of necessity of the financial market regulation" *Inves-tytsii: praktyka ta dosvid*, vol. 6, pp. 8–13.
2. Ministry of Justice of Ukraine (2011), "Complex comparative legal study of legislation re-levance Ukraine *acquis communautaire* in the regulation of financial services in the context of the financial crisis of 2008 — 2009", available at: <http://www.minjust.gov.ua/file/23506> (Accessed 20 Aug 2014).
3. National Bank of Ukraine (2010), *Konsul'tatsii schodo pidvyschennia efektyvnosti rehuli-uvannia ta nahliadu za finansovym sektorom v Ukraini. Zelena knyha* [Consultation on improving the ef-ficiency of regulation and supervision of the financial sector in Ukraine. Green Book], Kyiv, Ukraine.
4. Lunikov, O.V. (2013), "The genesis of the concepts "financial instability" and "financial fragility" in the context of the global financial crisis", available at: <http://uchebilka.ru/finansi/40695/index.html> (Accessed 20 Aug 2014).
5. Naumenkova, S. (2014), "Foreign experience of systems of regulation and supervision of financial institutions", available at: <http://biglibrary.ru/articles/article-47> (Accessed 20 Aug 2014).
6. Naumenkova, S. and Mischenko C. (2012), "Main directions of coordination of monetary and fiscal policy", *Visnyk NBU*, vol. 5, pp. 13–21.
7. Radionova, I.F. (2013), "The theory of financial instability as a tool of modern macroeco-nomics", *Visnyk Kyivs'koho natsional'noho universytetu imeni Tarasa Shevchenka* [online], vol. 146, available at: <http://cyberleninka.ru/article/n/teoriya-finansovoy-nesta-bilnosti-v...> (Accessed 20 Aug 2014).
8. Radionova, I.F. (2011), "The financial nature of economic fluctuations: content and model-ing", *Finansy Ukrainy*, vol. 3, pp. 19–34.
9. Chyrkova, E.V. (2010), "Theory of financial bubbles", *Korporatyvnye finansy*, vol. 3, pp. 63–72.
10. Unkovska, T.Ye. (2009), "Systemic understanding of financial stability: solving the paradoxes", *Ekonomichna teoriia*, vol. 1, pp. 14–33.

Стаття надійшла до редакції 19.09.2014 р.



ТОВ "ДКС Центр"