

НАЦІОНАЛЬНИЙ ІНСТИТУТ СТРАТЕГІЧНИХ ДОСЛІДЖЕНЬ

**ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ
В УКРАЇНІ В УМОВАХ ПОСТКРИЗОВОЇ
ЕКОНОМІКИ**

аналітична доповідь

КИЇВ - 2011



*Забезпечення фінансової стабільності в Україні в умовах посткризової економіки. -
К.: НІСД, 2011. - 38 с.*

Автори:

Белінська Я. В., д. е. н., с. н. с. (керівник авторського колективу)

Покришка Д. С.

Молдован О. О.

Медведкіна С. О., к. е. н.

Месечко І. М.

За редакцією д. е. н., с. н. с., Я. В. Белінської

Доповідь підготовлено до засідання круглого столу 27 квітня 2011 р.

При повному або частковому відтворенні матеріалів даної публікації посилання на видання обов'язкове.

© Національний інститут стратегічних досліджень, 2011.

ВСТУП

Ключовою умовою сталого економічного зростання України є забезпечення фінансової стабільності. В умовах високих ризиків кризового та посткризового періоду зусилля уряду та суб'єктів економічної діяльності зосереджуються на вирішенні поточних проблем. При цьому нові перспективи, які відкриваються у період кризових зламів, як правило, залишаються поза їхньою увагою. Однією з причин такої ситуації є нестача внутрішніх фінансових ресурсів та труднощі залучення зовнішнього фінансування. Тому лише за стабілізації ключових параметрів фінансової системи стає можливим перехід до реалізації стратегічних цілей розвитку як окремих суб'єктів економічної діяльності, так і країни в цілому.

Забезпечення стабільного соціального та економічного поступу у післякризовий період вимагає реалізації стратегії соціально-економічних реформ, спрямованих на забезпечення базових конкурентних переваг вітчизняної економіки (у тому числі – ресурсно-сировинних) і оволодіння новими конкурентними перевагами, що виникають в результаті активних структурних зрушень світової економічної системи. Вирішити це завдання повною мірою можливо лише в умовах фінансової стабільності. Побудова стійкої фінансової системи дає шанс не лише мінімізувати негативний вплив на Україну світової посткризової економічної рецесії, а й забезпечити сприйнятливості вітчизняної економіки до нових можливостей розвитку та увійти до групи країн, що динамічно розвиваються.

Фінансова стабільність невіддільна від характеристик фінансової системи. Оскільки фінансова система є складним системним утворенням і складається з таких елементів як фінансові установи та організації, інфраструктурні інститути та зв'язки між ними, охоплені поняттям фінансових ринків (фондова біржа, грошовий ринок і ринок похідних фінансових інструментів), то фінансова стабільність передбачає стабільність кожного з цих елементів цієї системи. Традиційно під фінансовою стабільністю розуміється спроможність фінансової системи ефективно виконувати свої функції, в першу чергу, забезпечувати ефективний розподіл ресурсів та нормальний перебіг економічних і фінансових процесів. Здатність фінансової системи виконувати свої функції навіть під впливом негативних шоків та в стані відхилення від рівноваги характеризує її стійкість. Невпинний динамічний розвиток фінансової системи означає неможливість зафіксувати раз і назавжди стан фінансової стабільності і потребує наявності механізмів самокоригування, спроможних виявляти ризики, обмежувати і усувати диспропорції, перш, ніж вони приведуть до розбалансування фінансової системи. Таким чином, забезпечення фінансової стабільності потребує системного підходу до всіх складових фінансової системи у їх взаємодії та під впливом зовнішніх факторів, породжених глобалізаційними процесами.

В представленій аналітичній доповіді авторами надається детальний аналіз засад забезпечення фінансової стабільності, її ключових загроз і ризиків, робляться оцінки ймовірності як настання «другої хвилі» кризи, так і переходу до фази економічного піднесення економіки України. На підґрунті виявлених вад та суперечностей сучасного економічного розвитку України запропоновані стратегічні пріоритети та першочергові кроки модернізації фінансової та економічної систем.

1. ФОРМУВАННЯ ПІДҐРУНТЯ ДЛЯ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ В УКРАЇНІ

а) Відновлення позитивної економічної динаміки у 2010 р.

Економіка України в 2010 р. після понад річного періоду спаду перейшла у фазу зростання, досягнувши 4,2 % річного приросту ВВП. Висхідна динаміка економічного зростання сприяла стабілізації макроекономічного становища країни, створила передумови для подолання низки чинників фінансової нестабільності, пом'якшила вплив перешкод на шляху фінансово-економічного розвитку. Водночас характер економічного відновлення не дає підстав для висновку про перехід національної економіки до стійкої та тривалої стадії фінансової стабілізації, оскільки все ще зберігаються системні дисбаланси економічного розвитку, спроможні в майбутньому стати джерелом макроекономічної нестабільності загалом і фінансової зокрема.

Основним рушієм відновлення економічного зростання стала висока позитивна динаміка розвитку промисловості, яка в 2010 р. забезпечила 3,3 в. п. (76,5 %) приросту валової доданої вартості. Зростання обсягів промислового виробництва торік становило 11,0 % після падіння за аналогічний період 2009 р. на 21,9 % (рис. 1).

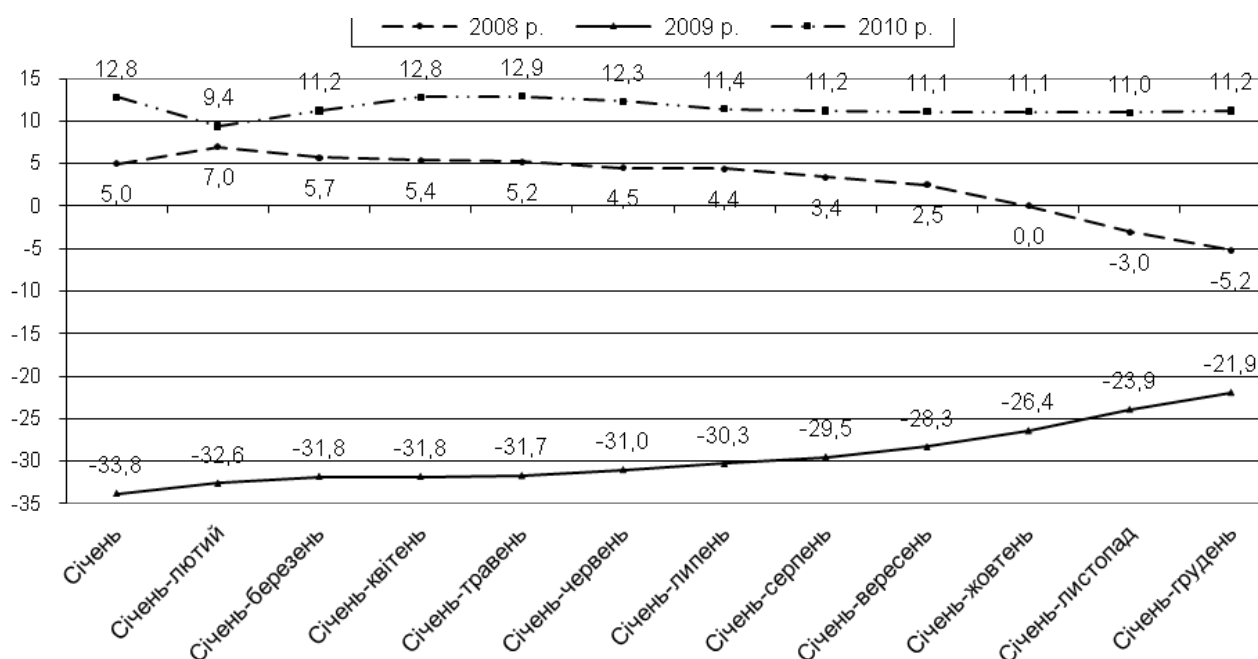


Рис. 1. Динаміка промислового виробництва в Україні в 2008-2010 рр., %

В промисловості досягнуто позитивних результатів майже у всіх галузях (крім окремих підгалузей видобувної промисловості та виробництва коксу, продуктів нафтоперероблення), зафіксовано зростання доданої вартості на транспорті і в торгівлі. **Зростання обсягів промислового виробництва протягом 2010 р. було зумовлене:**

- сприятливою ціновою кон'юнктурою на міжнародних ринках на основні експортні товари українських виробників;
- відновленням зростання у країнах – основних торговельних партнерах (головним чином СНД), що дало змогу наростити обсяги виробництва продукції і споживчого, й інвестиційного призначення;
- поліпшенням фінансового стану вітчизняних підприємств-експортерів, що стимулювало підвищення попиту на продукцію суміжних виробництв і технологічне обладнання;
- підвищенням доходів населення, що дозволило підтримати рівень споживчого попиту й досягти певної позитивної динаміки галузей, орієнтованих на внутрішній ринок – харчової і легкої промисловості.

Позитивна динаміка промисловості через зростаючий попит на фінансові ресурси і послуги формувала підґрунтя для фінансової стабілізації. Але головним чинником формування більшості позитивних тенденцій розвитку національної економіки у 2010 р. став активний розвиток

зовнішньоторговельної сфери України. Випереджаючої динаміки зростання промислового виробництва досягнуто в галузях, для яких чинник зовнішнього попиту є одним із провідних: у машинобудуванні (на 36,1 % проти показника 2009 р.), хімічній та нафтохімічній промисловості (на 22,5 %) та металургії (на 12,2 %). Вказані галузі забезпечили понад дві третини приросту промислового виробництва.

Важливим позитивним досягненням року стало поживлення галузей, виробництво яких спрямовано на забезпечення внутрішнього споживчого ринку, чому сприяло зростання доходів населення. Однак, галузі, орієнтовані на внутрішній ринок, демонструють значно слабшу відновлювальну динаміку. Зростання виробництва у харчовій промисловості становило 3,2 %, целюлозно-паперовому виробництві – 2,8 %, легкій промисловості – 8,9 %, деревообробній – 9,6 %.

Визначальна роль зовнішніх джерел попиту у розвитку вітчизняної промисловості посилила залежність фінансового становища підприємств від зовнішніх чинників, що створює значні ризики у довгостроковому періоді розвитку економіки України. Крім того, хоча експортоорієнтовані галузі промисловості продемонстрували досить високі показники зростання виробництва, протягом року ця динаміка не була стійкою. Лише машинобудування поступово посилювало висхідну динаміку виробництва (рис. 2).

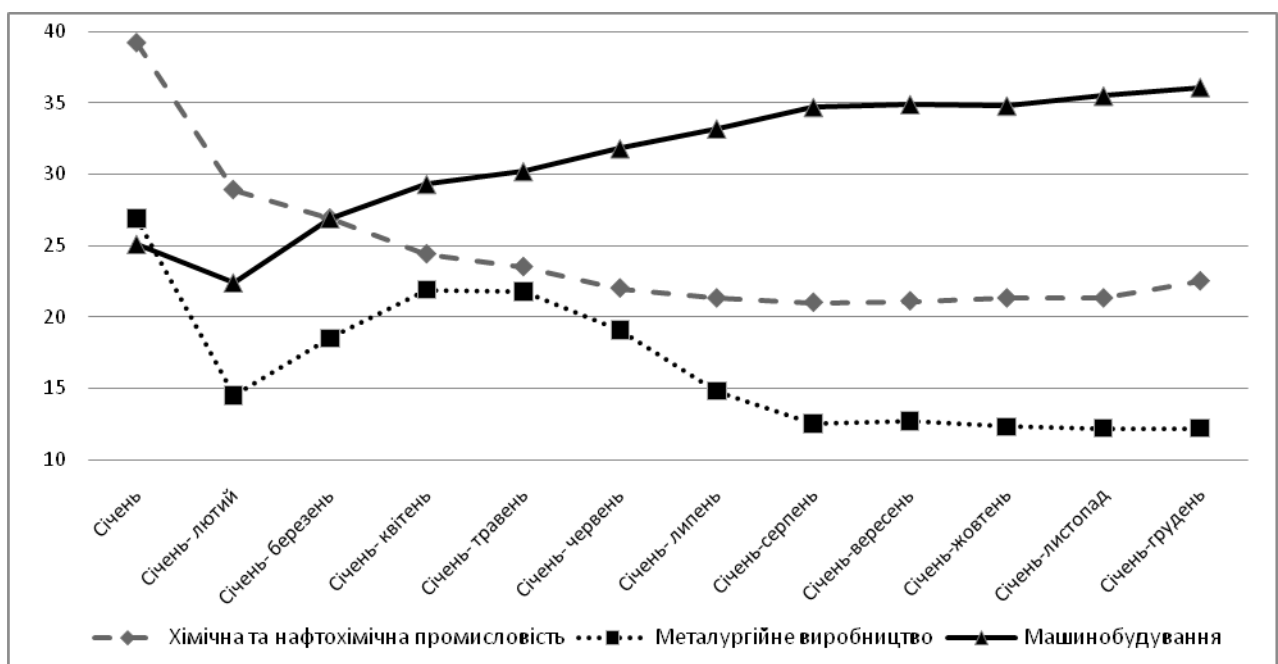


Рис. 2. Динаміка виробництва в експортоорієнтованих галузях промисловості в 2010 р., %

Фінансову стабілізацію у вітчизняній промисловості засвідчує також суттєве скорочення збитків та збільшення прибутків підприємств. Найбільше скорочення збитків порівняно з 2009 р. припало на експортоорієнтовані галузі – у машинобудуванні на 3,4 млрд грн, в металургії на 3,6 млрд грн, в хімічній та нафтохімічній промисловості на 1,6 млрд грн. В добувній промисловості і виробництві коксу і продуктів нафтоперероблення збитки зменшилися на 1,7 млрд грн і 1,2 млрд грн відповідно.

При цьому досить суперечливою з точки зору економічного розвитку була динаміка прибутків прибуткових підприємств. Незважаючи на високу динаміку виробництва і сприятливий зовнішній попит лише підприємствам металургії вдалося суттєво збільшити прибутки, які в 2010 р. порівняно 2009 р. зросли на 2,4 млрд грн, тоді як в машинобудуванні досягнуто зростання цього показника лише на 0,2 млрд грн, а в хімічній та нафтохімічній промисловості прибутки прибуткових підприємств скоротилися майже на 0,5 млрд грн. Водночас у видобувній промисловості прибутки прибуткових підприємств збільшилися більш ніж у 2,5 разу, або на 14,9 млрд грн, в першу чергу, за рахунок підприємств – суб'єктів ЗЕД.

В галузях, орієнтованих на споживчий попит, незважаючи на відчутне зниження збитків, досягти зростання прибутків не вдалося. Навпаки, в низці галузей останні порівняно з 2009 р. навіть скоротилися – в харчовій промисловості (на 881,6 млн грн), в легкій промисловості (на

130,0 млн грн). Власне поміж цих галузей лише харчова промисловість в минулому році, як і в 2009 р., була значимим джерелом прибутків в промисловості, отримавши їх в обсязі 9,6 млрд грн.

Відтак, прибутки зростали переважно в сировинному та низькотехнологічному секторах промисловості, що засвідчує структурні зміни виробництва – все більш вагомою стає частка сировинних галузей та сільського господарства, що звужує базу для інтенсивного розширеного відтворення у національній економіці.

Значний рівень відкритості вітчизняної економіки визначає вагомий вплив на фінансову стабільність України зовнішніх чинників. Перші ознаки «одужання» світової економіки, зростання цін на металопродукцію та сировинні ресурси сприяли збільшенню вартісних обсягів товарного експорту України (на 29,6 % порівняно з 2009 р.), який став провідним рушієм позитивної економічної динаміки у промисловості. Фінансовій стабілізації в Україні сприяли такі зовнішні чинники:

- зростання попиту на ринках країн – основних торговельних партнерів;
- зростання світових цін на метали, що відбувалось завдяки пошвавленню зовнішнього попиту на фоні вичерпання запасів, а також підвищення цін на сировину, а саме коксівне вугілля та залізну руду;
- зростання промислового виробництва та інвестиційної діяльності у країнах СНД та окремих азійських країнах, що підтримувало попит на інвестиційні товари – продукцію українського машинобудування та сировинні товари вітчизняного виробництва;
- зростання світових цін на основні сільськогосподарські культури, відтак високий зовнішній попит на мінеральні добрива, що сприяло зростанню обсягів виробництва хімічної та нафтохімічної промисловості;
- зняття торговельних обмежень і спрощення процедур імпорту в окремих країнах – торговельних партнерах;
- продовження реалізації окремими країнами технологічних модернізаційних проектів: зростання експорту транспортного обладнання у 2010 р. відбулося значною мірою за рахунок нарощування поставок до Російської Федерації, де реалізується стратегія розвитку залізничного транспорту до 2030 р.;
- зростання світових цін на сільськогосподарську та промислову сировину. Так, за даними МВФ, світові ціни на пшеницю за період із грудня 2009 р. по грудень 2010 р. зросли на 48,8 %, олію – на 29,4 %, залізну руду – на 80,2 %.

Водночас, імпортозалежність вітчизняних підприємств в умовах пошвавлення промислового виробництва формувала додатковий попит на імпорту сировину та матеріали. Після скорочення імпорту до України в 2009 р. на 46,9 %, товарний імпорт в 2010 р. збільшився на 33,7 %. Найбільшу динаміку зафіксовано в торгівлі транспортними засобами та шляховим обладнанням, імпорт яких зріс на 69,3 %, що обумовлено відновленням попиту з боку населення на легкові автомобілі, а також зростанням обсягів ввезення обладнання для транспортної сфери та промисловості й сільського господарства. Суттєво збільшились поставки мінеральних продуктів – на 34,6 %, що обумовлено зростанням цін газу і нафти.

Наслідком відновлення випереджальної динаміки імпорту порівняно з експортом стало зростання негативного балансу в зовнішній торгівлі товарами більш ніж у півтора разу до 9,3 млрд дол. (рис. 3). Позитивне сальдо в торгівлі послугами не дозволило подолати негативного балансу в торгівлі товарами, як наслідок негативне сальдо зовнішньоторговельного балансу склалося в розмірі 3,1 млрд дол, що майже в 2,4 разу більше, ніж в 2009 р. Його розширення зафіксовано в другій половині року.

Отже, розвиток зовнішньої торгівлі в 2010 р. дозволив відновити позитивну динаміку виробництва, ставши основним чинником її динаміки. Разом з тим, домінування цінових чинників конкурентоспроможності вітчизняної продукції та високий рівень імпортозалежності вітчизняних підприємств – суб'єктів ЗЕД обумовили різноспрямований вплив динамічного зростання зовнішньої торгівлі на фінансову стабільність України. На фоні позитивних умов для припливу валютних ресурсів у короткостроковому періоді, сформувалася низка довгострокових ризиків. За відсутності позитивних структурних зрушень в структурі виробництва ризику формування негативного торгового балансу залишаються не подоланими, що підриватиме основи фінансової стабільності в країні.

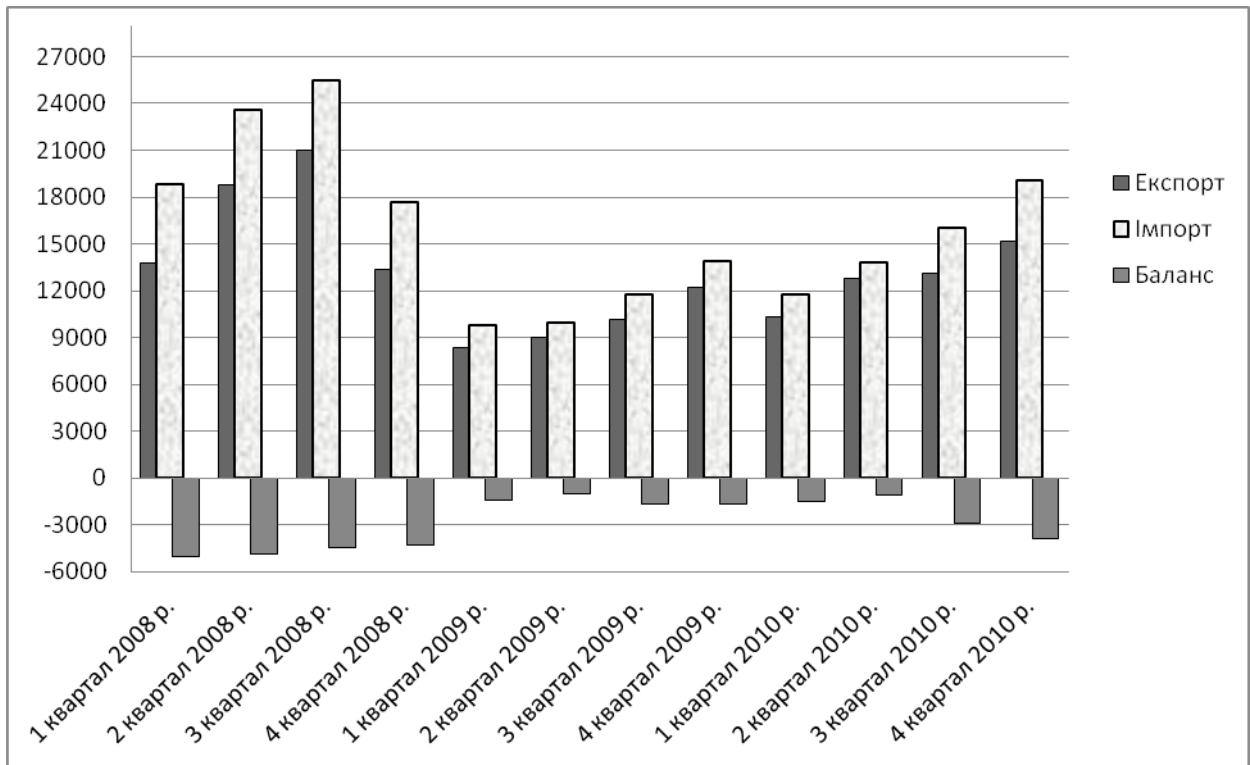


Рис. 3. Зміна обсягів зовнішньої торгівлі України в 2008-2010 рр., млн дол.

б) Монетарна стабілізація

Аналіз динаміки показників розвитку монетарної сфери в 2010 р. засвідчує поступовий перехід до фази посткризового відновлення. Серед головних позитивних монетарних тенденцій, які формують основу для подальшого збалансованого розвитку економічної та фінансової систем України, можна виділити такі.

1. Стабілізація внутрішньої і зовнішньої вартості національної грошової одиниці.

У 2010 р. відбулося уповільнення темпів споживчої інфляції – приріст цін у минулому році становив 9,1 % порівняно з 12,3 % у 2009 р., а показник інфляції у грудні (0,8 %) був найнижчим за всю історію статистичних спостережень з 1991 р. Стримувannya інфляції у минулому році сприяли такі фактори:

- уповільнення зростання базової інфляції через здешевлення продовольчих товарів та нижчий за потенційний споживчий попит;
- стримування підвищення адміністративно-регульованих цін та тарифів;
- стабілізація ситуації на валютному ринку і укріплення номінального ефективного обмінного курсу гривні, що призвело до зниження імпортованої інфляції;
- низькі темпи зростання видатків державного бюджету, зокрема на соціальні цілі;
- стримана монетарна політика НБУ та спадні темпи споживчого кредитування, що обмежували споживчий попит;
- збільшення схильності населення до заощадження та висока активність на валютному ринку, де обсяги купівлі валюти традиційно перевищували обсяги її продажу населенням¹;
- покращання макроекономічних показників і стабілізація політичної ситуації.

За офіційними даними, у I кварталі 2011 р. продовжилася тенденція до зниження інфляційного тиску, що, за виключенням III кварталу 2010 р., триває з II півріччя 2008 р. Зростання індексу споживчих цін становило 3,3 % (8,2 та 7,2 % в річному вимірі). Незважаючи на дані офіційної статистики щодо гальмування споживчої інфляції, інфляційні очікування залишаються на вкрай високому рівні – 14,1 % у 2011 р.²

¹ За оцінками НБУ, населення викупило протягом 2010 р. 7,3 млрд дол. США.

² Національний банк України. Ділові очікування підприємств України. IV квартал 2010 року. – С. 3. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/Publication/research/Pub0410.pdf>

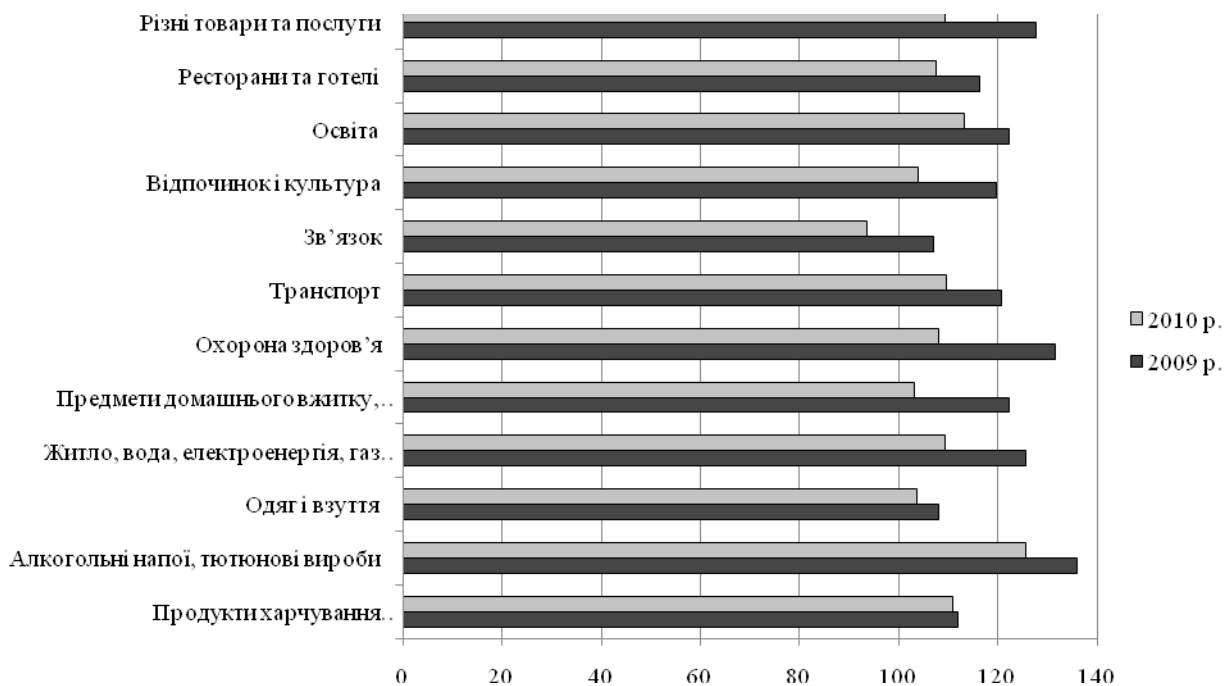


Рис. 4. Структура інфляції в 2009-2010 рр., % (до попереднього року)

Утримувався практично незмінним валютний курс як вимір зовнішньої вартості вітчизняної валюти – за 2010 р. обмінний курс гривні до долара США на міжбанківському валютному ринку зміцнівся на 0,38 % – до 7,9617 грн/дол. США, за I квартал 2011 р. ревальваційний тренд продовжився – підвищення становило 0,3 % до 7,96 грн/дол. США. Валютна стабільність обумовлена:

- стабільним функціонуванням валютного ринку – у 2010 р. загальне сальдо валютних інтервенцій НБУ сформувалося додатним та перевищило 1,3 млрд дол. США, за I квартал 2011 р. – 497 млн дол. США;
- позитивними тенденціями у стані платіжного балансу – за підсумками 2010 р. позитивне сальдо платіжного балансу склало 5,0 млрд дол. США, а саме:
 - прямі інвестиції в Україну зросли на 5,7 млрд дол. США і продовжили зростання в січні-лютому 2011 р.;
 - обсяги надходжень іноземної валюти від нерезидентів збільшилися на 20,1 % порівняно з попереднім роком;
 - чистий приплив іноземної валюти на рахунки резидентів з-за кордону сягнув 10,6 млрд дол. США порівняно з її чистим відпливом у 2009 р. (4,2 млрд дол. США). При цьому резиденти менш активно використовували власну іноземну валюту³;
- зростаючою зацікавленістю нерезидентів у купівлі ОВДП: обсяг цінних паперів, що перебувають у їх власності, збільшився за рік з 430 млн грн. до 9280,5 млн грн. (станом на 08.04.2011 р.) або у 21,6 разу (усього в сектор державного управління з-за кордону надійшло 6,4 млрд дол. США),
- розширенням міжбанківського валютного ринку – обсяг операцій збільшився порівняно з 2009 р. на 13,1 %.

Валютна стабільність в умовах все ще високого рівня доларизації вітчизняної економіки та її значної імпортозалежності, традиційного ціноутворення на товари довготривалого користування й нерухомість в «умовних одиницях» позитивно впливала на перебіг економічних і фінансових процесів та виступала вагомим фактором загальної фінансової стабілізації України у 2010 р.

³ У 2010 р. на міжбанківському валютному ринку було продано 50,7 % іноземної валюти, отриманої від нерезидентів, тоді як у 2009 р. – 56,7 %. Водночас 58,3 % зовнішніх валютних платежів резидентів у 2010 р. було здійснено за рахунок їх власної валюти, тоді як у 2009 р. це співвідношення становило 61,5 %.

2. Відновлення довіри вкладників до банківської системи та національної валюти, а саме:

- закріпилася тенденція до збільшення обсягів коштів на депозитних рахунках як населення, так і юридичних осіб. Загальний обсяг депозитів за 2010 р. зріс на 26,3 %, та ще на 2,9 % за два місяці 2011 р. Така активізація депозитної діяльності відбувалася на тлі безпрецедентного падіння процентних ставок по депозитах – з 14,0 до 7,1 % за 2010 р. та січень-лютий 2011 р., та засвідчує безальтернативність депозитних рахунків як інструменту збереження заощаджень населення (рис. 5);

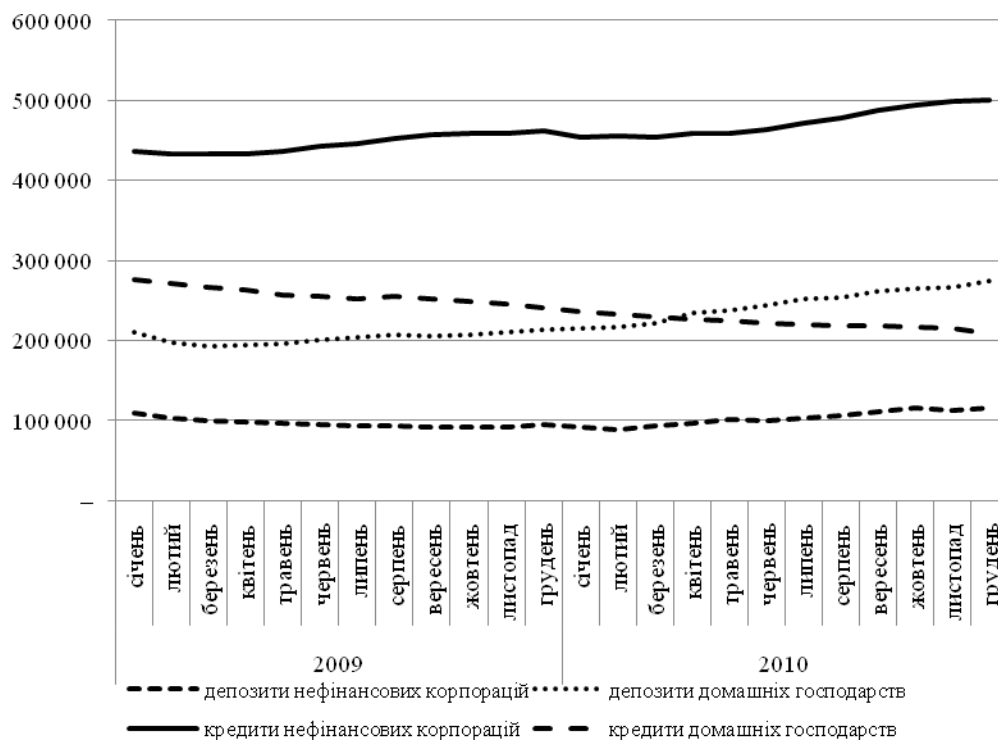


Рис. 5. Депозити та кредити, надані депозитними корпораціями (крім НБУ) в 2009-2010 рр., млн грн

Джерело: дані НБУ.

- зменшився розрахунковий показник доларизації економіки до 29,1 % за станом на 01.01.2011 р. порівняно з 31,7 % на початок 2010 р. (за 2009 р. він збільшився на 3,4 % (із 30,6 %) (див. рис. 6);
- знизився рівень фінансової доларизації з 47,1 % на 01.01.2010 р. до 46,9 % на 01.03.2011 р. (див. рис. 12). Це пов'язано з тим, що нарощування депозитної бази банків головним чином відбувалося за рахунок припливу депозитів у національній валюті, темпи приросту яких майже в 3 рази перевищували цей показник за коштами в іноземній валюті⁴. Ці тенденції зумовлені вищими ставками за гривневими депозитами та зниженням девальваційних очікувань населення;
- зміцнилася довіра іноземних інвесторів до НБУ – міжнародні рейтинги України в іноземній валюті підвищилися: за шкалою Fitch Ratings – від В- до В, а за шкалою Standard&Poors – від CCC+ до В+; рейтинг по національній шкалі – uaAA та зменшилися відповідні ризики кредитування України: індекс ЕМВІ+ Україна знизився з 1002 на 31.12.2009 р. до 436 за станом на 31.12.2010 р.

Матеріальною основою зміцнення довіри до дій НБУ та національної валюти стало нарощування міжнародних резервів НБУ до 34,5 млрд дол. (36,48 млрд дол. США на 01.04.2011 р.) завдяки позитивним тенденціям відновлення припливу іноземних інвестицій в Україну, отриманню коштів МВФ, стабілізації валютного ринку, зменшення обсягів валютного кредитування банками.

⁴ За даними НБУ, станом на 1 січня 2011 р. депозити в національній валюті вперше перевищили (на 3,4 %) свій докризовий рівень, тоді як в іноземній (у доларовому еквіваленті) були на 1,8 % нижче рівня, який був до розгортання фінансово-економічної кризи.

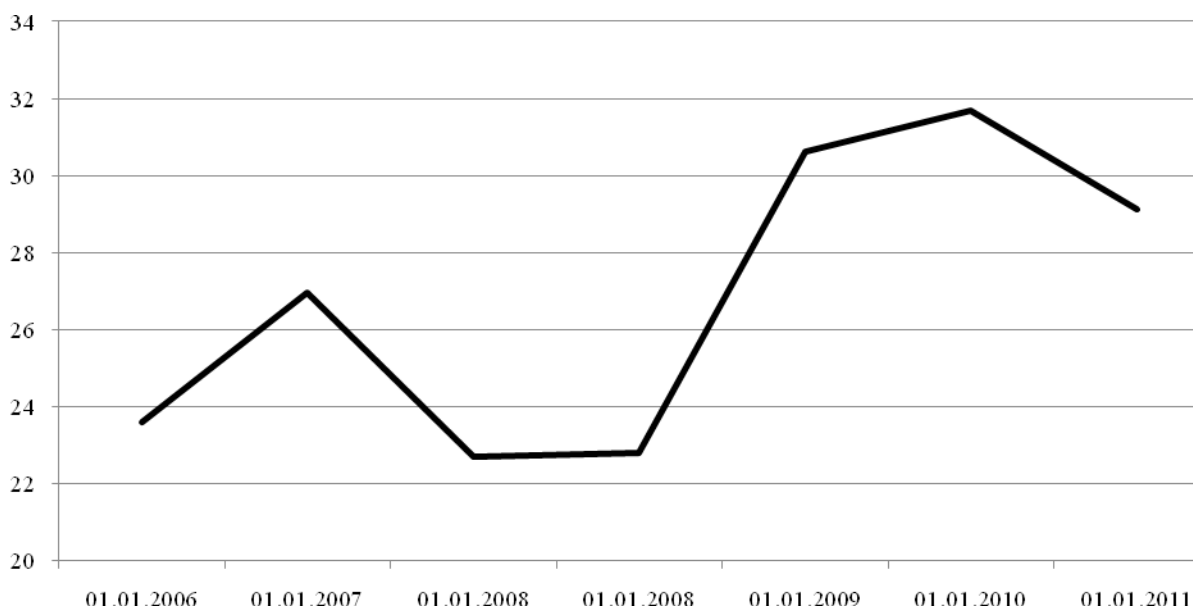


Рис. 6. Розрахунковий показник доларизації економіки на 01.01.2006-01.01.2011 рр., % ⁵

3. Зміцнення банківської системи в частині:

- продовження процесів капіталізації банківської системи – у 2010 р. регулятивний капітал банків зріс на 18,5 %, підвищивши показник адекватності з 18 % до 20,8 % (за два місяці 2011 р. знизився до 20,2 %);
- збільшення резервів з 122 млрд грн до 147 млрд грн, або на 20 %, при цьому активи збільшилися лише на 4 %, обсяг наданих кредитів знизився на 1,2 %;
- поліпшення фінансових результатів банківської системи: за позитивної динаміки доходів банків збитки зменшилися з 38,4 млрд грн у 2009 р. до 13,02 млрд грн;
- розширення ресурсної бази вітчизняної банківської системи – за загального зростання обсягу депозитів на 26,3 % покращилася їх строкова структура. За станом на 01.01.2011 р. відбулося збільшення питомої ваги довгострокових депозитів у загальному їх обсязі до 31,43 %, тоді як на початок 2010 р. вона становила лише 24,36 %. Слід акцентувати, що темпи зростання депозитів перевищили темпи інфляції, що забезпечило реальне збільшення депозитної бази;
- зменшення рівня боргового навантаження – за 2010 р. обсяг зовнішньої заборгованості банків зменшився з 30,8 млрд дол. США до 28,1 млрд дол. США).

Таким чином, **стабілізація банківської системи у посткризовий період значною мірою була досягнута коштом більш консервативної кредитної стратегії банків в умовах жорстких регулятивних вимог з боку НБУ, підвищеної схильності до мінімізації ризиків, орієнтації на інвестування в цінні папери замість розширення кредитування, орієнтація на погашення власних боргів.**

4. Формування умов для розширеного фінансування економічної діяльності, а саме:

- відновився динамічний приріст грошової маси, обсяги якої починаючи з лютого 2010 р. (крім незначного сезонного зниження в листопаді) зростали кожен місяць, за підсумками 2010 р. обсяг грошової маси збільшився на 22,7 % (за 2009 р. – зменшився на 5,5 %, див. рис. 7). У січні-лютому 2011 р. грошова база традиційно звузилася на 2,7 %, грошова маса при цьому зросла на 1,2 %;
- активізувалася дія механізму мультиплікації коштів, що забезпечило вищі темпи приросту грошової маси порівняно з монетарною базою (15,8 %). Значення грошового мультиплікатора збільшилося з 2,5 на 01.01.2010 р. до 2,6 на 01.01.2011 р. (тоді як за 2009 р. він знизився на 9,5 %). Мультиплікативний ефект розширення грошової пропозиції банківською системою забезпечувався за рахунок більш

⁵ Національний банк України. Монетарний огляд за 2006-2010 рр. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/Publication/econom.htm>

швидкого приросту депозитної складової грошової маси порівняно з готівковою: обсяг готівки поза банками за 2010 р. збільшився на 16,5 %, тоді як загальний обсяг депозитів за цей період збільшився на 26,3 %;

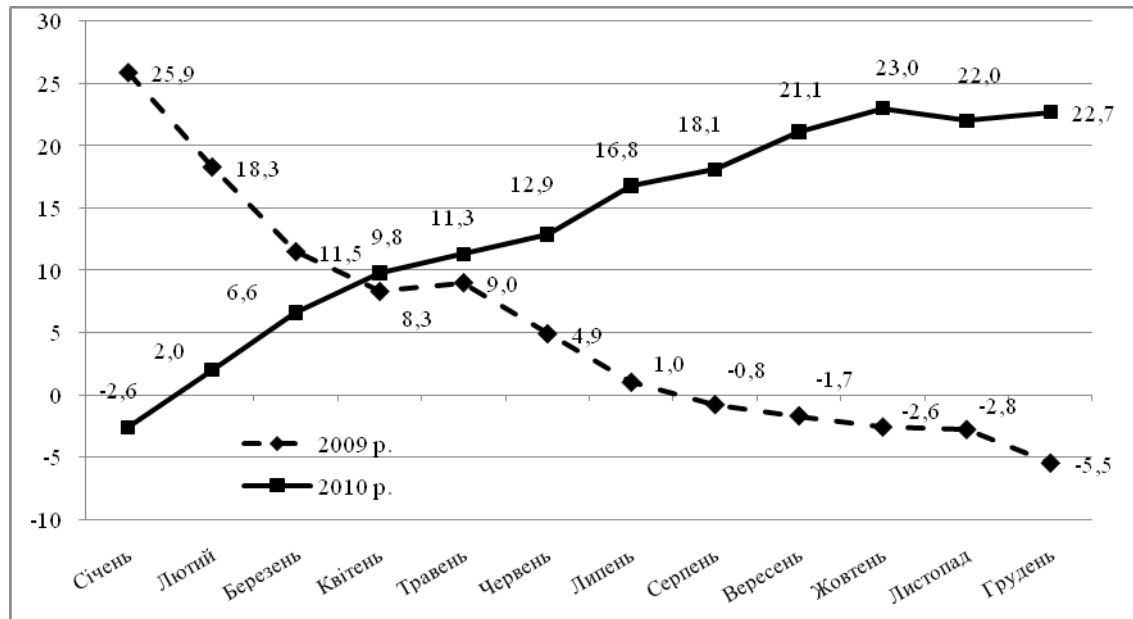


Рис. 7. Темпи приросту грошової маси в 2009-2010 рр., % (до відповідного місяця минулого року) ⁶

- покращилася структура грошової маси: питома вага готівки зменшилася з 32,2 % на 01.01.2010 р. до 30,6 % за станом на 01.01.2011 р.;
- знизилася вартість кредитних ресурсів – процентна ставка за кредитами в національній валюті за 2010 р. знизилася з 19,6 % до 15,0 %, що певною мірою стало наслідком розширення ресурсної бази банківської системи та посилення конкуренції за надійних позичальників, цілеспрямованого здешевлення фінансових ресурсів НБУ, який протягом 2010 р. тричі знижував облікову ставку ⁷, середньозважену процентну ставку за операціями з рефінансування (до 11,6 %), середньозважену ставку за мобілізаційними операціями (до 3,2 %), яка була майже вдвічі меншою, ніж середньозважена ставка за 2009 р. (6,6 %);
- відновилося кредитування економіки – за результатами 2010 р. обсяг кредитів, наданих юридичним особам, збільшився на 7,8 %, у т.ч. у національній валюті – на 13,4 %. Приріст кредитів відбувався майже за всіма видами економічної діяльності, крім будівництва, найбільше зростання спостерігалось за кредитами, наданими торговельним організаціям, підприємствам з виробництва, розподілу, електроенергії, газу та води, транспорту та зв'язку, добувної промисловості, а також корпораціям, що займаються операціями з нерухомим майном. Подовжилися терміни надання кредитів – довгострокові кредити суб'єктам господарювання зросли на 4,1 % за 2010 р., проте не вдалося активізувати інвестиційне кредитування – частка кредитів, наданих на інвестиційні цілі, зменшилася на 2 в. п.;
- збільшилося надходження фінансових ресурсів з-за кордону – у 2010 р. позитивне сальдо фінансового рахунку склало 7,6 млрд дол. США, в першу чергу – за рахунок активних зовнішніх запозичень державного сектора ⁸ та інших секторів (залучили 2,7 млрд дол. США). При цьому позитивним з погляду забезпечення фінансової

⁶ Національний банк України. Монетарний огляд за 2010 р. – 2011. – С. 11 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Publication/econom/Mon_review/2010/2010.pdf

⁷ З 10 серпня 2010 року облікову ставку було встановлено на рівні 7,75 %.

⁸ Усього сектор державного управління за 2010 р. отримав 6,4 млрд дол. США. Зокрема від МВФ надійшло 3,5 млрд дол. США. Дві третини цих коштів пішло на казначейський рахунок для покриття дефіциту бюджету, одна третина – на поповнення золотовалютних резервів НБУ, що дозволило стабілізувати курс гривні.

стабільності є те, що значна частина зовнішніх запозичень вітчизняних банків (63 %) є фінансуванням з боку материнських банків, що знижує ризики рефінансування і забезпечує додаткову підтримку ліквідності у кризовій ситуації. Відтак певною мірою присутність іноземного капіталу у вітчизняній системі (40,6 % сукупного капіталу на кінець 2010 р.) сприяла стабільності банківської системи.

5. Посилення стабілізуючого впливу заходів НБУ та уряду.

У 2009-2010 рр. уряд України активно сприяв стабілізації ситуації у фінансовій сфері України. Зокрема лише у минулому році на підтримку і зміцнення фінансової системи було спрямовано 1,5 млрд дол. США. Підтриманню рівноваги монетарної сфери також сприяла діяльність НБУ, який протягом 2010 р.:

- постійно проводив мобілізаційні операції, загальний обсяг яких становив 248,1 млрд грн. Тож за результатами 2010 р. середньоденний рівень вільної ліквідності зріс до 19,4 млрд грн, тоді як у 2009 р. він становив 7,5 млрд грн. На фоні широкомасштабного проведення мобілізаційних операцій обсяги підтримки ліквідності через надання нових кредитів рефінансування були незначними і становили лише 5,2 млрд грн (рис. 8);

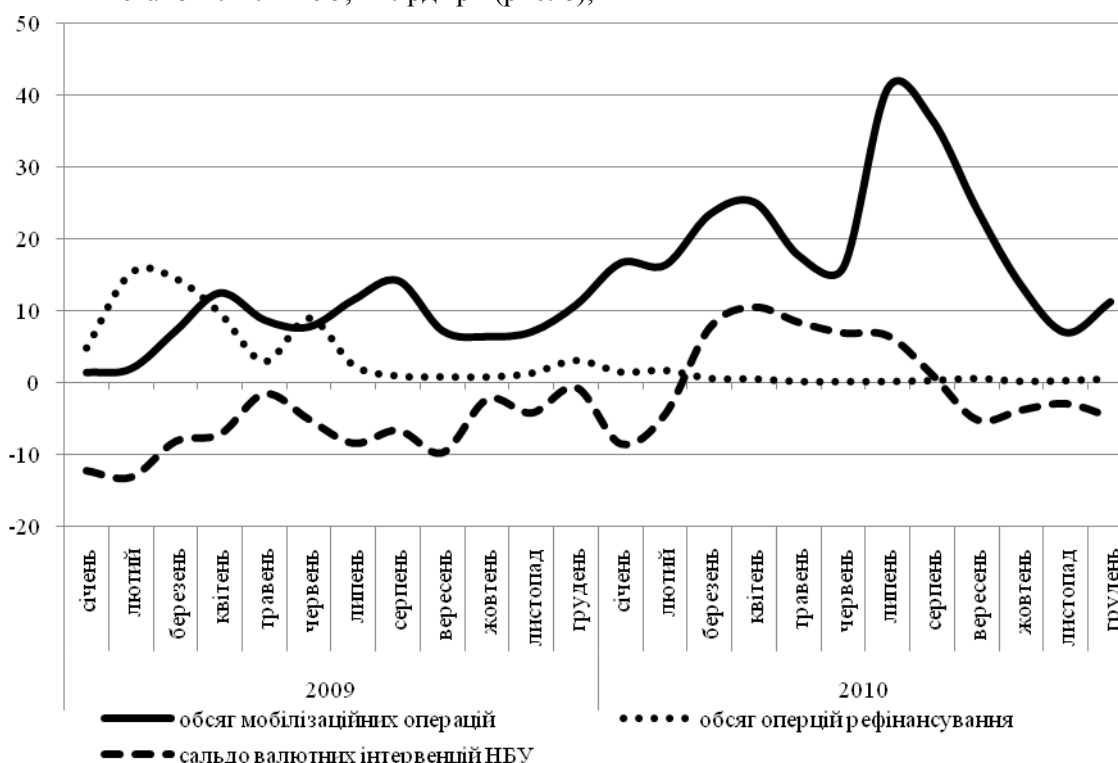


Рис. 8. Обсяг мобілізаційних операцій, операцій рефінансування НБУ та валютних інтервенцій НБУ в 2009-2010 рр., млрд грн⁹

- здійснював операції з двостороннього котирування державних облігацій України, під час яких банкам було продано державних облігацій (за номінальною вартістю) на суму 9,2 млрд грн та придбано – на суму 4,3 млрд грн;
- проводив операції з продажу державних облігацій України, загальний обсяг яких (за номінальною вартістю без урахування операцій з двостороннього котирування) становив 7,1 млрд грн;
- посилив вимоги щодо формування банками обов'язкових резервів у частині перерахування їх повного обсягу на окремий рахунок у Національному банку України.

Таким чином, НБУ постійно балансував між потребою стимулювання економічного відновлення та необхідністю збереження стабільності у фінансовій сфері, абсорбуючи відносно надлишкові кошти з банківської системи. **Заходи щодо посилення банківського нагляду, стабілізації рівня ліквідності за допомогою механізму рефінансування і надання допомоги**

⁹ Національний банк України. Монетарний огляд за 2009-2010 рр. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/Publication/econom.htm>

деяким банкам, що знаходилися в стресовій ситуації, дозволили стабілізувати ситуацію в банківській системі. Тим часом, характерним недоліком політики НБУ є відсутність упереджувальних дій та певне запізнювання необхідних заходів у відповідь на кризові виклики.

б. Стабілізація фондового ринку України

Відновлення позитивної динаміки розвитку промисловості та відносна стабілізація у банківській системі створили необхідні умови для відновлення фондового ринку України. У 2010 р. вітчизняний фондовий ринок увійшов у п'ятірку ринків, що швидко зростають, незважаючи на глибоку корекцію (травень 2010 р.), у ході якої українські фондові індекси втратили 40-45 % і став лідером зростання в Європі. Зростання рейтингів і поліпшення макроекономічних показників України сприяло залученню до фондового ринку інституціональних інвесторів, що зацікавлені в операціях на довгострокову перспективу. У підсумку обсяг біржових торгів на Україні в 2010 р. виріс у чотири рази в порівнянні з 2009 р. – до 16,4 млрд дол. США. у цілому за 2010 р. українські фондові індекси вирости більш ніж на дві третини: зростання індикатора «Української біржі» склав 67,9 %, а ПФТС – 70,2 % (табл. 1).

Таблиця 1

Зростання основних індикаторів «Української біржі» та ПФТС в 2010 р.

Показники	«Українська біржа»	ПФТС
Зростання індексу акцій, %	0,54	0,57
Зростання індексу акцій, пункти	2443,7	975,08
Обсяг торгів, млрд грн	53,3	936,8
Зростання фондового індексу, %	67,9	70,2

До ознак певної стабілізації фондового ринку також слід віднести:

- початок функціонування строкового ринку цінних паперів – «Українська біржа» почала торгівлю ф'ючерсом на свій індекс;
- зростання кількості фізичних осіб, що торгують на біржі через систему інтернет-трейдингу¹⁰;
- зростання присутності на фондовому ринку Міністерства фінансів, яке у 2010 р. розмістило ОВДП на загальну суму 70 657,06 млрд грн, відтак структура торгів змінилася обсяг торгів в 2010 р. в порівнянні з 2009 р. за ОВДП збільшився в 7,1 разу; за муніципальними цінними паперами збільшився – в 4,3 разу, але за корпоративними облігаціями зменшився – в 1,3 разу.

в) Стан бюджетно-податкової сфери

Пожвавлення економіки України в 2010 р. сприятливим чином позначилося на стані державних фінансів. Зростання ВВП, доходів населення та прибутків корпоративного сектору мало наслідком збільшення доходів державного бюджету в 2010 р., завдяки чому вдалося зупинити процес поглиблення бюджетних дисбалансів. Загальна сума доходів бюджету за січень-грудень 2010 р. (з урахуванням власних надходжень бюджетних установ, субвенцій з місцевого бюджету та бюджетного відшкодування податку на додану вартість облігаціями внутрішньої державної позики) становила 240,3 млрд грн, що на 30,6 млрд грн, або на 14,6 % більше, ніж у 2009 р. Водночас до загального фонду державного бюджету України надійшло 207,47 млрд грн, що на 50,92 млрд грн, або на 32,5 % більше, ніж попереднього року. Дефіцит державних фінансів було скорочено до 8 %. При цьому, дефіцит державного бюджету за підсумками минулого року склав 64,3 млрд грн, тобто 5,7 % ВВП.

Збільшення надходжень до бюджету відбулося завдяки відчутному зростанню обсягу мобілізованих податків. Їх надходження за підсумками року склало 170,51 млрд грн, що на 27,5 % більше за минулорічні. Зростання податкових надходжень було зумовлене не лише економічними чинниками, а й посиленням фіскального навантаження на економіку, передусім підвищенням ставок акцизних зборів, а також збільшенням нарахування штрафів за порушення податкового законодавства. Крім того, помітний внесок зроблено Держмитслужбою, що почала широко

¹⁰ За даними онлайн-брокерів, середньостатистичний гравець на біржі: 22-40 років, з щомісячним доходом від 8 тис. грн. Середній розмір інвестування зараз становить 20 тис. грн, мінімальний рівень входу на ринок 4-5 тис. грн. Більшість інвесторів проживають у великих містах України.

застосовувати непрямі методи визначення податкової бази. Уряд посилював фіскальний тиск через авансові податкові платежі та неповернення ПДВ. Крім цього зростанню доходів бюджету сприяли:

- поживлення економічної активності та покращення фінансових результатів підприємств;
- відносно висока інфляція, яка сприяє номінальному збільшенню доходів бюджету;
- перші ефекти прийняття Податкового кодексу, зокрема запровадження фактичної перевірки, що змусило багатьох підприємців повністю декларувати виручку;
- передача 50 % податку на доходи фізичних осіб з м. Києва до Державного бюджету.

В нинішньому році динаміка зростання доходів бюджету залишається досить високою. У січні-лютому 2011 р. надходження до Державного бюджету України зросли на 13,8 млрд грн, або на 44,5 % порівняно з відповідним показником 2010 р. Водночас, варто відмітити, що з 1 квітня знижується ставка на прибуток на 2 в. п. до 23 %, а також набирають чинності положення щодо податкових канікул для малого бізнесу, що може зменшити динаміку зростання бюджетних надходжень.

Бюджетній стабілізації сприяло досягнення більш збалансованої структури видатків державного бюджету. Якщо в 2010 р., виконуючи соціальні передвибірні обіцянки, уряду не вдалося зупинити тенденцію випереджаючого зростання видатків бюджету порівняно з доходами – видатки зросли на 25,2 % (на 61,2 млрд грн)¹¹, то в січні-лютому поточного року зростання видатків бюджету склало лише 12,9 %, що більш ніж в 3 рази менше, ніж зростання надходжень.

Прийнятий Закон про «Державний бюджет України на 2011 рік» має здійснити позитивний вплив на стабілізацію системи державних фінансів. Доходи Державного бюджету на 2011 р. визначені в розмірі 281,5 млрд грн, що лише на 28,7 млрд грн, або на 11,4 % більше, ніж в 2010 р. Витрати державного бюджету заплановані на рівні 321,9 млрд грн і збільшаться проти планового показника на поточний рік лише на 16,3 млрд грн, або 5,3 %. Таким чином, з урахуванням інфляції, реальні витрати бюджету знизяться. Такий «консервативний» бюджет дозволить виконати низку вимог МВФ для отримання траншів, сприятиме подальшому зменшенню дисбалансів у системі державних фінансів та збереженню фінансової стабільності.

Відзначимо також, що неоднозначний вплив на фінансову систему матиме відчутне зниження динаміки соціальних видатків, яке передбачене у бюджеті¹². **Вперше за останні 8 років зростання реальних соціальних показників очікується меншим, ніж зростання економіки, хоча з урахуванням прогнозованого рівня інфляції реальні показники базових соціальних стандартів у наступному році в Україні залишаться на рівні 2010 р.** Вивільнені фінансові ресурси будуть спрямовані на:

- компенсацію втрат бюджету від зниження податкового навантаження на економіку;
- збільшення доходів місцевих бюджетів за рахунок передачі їм фінансових джерел, раніше закріплених за державним бюджетом;
- зниження дефіциту бюджету;
- погашення заборгованості з відшкодування ПДВ минулих періодів та виплат по ПДВ-облігаціях.

Таке переспрямування коштів з сектора домогосподарств до бюджетного сектору, з одного боку, сприятиме послабленню інфляційних факторів попиту, з другого – послабить роль такого фактору економічного зростання, як внутрішній споживчий попит. Отже, послаблення соціальної

¹¹ За економічною класифікацією статей видатків найбільше зростання у 2010 р. зафіксоване за:

- видатками на виплату відсотків (доходу за зобов'язаннями) – на 68 %, до 16,6 млрд грн, що є результатом активного залучення боргових ресурсів в 2008–2010 рр.;
- видатками на оплату комунальних послуг та енергоносіїв – на 34,2 %, до 4,2 млрд грн, що пов'язано зі зростанням цін на енергоносії;
- видатками на виплату пенсій і допомог – на 33,3 %, до 6,6 млрд грн, що стало наслідком реалізації політики підвищення соціальних гарантій

Завдяки випереджаючому зростанню капітальних видатків, що зросли більш ніж удвічі (до 21,1 млрд грн), їх питома вага за підсумками січня-вересня склала 6,9 % від загального обсягу видатків бюджету порівняно з 4,3 % рік тому (для країн Центрально-Східної Європи цей показник складає близько 20-25 %. В Україні в 2004 р. цей показник складав 18,9 %).

¹² У бюджеті закладено прогнозоване зростання реальної заробітної плати на рівні 4 %. Крім того, значно пригальмована динаміка збільшення базових соціальних стандартів. Прожитковий мінімум зросте з 875 грн до 953 грн, або лише на 8,9 %, мінімальна заробітна плата – з 922 грн до 1004 грн, або на 8,9 %, мінімальна погодинна заробітна плата з 5,52 грн до 6,04 грн.

спрямованості бюджетної політики матиме успіх лише за адекватного посилення інвестиційної складової видатків державного бюджету та бюджетної консолідації, що є визначальним чинником забезпечення довгострокової фінансової стабільності в Україні.

Ключовою умовою фінансової стабілізації є також пом'якшення гостроти проблеми державної заборгованості. Завдяки збільшенню доходів бюджету та оптимізації видатків у 2010 р. вдалося зменшити фактичні обсяги державних запозичень порівняно із планом, зменшивши таким чином вартість обслуговування державного боргу для наступних періодів. Відмітимо, що усього державних запозичень у 2010 р. було здійснено на суму 124,3 млрд грн, що майже на 10 млрд грн менше визначеного граничного показника¹³. В поточному році динаміка зростання боргового навантаження також буде уповільнюватися. За перші два місяці 2010 р. державний борг зріс лише на 13,5 млрд грн, або на 1,2 % ВВП¹⁴.

Попри високе боргове навантаження на бюджет, погашення державного боргу та сплата відсотків по ньому як зовнішнім, так і внутрішнім кредиторам у 2010 р. здійснювалися вчасно. Витрати державного бюджету з погашення державного боргу за 2010 р. становили 26,7 млрд грн (зокрема погашення державного внутрішнього боргу – 19,7 млрд грн, погашення державного зовнішнього боргу – 7,0 млрд грн) та знаходилися в межах планового показника (26,9 млрд грн). До позитивних тенденцій у динаміці державного боргу в 2010 р. слід віднести також:

помітне уповільнення темпів приросту державного боргу в Україні порівняно з 2009 р. Якщо у 2009 р. приріст частки державного боргу відносно ВВП склав 15 в. п. (з 20 до 35 % ВВП), то у 2010 р. – лише 4,5 в. п.;

різноманітність джерел боргових запозичень (розміщення облігацій внутрішньої позики, випуск ПДВ-облігацій, залучення кредитних ресурсів МВФ, Світового банку та ЄС, розміщення облігацій зовнішньої позики та отримання кредитів іноземних банків), що дозволило диверсифікувати ризики, пов'язані з концентрацією боргових зобов'язань України у межах одного суб'єкта ринку.

Зважаючи на вкрай високе боргове навантаження на бюджет та накопичення банками державних боргових зобов'язань ретельне, вчасне і в повному обсязі виконання боргових зобов'язань урядом стає однією з ключових умов недопущення розгортання мультиплікативної хвилі неплатежів та банкрутств в економіці.

г) Регуляторні реформи 2010 року

В 2010 р. були розпочаті досить амбіційні реформи, які мають дати позитивний стабілізуючий ефект вже починаючи з 2011 р. Попри окремі дискусійні рішення та новації, вдалося зробити відчутні кроки щодо покращання регулятивних умов для стабільної економічної і фінансової діяльності вітчизняних підприємств, що вестиме до збільшення обсягів виробництва, зростання інвестицій, покращення розрахунків підприємств з контрагентами, бюджетами та кредиторами, збільшення відрахувань податків.

Певного прогресу вдалося досягнути по двох ключових напрямках:

- формування сприятливого фіскального простору;
- дерегуляція бізнесу.

1. *Формування сприятливого фіскального простору.* В 2010 р. в Україні був прийнятий Податковий кодекс. Одним із ключових завдань, яке повинен здійснити даний документ, є формування фіскального поля, сприятливого для розвитку бізнесу.

Найбільш важливою новацією стало зниження номінальних ставок ключових податків - податку на прибуток та ПДВ, які у 2014 р. складуть 17 % та 16 % відповідно. В кінцевому підсумку в Україні будуть достатньо низькі номінальні ставки даних податків порівняно з європейськими аналогами. При цьому, ставка на прибуток взагалі буде однією з найнижчих. Окрім зниження номінальної ставки на прибуток, позитивним кроком стали зміни в адмініструванні даного податку, зокрема зближення бухгалтерського та податкового обліків та звітностей.

Позитивним рішенням для бізнесу є скорочення кількості податків та зборів. Замість 29 загальнодержавних та 14 місцевих обов'язкових платежів, Податковим кодексом запроваджено

¹³ Станом на 31 грудня 2010 р. державний та гарантований державою борг України становив 432,2 млрд грн (54,3 млрд дол.), тобто майже 39,5 % ВВП.

¹⁴ Зростання боргу відбулося за рахунок зростання курсів іноземних валют до гривні, довипуску ОЗДП 2010 року в обсязі 100 млн дол. випуску ОЗДП 2011 року в обсязі 1,5 млрд дол.

відповідно 18 та 5 платежів. Водночас скорочення кількості державних податків та зборів відбулося більшою мірою механічно.

Одним із найбільш позитивних досягнень Податкового кодексу є формування єдиного фіскального простору, який дає всім учасникам ринку рівні можливості та усуває податкову дискримінацію окремих суб'єктів в залежності від лояльності до влади чи географічного місця розташування. Попри активну лобістську діяльність, ТПР та СЕЗ так і не були відновлені. Податкові пільги отримали галузі, а не окремі компанії.

Прогрес здійснено в скороченні кількості контролюючих органів з питань дотримання податкового законодавства та зменшенні тривалості податкових перевірок. Податковим кодексом визначено, що контролюючими органами являються лише органи митної та податкової служби, а органами стягнення – виключно органи податкової служби. Виїзні перевірки стали коротшими, хоча з'явився новий вид перевірок, тому загальна кількість днів, яку можуть проводити контролюючі органи на підприємстві для окремих категорій платників податків, навіть зросла.

До виявів позитивного впливу Податкового кодексу на стимулювання інвестиційної активності варто віднести також значну кількість нововведень, а саме:

- зближення бухгалтерської та податкової звітності (особливо в питанні нарахування податку на прибуток);
- запровадження методів прискореної амортизації;
- спрощення процедури адміністративного оскарження рішень податкової служби;
- заборону на вилучення контролюючими органами оригіналів первинних документів;
- запровадження механізму автоматичного відшкодування ПДВ тощо.

Окрім прийняття Податкового кодексу, значним прогресивним кроком у напрямі формування сприятливого фіскального простору стало прийняття Закону України «Про збір та облік єдиного внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування», згідно з яким в Україні запроваджений єдиний соціальний внесок. Він замінив обов'язкові внески в чотири фонди державного соціального страхування¹⁵.

Водночас, на нашу думку, необхідно відмітити наступні проблеми та суперечливі позиції Податкового кодексу щодо зниження податкового тиску.

По-перше, досить сумнівним з точки зору доцільності та фіскальної ефективності є зниження ставки ПДВ. Цей податок є одним із непрямих податків, тому фактичним суб'єктом оподаткування є кінцевий споживач, а не підприємство, що його сплачує. Відтак ПДВ за своєю природою не здійснює додатковий тиск на фінансовий стан підприємства. Проблеми його функціонування в Україні пов'язані з недосконалістю адмініструванням.

По-друге, відсутні системність та послідовність в питаннях зниження податків. За різкого зниження ставок ПДВ та податку на прибуток кодекс значно розширює перелік податкових пільг. Це надає підстави стверджувати про відсутність чіткої стратегії скорочення податкового тиску на економіку.

2. *Дерегуляція бізнесу.* Одним зі стратегічних напрямів Програми економічних реформ на 2010 – 2014 рр. «Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна держава» є дерегуляція та розвиток підприємництва. Дерегуляція відбувається за двома ключовими напрямками:

- скорочення державних установ та кількості чиновників в рамках адміністративної реформи. В кінці 2010 р. уряд розпочав адміністративну реформу, яка зачепила більшість ланок державного управління. Президент України своїм Указом «Про оптимізацію системи центральних органів виконавчої влади» не тільки зменшив кількість міністерств та інших органів центральної влади, а й зобов'язав зменшити штат міністерств, відомств і місцевих державних адміністрацій на 30 %¹⁶. За оцінками міністра юстиції України, адміністративна реформа в Україні на 40 % зменшить функції органів державної влади. Тому наступними кроками

¹⁵ Відповідно до нового механізму, із зарплати працівника відраховується приблизно 3,6 % (2 % із зарплати надходить до Пенсійного, 1,6 % – до інших соціальних фондів). Для роботодавця розмір цього соціального внеску коливається в залежності від діяльності, і визначатиметься так званими класами ризику (класів ризику 67). Перший, найменший, має відрахування в сумі 36,76 %, останній, найбільший, – 49,7 %.

¹⁶ Відтепер в Україні буде діяти 16 міністерств (кількість членів Кабінету міністрів зменшилася до 17), 53 органи виконавчої влади та 3 органи виконавчої влади зі спеціальним статусом. До слова, до початку реформи Україна мала найчисленніший уряд у Європі: 29 членів Кабміну, тоді як в Німеччині (найбільшій країні ЄС) – 16, Іспанії – 21, Франції – 22.

адміністративної реформи мають стати підвищення якості надання державних послуг, боротьба з корупцією та формування ефективних органів виконавчої влади.

- скорочення дозвільних актів, які вимагають отримання ліцензій, дозволів, узгоджень, сертифікатів, тощо. В 2010 р. уряд почав масштабну роботу з дерегуляції, скасувавши вимог щодо отримання ліцензій та дозволів. Ключові зміни наступні:
 - запроваджено декларативний принцип провадження господарської діяльності, тобто без отримання документа дозвільного характеру, а шляхом повідомлення органів державної влади про відповідність матеріально-технічної бази вимогам законодавства. Ця норма не поширюється на 94 види діяльності, список яких затверджений урядом;
 - скасовано ліцензування 18 видів економічної діяльності, серед яких – перевезення вантажів, виробництво біогазу та рідкого палива з біомаси, надання туристичних послуг;
 - спрощено ліцензування будівельних робіт. Відповідно до закону «Про регулювання містобудівної діяльності», кількість дозвільних документів і погоджувальних процедур у будівництві зменшилася майже вчетверо – з 93 до 23, а час їх отримання скоротився з 12 до 2 місяців;
 - запроваджено для окремих видів діяльності безстрокові ліцензії замість строкових;
 - внесено зміни до закону «Про основи становища державного нагляду (контролю) у сфері господарської діяльності», які передбачають наявність однієї інспекції в складі кожного органу виконавчої влади, що вимагає скорочення інспекції з нинішніх 85 органів на третину;
 - для спрощення створення/ліквідації бізнесу введено електронну реєстрацію юридичних осіб та суб'єктів підприємництва.

Крім того, в 2010 р. були ухвалені закони «Про ринковий нагляд та контроль нехарчової продукції» і «Про загальну безпеку нехарчової продукції», що передбачають перехід від контролю норм стандартів до відповідності технічним регламентам. Визначено також перелік товарів, що підпадають під дію технічних регламентів (наприклад, іграшки, побутова техніка, текстиль та вироби з штучного хутра, послуги громадського харчування).

Перші кроки щодо зняття регуляторних бар'єрів формують оптимістичні прогнози щодо розвитку реформ в даній сфері.

2. ЗАГРОЗИ ФІНАНСОВІЙ СТАБІЛЬНОСТІ В УМОВАХ ПОСТКРИЗОВОЇ ЕКОНОМІКИ

На поточному етапі зберігається низка загроз і ризиків порушення фінансової стабільності в Україні, пов'язаних як потужними негативними зовнішніми впливами, так і невирішеними внутрішніми проблемами вітчизняної економіки. Найбільш небезпечними ризиками фінансової дестабілізації, на наш погляд, є наступні.

Зовнішні ризики, пов'язані з:

- невизначеністю трендів світової економіки, зокрема, уповільненням темпів її відновлення;
- волатильністю цін на світових ринках на продукцію вітчизняних товаровиробників; насамперед, підвищенням рівня цін на енергетичний імпорт та зниження в середині 2010 р. цін на чорні метали;
- конкурентною девальвацією національних валют у низці країн світу, що в умовах недостатньої динаміки окремих складових світового попиту веде до втрати цінової конкурентоспроможності вітчизняної продукції на міжнародних ринках;
- запровадженням протекціоністських торговельних заходів: у 2010 р. щодо продукції, виробленої в Україні, було порушено три антидемпінгові розслідування (Індонезією, Республікою Білорусь та Індією) та три спеціальних розслідування (Казахстаном, Російською Федерацією та Молдовою);
- згортанням програм стимулюючих заходів та реалізацією програм фінансової консолідації в низці країн, зокрема країнах ЄС, що зумовлює стримування попиту на світовому ринку продукції споживчого та інвестиційного спрямування;

- продовженням нарощування зовнішньої заборгованості України;
- зміною світових інвестиційних потоків у напрямі скорочення припливу іноземного капіталу в менш розвинені країни, до яких належить й Україна.

Внутрішні ризики обумовлені:

- нагромадженими дисбалансами чинної моделі економічного розвитку, що зумовлює ресурсні обмеження економічного відновлення та невизначеність реагування вітчизняної економічної системи на проведення економічних реформ, зокрема податкову реформу;
- волатильністю макроекономічних показників і структурними недоліками вітчизняної економіки, які роблять її уразливою для можливих шоків потрясінь;
- різкими стрибками цін на окремі групи товарів, зокрема дорожчанням паливно-енергетичних ресурсів, зростання тарифів на послуги ЖКГ, що може зумовити розгортання кризи неплатежів та соціальних протестів;
- ймовірністю розгортання кризи державних фінансів за продовження політики боргового фінансування бюджетних видатків;
- негативними інституційними особливостями вітчизняної економіки – наявністю корупції, бюрократії, тіньової економіки, яка за оцінками експертів Standard & Poor's тримається на рівні 50 %¹⁷, незахищеністю прав власності.

а) Невизначеність трендів розвитку світової економіки

Високий рівень відкритості економіки України робить її надзвичайно чутливою до змін у стані світової економіки. Після різкого уповільнення зростання 2008 р. і скорочення в 2009 р., світовий ВВП збільшився на 3,9 % в 2010 р. При цьому країни з низьким і середнім рівнем доходів сприяли майже половині глобального зростання (46 %) в 2010 р. За прогнозами, протягом 2011 і 2012 рр. світовий ВВП збільшиться на 3,3% і 3,6 % відповідно, при цьому економічне зростання в країнах з економікою, що розвивається, й надалі більш ніж удвічі перевищуватиме зростання в країнах з високим рівнем доходів (6 % на рік проти 2,7 %). Така ситуація засвідчує, що основними рушіями світового економічного розвитку є менш розвинені країни, в першу чергу, Китай та Індія.

Проте очікувана зміна напрямів торгових потоків та зменшення припливу інвестицій в ці країни (з 10 % в 2011 р. до 5 % в 2012 р.), що відставатимуть від темпів зростання ВВП (10 і 12 % на рік відповідно), спроможні загальмувати інвестиційну активність у цих країнах приблизно на рівні 3,7 % в доларовому вираженні в 2012 р. Це загрожує втратою зазначеними країнами ролі рушіїв глобального розвитку. Серед майбутніх негативних тенденцій глобального розвитку також слід очікувати незначного зниження темпів розвитку країн з розвинутою економікою, що посилює ймовірність загального уповільнення темпів економічного зростання у світі.

Однією з найгостріших проблем світової економіки стали значні зовнішні дефіцити багатьох країн. В результаті застосування активних заходів щодо їх подолання в 2010 р. абсолютне значення сальдо рахунку поточних операцій економік в світі знизилося з пікового значення в 5,6 % до приблизно 3,3 % світового ВВП. Зокрема дефіцит рахунку поточних операцій в США скоротився з 6 до 2,7 % ВВП у період 2005-2009 рр., та майже досяг норми у 3,5 % ВВП у III кварталі 2010 р. У країнах, що розвиваються, дефіцит рахунку поточних операцій скоротився з 1,5 % світового ВВП в 2006 р. до 1,1 % в 2010 р.

У США відбуватиметься зростання внутрішнього попиту, але за відносно незначного зростання ВВП та збереження високого рівня безробіття і скорочення житлового сектора. Незважаючи на 9 % реального ефективного зниження курсу долара з січня 2009 р. та збільшення експорту, відплив капіталу у вигляді від'ємного рахунку поточних операцій продовжуватиме зводити нанівець зусилля, спрямовані на зростання економіки за рахунок стимулювання попиту.

У розвинених країнах Європи відновлення буде, як і раніше, гальмуватися невизначеністю динаміки суверенного боргу, а також посиленням бюджетної політики. Тим не менш, зростання в більшості країн ЄС залишатиметься на рівні близьким до, або трохи вище минулого року. У цілому, ВВП еврозони, після збільшення на 1,7 % в 2010 р., може сповільнитися до 1,4 % в 2011 р. і зрости

¹⁷ Проблемы с качеством активов замедляют темпы восстановления украинской банковской системы / Офіційний сайт Standard & Poor's [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.standardandpoors.ru/article.php?pubid=6741&sec=an>

до 2 % у 2012 р. (рис. 9), що стане результатом поступового посилення податково-бюджетної політики і залежності від банківського кредитування.

Після активного зростання ВВП Японії в III кварталі 2010 р. після природних катастроф цей регіон зіткнеться з суттєвими проблемами, що негативно позначаться на глобальному попиті.

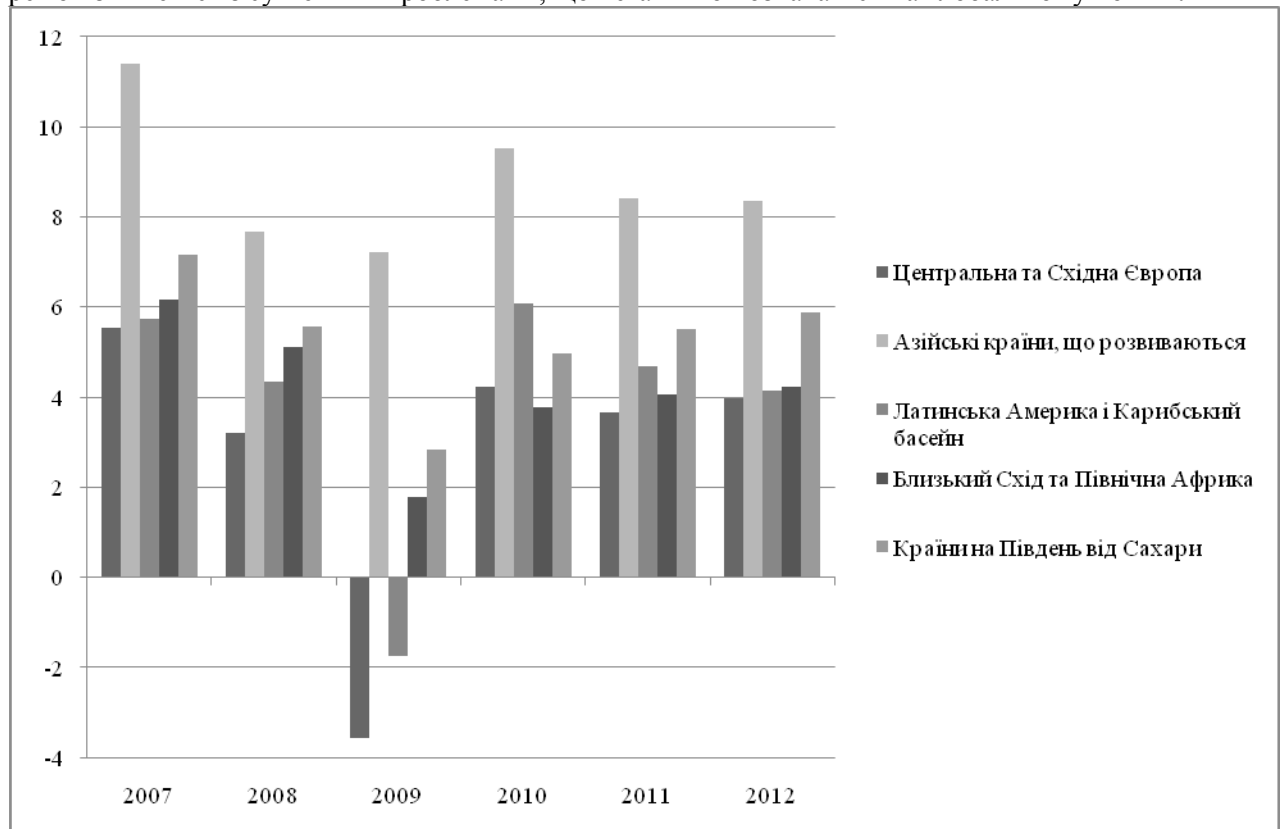


Рис. 9. Сучасні тенденції та прогноз щорічної зміни ВВП, %¹⁸

За винятком Європи і Центральної Азії, більшість країн, що розвиваються, демонструватимуть високі темпи зростання. В цілому країни з середнім рівнем доходу зазнали набагато більш вираженого впливу циклічності, ніж країни з низькими доходами. Так, ВВП країн із середнім рівнем доходів зріс лише на 1,9 % в 2009 р., перш ніж відновитись на 5,9 % в 2010 р.

Таким чином, невизначеність трендів світової економіки формується за рахунок:

- асиметричності трендів і нерівномірності зв'язків між розвиненими та менш розвиненими країнами: якщо у США в докризовий період економічний розвиток визначальною мірою залежав від зростання внутрішнього попиту, нині ця залежність стає більш актуальною для країн із середнім та низьким рівнем доходу, в тому числі й України, у зв'язку з повною втратою або частковою відсутністю можливості «дорогого» імпорту;
- наявності суттєвого часового лагу у динаміці макроекономічних показників високо та менш розвинутих країн, що утруднює прогнозування структури та динаміки тенденцій економічного відновлення світової економіки. Наприклад, якщо в 2008 р. зростання ВВП в США та країнах єврозони складало 0 та 0,6 % відповідно, то ВВП України зріс майже на 2,5 % що було підкріплено інерційним розвитком промисловості та сприятливою кон'юнктурою на зовнішніх ринках;
- невиваженої реструктуризації світової економічної системи внаслідок безсистемності та хронологічної непослідовності застосування важелів у різних країнах та наростаючої тенденції до регіоналізації.

¹⁸ World Economic Outlook (April 2011). Tensions from the Two-Speed Recovery: Unemployment, Commodities, and Capital Flows [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01/>

б) Системні дисбаланси вітчизняної економічної системи

На підставі аналізу розвитку окремих складових та економічної системи України, проведеного в першому розділі, можна виділити основні системні дисбаланси, що слугували підґрунтям кризи в Україні та нині перешкоджають її виходу на новий щабель економічного розвитку, а саме:

- невідповідність обсягів сукупної пропозиції обсягам сукупного попиту, що вирішується за рахунок імпорту;
- диспропорційність між рівнем розвитку споживчого та інвестиційного сегментів внутрішнього ринку;
- викривлена структура промисловості через домінування виробництва продукції з низьким вмістом доданої вартості ¹⁹, що веде до недоотримання прибутків, витратності, неефективності, технологічної відсталості та низької інноваційної активності суб'єктів господарювання;
- різновекторність впливу імпорту, що у короткостроковому періоді справляє «охолоджувальний» вплив на інфляційні тенденції, але містить довгостроковий потенціал розгортання девальваційних тенденцій;
- суперечність між завданнями монетарної політики НБУ в частині необхідності підтримання ліквідності банківської системи і стабільності української валюти та неузгодженість фіскального та монетарного впливів, коли пом'якшення бюджетної політики вимагає ужорсточення монетарної політики, що несприятливо позначається на економічній активності;
- дилема щодо необхідності розвитку на основі оновлення основного капіталу за реальної можливості відновлення економічного зростання лише за рахунок експорту;
- необхідність зниження процентних ставок для відновлення кредитування інвестиційного процесу за потреби стримування інфляційних тенденцій та стимулювання заощаджень, що вимагає підтримання процентних ставок позитивними в реальному вимірі;
- потреба в забезпеченні курсової підтримки експорту за недопущення дорожчання імпорту.

За існування цих дисбалансів позитивним тенденціям відновлення динаміки промислового виробництва в Україні перешкоджали зовнішні і внутрішні чинники:

- повільний розвиток світової економіки внаслідок низької кредитної активності, слабого споживчого попиту та поступового згортання програм державної підтримки у зарубіжних країнах;
- зростання цін на сировину на світових ринках, зокрема на сировину для металургійної промисловості в азійських країнах, що, хоча і стимулювало її експорт з України, проте зумовлювало зростання виробничих витрат вітчизняних виробників металургійної продукції;
- скорочення врожаїв у світі та в Україні, що призвело до зростання цін на продовольчі товари (зокрема пшеницю) і, відповідно, зростання собівартості у харчовій промисловості;
- зростання витрат вітчизняних підприємств у зв'язку із підвищенням видатків на заробітну плату ²⁰ та цін і тарифів на транспортні перевезення, а також роздрібних тарифів на електроенергію для промисловості; підвищення цін на природний газ, а також закінчення дії тарифних преференцій для окремих підприємств хімічної та гірничо-металургійної галузі на електроенергію та залізничні перевезення у зв'язку із закінченням терміну дії відповідних заходів уряду;
- стійка негативна динаміка будівництва в Україні, що зумовила зменшення попиту на продукцію металургії, деревообробної промисловості та галузі будівельних матеріалів;

¹⁹ Частка металургійної промисловості у загальних обсягах реалізованої промислової продукції у 2010 р. склала 21,3 %, виробництва та розподілення електроенергії, газу й води – 17,4 %, харчової промисловості – 16,7 %, добувної – 11,4 %.

²⁰ Мінімальна заробітна плата з 1 жовтня 2010 р. встановлена у розмірі 907 грн, з 1 грудня 2010 р. – 922 грн.

- повільна динаміка відновлення споживчого попиту через відсутність кредитування домогосподарств та збереження схильності населення до заощаджень в умовах фінансової нестабільності, що призводить до відповідного зменшення витрат на поточне споживання²¹.

Отже, в Україні стимулювання економічного відновлення як основи для забезпечення фінансової стабільності нашою схильність на низку обмежень, а саме:

- неможливість беззастережного застосування рекомендацій західних фахівців через принципову відмінність вітчизняної економіки та економік розвинених країн: в останніх система галузевих комплексів тісно пов'язана з кінцевим споживанням, тоді як в Україні – з експортом та зовнішнім попитом. Відтак заходи щодо активізації внутрішнього попиту матимуть слабкий стимулюючий вплив на виробництво;
- відсутність достатніх ресурсів у розпорядженні держави для виходу зі стану стагнації і початку зростання;
- невизначеність реагування української економіки на регулятивні та стимулюючі заходи в кризових умовах.

в) Нерівновага монетарної та фіскальної сфер

Інфляційні ризики. В Україні економічний спад супроводжується скороченням внутрішнього попиту та падінням обсягів реалізації одночасно з підвищенням (або незниженням) цін. Тому у 2011 р. високою є ймовірність прискорення інфляційних процесів. Вкрай загрозливими виглядають не лише темпи зростання цін, а й їх структура²²: активне дорожчання продовольства, сировинно-енергетичних ресурсів, послуг ЖКГ формує базу для суттєвого погіршення рівня життя в Україні, падіння довіри населення до дій уряду, готує підґрунтя для соціальних протестів.

Інтенсивність інфляційних ризиків визначається неоднорідністю та різноманітністю комплексу інфляційних факторів, а саме:

- підвищення цін на сирі продукти відбувається в основному за рахунок сезонного подорожчання овочів та фруктів або неврожаю, високого рівня монополізації вітчизняного ринку, імпорту інфляції (зокрема підвищення цін на хліб та борошно формувалося під впливом кон'юнктури світового ринку з лагом в 0-2 місяці);
- підвищення тарифів на житлово-комунальні послуги є наслідком дорожчання газу для України та необхідності виконання вимог МВФ;
- подорожчання палива відбувається під впливом підвищення акцизів на паливо та зростанням цін на нафту на світових товарних ринках²³;
- існування кримінальної складової – корупції – особливо сильно проявляється на ринку нерухомості;
- імпорт інфляції підтримується існуванням структурних дисбалансів у галузевій структурі виробництва, низькою якістю вітчизняної продукції та значною імпортозалежністю виробництв.

Таким чином, розігрів цінових тенденцій на світових ринках, невизначеність наслідків регулятивних реформ, насамперед, податкової реформи²⁴, продовження державою політики підвищення тарифів сприятимуть подальшому зростанню цін в Україні. В 2011 р. існує ймовірність збереження двозначної інфляції на рівні 12-15 %, що може стати основною макроекономічною

²¹ Понад чверть (25,6 %) приросту номінальних доходів населення у січні-вересні 2010 р. порівняно з аналогічним періодом попереднього року було спрямовано на заощадження.

²² У 2010 р. спостерігалася вкрай неоднорідна динаміка на різні групи товарів. Якщо ціни на базові непродовольчі товари знаходилися на історично мінімальних значеннях, то дорожчання продовольства та зростання цін на комунальні послуги внаслідок посухи та підвищення цін на світових ринках стали рушійними силами підвищення індексу споживчих цін.

²³ У зв'язку з воєнними діями на ближньому сході і скороченням видобутку нафти в Лівії ціни на нафту досягли 115 дол. за барель.

²⁴ Основним фактором впливу на споживчі ціни названо збільшення витрат на виробництво. Водночас стрімко зросла оцінка впливу фактору «податкові зміни», яка майже досягла рівня оцінки впливу витрат на виробництво. При цьому вплив коливань обмінного курсу гривні та дій НБУ на інфляційні процеси знижувався.

проблемою: звужуватиметься внутрішнє споживання, збережуться на високому рівні процентні ставки, утрудненим буде прогнозування бізнес-процесів, що не сприяє вирішенню завдання відновлення інвестиційної активності і кредитування економіки.

Валютні і боргові ризики. У поточному році збережуться потужні загрози курсовій стабільності, пов'язані з впливом невизначеності на світових валютних ринках, девальваційними процесами у світі, зростаючими витратами на обслуговування зовнішнього боргу України²⁵, ймовірністю антиінфляційного ужорсточення монетарної політики, що мотивуватиме приплив короткострокового іноземного капіталу, відсутністю реального підґрунтя для валютної стабільності у вигляді динамічних процесів економічного піднесення.

За продовження тенденцій у стані платіжного балансу, що сформувалися у 2010 р., (випереджаючі темпи зростання імпорту внаслідок відновлення внутрішнього попиту, нарощування зовнішніх запозичень державним та іншими секторами економіки), й надалі збережеться дефіцитне сальдо торговельного балансу, що буде покриватися припливом іноземних інвестицій та запозичень. При цьому за зміни інвестиційної парадигми, що спостерігається з початку 2011 р. – виведення капіталів з ринків, що розвиваються, та переорієнтації інвесторів на ринки розвинутих країн, збалансування платіжного балансу стане вкрай непростим завданням. У цій ситуації у короткостроковому періоді зростають ризики ревальвації, а у довгостроковому – девальвації гривні.

Через відносно вищі темпи інфляції в Україні та коливання номінального ефективного курсу зберігається розрив між динамікою реального ефективного та номінального курсу, що демонструє потенціал зниження обмінного курсу – якщо за останні два роки РЕОК підвищився на 7,2%, то обмінний курс – лише на 1,6% на рівні 6-7 % (рис. 10) Разом з тим, враховуючи схильність обмінного курсу до «перестрибування», за несприятливого розгортання подій, зниження курсу може бути щонайменше в два рази більшим. Крім того, підвищення реального курсу негативно позначається на конкурентоспроможності вітчизняних експортерів та підвищує привабливість імпорту в Україні.

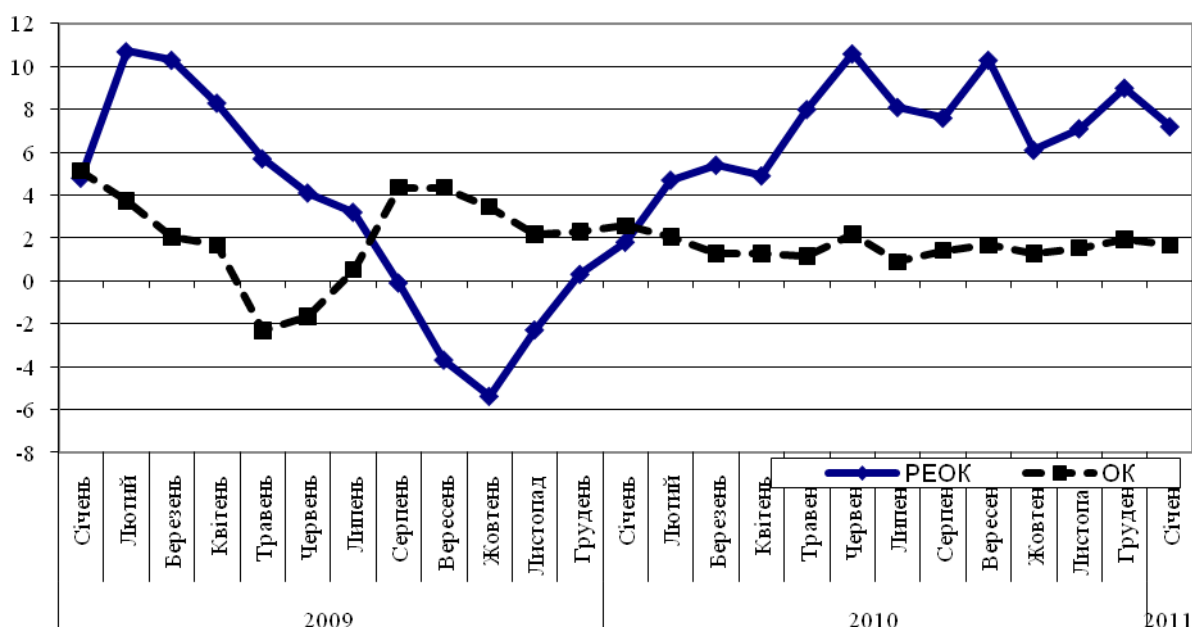


Рис. 10. Динаміка реального ефективного та номінального курсу у 2009-2010 рр. (наростаючим підсумком до грудня 2008 року)

Валютні ризики в Україні нерозривно переплетені з борговими, оскільки уряд України через надмірно експансивну бюджетну політику за три роки збільшив державний борг втричі до 40 % від ВВП і сприяв підтриманню високого зовнішнього боргового навантаження (рис. 11). Так, частка

²⁵ Якщо у 2009 р. державний борг зріс на 61,3 %, у 2010 р. – на 27,6 %, то у 2011 р. за експертними прогнозами у 2011 р. обсяг прямих державних запозичень становитиме 4,5 млрд дол. США, на обслуговування і погашення попередніх позичок буде витрачено 53,4 млрд грн. Залучення нових позик наблизить країну до дефолту – зовнішній борг країни вже наблизився до 40 % ВВП / Інвестиційна компанія *Phoenix Capital* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.phoenix-capital.ua/ru/research/reports?page=2>

державного боргу у загальному обсязі зовнішнього боргу зростає вдвічі – з 11 до 21 %, тоді як частка банківського сектору зменшилася з 38 до 24 %. За цих умов боргові ризики істотно підсилюють валютні, адже загальна потреба у державному фінансуванні у 2011 р. може досягти 8,6 % від ВВП, або 13,1 млрд дол. США.

В поточному році Україні необхідно погасити 61,5 млрд грн державного боргу, що більше ніж вдвічі, або на 38,5 млрд грн перевищує рівень 2010 р. Для погашення державного боргу та фінансування дефіциту уряд планує в наступному році 91,6 млрд грн нових запозичень. За експертними оцінками, вони будуть профінансовані за рахунок залучення 6,5 млрд дол. на внутрішньому ринку і 5,4 млрд дол. – на зовнішніх боргових ринках²⁶. Особливо небезпечною тенденцією є те, що боргова політика в більшій мірі орієнтується на фінансування поточних видатків, що є неприпустимим. Витрачаючи боргові ресурси на поточне споживання, уряд втрачає можливість отримати доходи, необхідні для покриття вартості обслуговування, та перекладає поточні фінансові зобов'язання на бюджети майбутніх періодів.

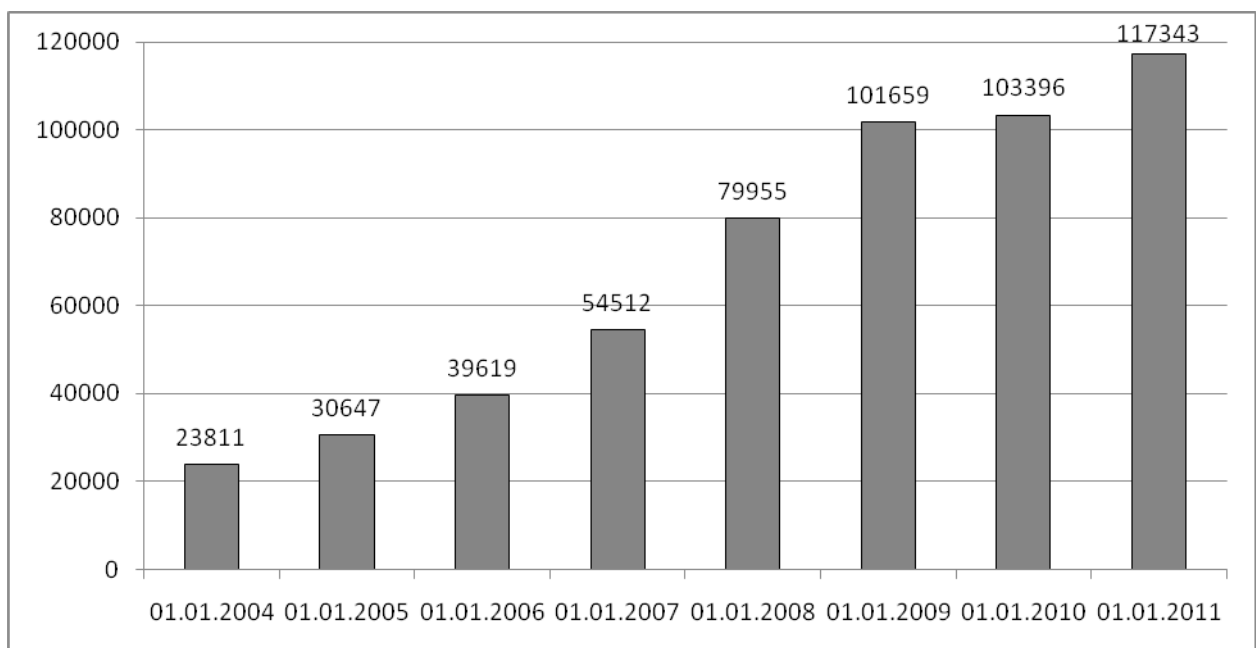


Рис. 11. Валовий зовнішній борг України у 2007-2011 рр., млн дол. США

Ризики банківської діяльності в умовах все ще складної політичної та макроекономічної ситуації в Україні залишаються на високому рівні. З точки зору Служби кредитних рейтингів Standard & Poor's, на підставі оцінки ризиків країни банківської системи (*Banking Industry Country Risk Assessment*) українську банківську систему віднесено до десятої групи разом з Венесуелою, Ямаїкою і Болівією²⁷. Ризики і вади діяльності банківської системи України відбиваються у таких тенденціях:

- висока концентрація виданих кредитів і зростання простроченої заборгованості за кредитами (за офіційними даними НБУ, станом на 01.02.2011 р. прострочені кредити зросли до 83,8 млрд грн, збільшившись протягом 2009–2010 рр. з 2,2 до 11,2 % кредитного портфеля). При цьому за оцінками Служби кредитних рейтингів Standard & Poor's, які враховують також реструктуризовані кредити, рівень проблемних кредитів є набагато вищим, ніж вказаний НБУ – до 50 %²⁸;
- різке зростання портфелю цінних паперів та посилення залежності банківської системи від стану державного бюджету та спроможності держави своєчасно розраховуватися за своїми зобов'язаннями;

²⁶ Аналітичні оцінки Інвестиційної компанії *Phoenix Capital* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.phoenix-capital.ua/ru/research/reports?page=2>

²⁷ Оцінка BICRA характеризує сильні і слабкі сторони банківської системи країни в порівнянні з іншими країнами, причому найсильніші входять до групи 1, найслабкіші – у групу 10.

²⁸ Проблемы с качеством активов замедляют темпы восстановления украинской банковской системы / Офіційний сайт Standard & Poor's [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.standardandpoors.ru/article.php?pubid=6741&sec=an>

- збереження дефіциту внутрішніх середньо- та довгострокових ресурсів (клієнтська депозитна база є вкрай «короткою» і волатильною через ризики швидкого відпливу вкладів в умовах поширення панічних настроїв), що в умовах фінансової неспроможності більшості позичальників та незахищеності прав кредиторів обмежує можливості банківської системи активізувати кредитування економіки;
- слабка інституційна структура та роздробленість банківської системи;
- зниження дієвості політики реанімації проблемних банків за відсутності ринку проблемних боргів;
- збереження чутливості банківської системи до курсових коливань: незважаючи на зниження частки валютних кредитів і депозитів, вони залишаються на високому рівні, при цьому більшість валютних кредитів не застраховані (рис. 12);

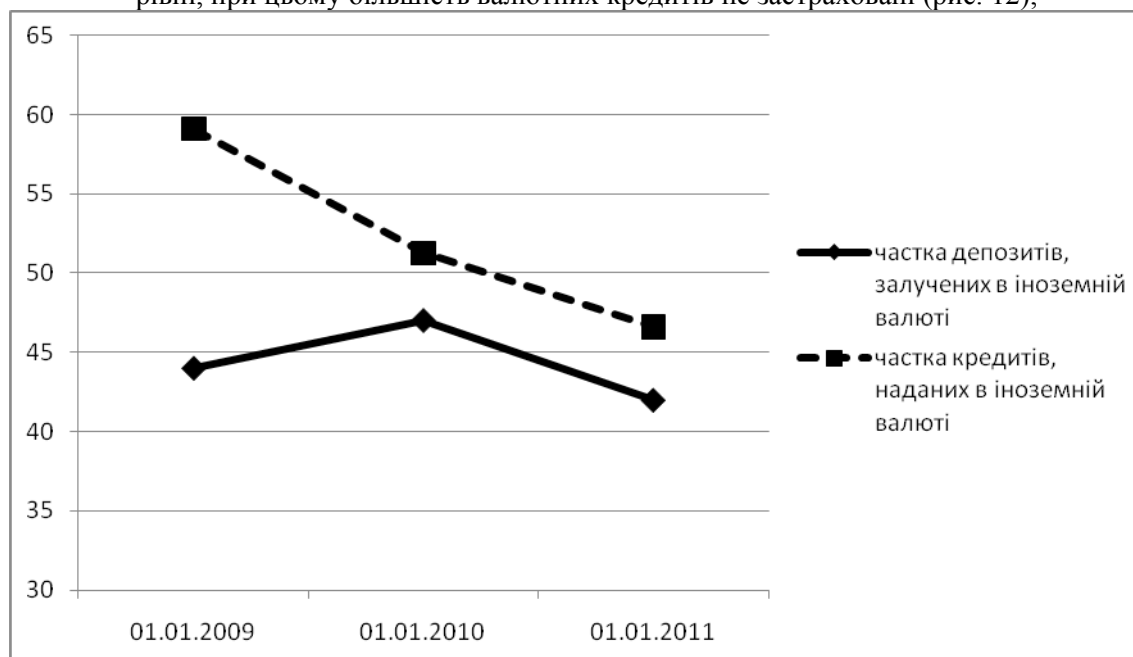


Рис. 12. Частка депозитів та кредитів в іноземній валюті на 01.01.2009-01.01.2011 рр., %

- низька якість активів, що обумовлює низьку прибутковість банків;
- невисокі стандарти кредитування і андеррайтингу;
- неефективна нормативно-правова база в частині зарегульованих процедур вилучення застави, списання прострочених кредитів, що гальмує процес очищення балансів банків;
- відсутність розвинених фінансових інструментів страхування від ризиків, насамперед, валютних;
- зростання регуляторних ризиків, пов'язаних з недостатньою ефективністю регулювання і нагляду: НБУ розв'язує проблемні ситуації а не упереджує їх (наприклад, свого часу не було зупинено зростання валютних кредитів), допускає вибірковість у наданні допомоги проблемним банкам²⁹, приймає невиважені нормативно-законодавчі акти, що загрожують стійкості банківської системи³⁰.

²⁹ Держава надала фінансову підтримку і націоналізувала три середні банки - Родовід банк, Укргазбанк і банк «Київ», надавши їм 17,2 млрд гривень (2,1 млрд дол.) у формі вливань в капітал в 2009-2010 рр. Проте, за даними аудиторських перевірок цих трьох банків, 10 млрд гривень «зникли» унаслідок фіктивних операцій.

³⁰ Серед основних загроз, які стоять перед банківською галуззю, президент АУБ О.Сугоняко називає спроби ліквідувати малі та середні банки. Зокрема, він наголошує на небезпеках, які несуть в собі законопроект № 0884 та Постанова НБУ № 273, що спрямовані на витіснення з ринку згаданих банків. Подібні тенденції є проявом порушення базового принципу рівності та чесної конкуренції на ринку.

Наприклад, Постанова НБУ №273 «Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України» від 09.06.2010 р. про підвищення вимог до мінімального регулятивного капіталу банків до 120 млн грн та ліцензійних вимог до 120-240 млн грн, порядок видачі банкам письмових дозволів та ліцензій на виконання окремих операцій та інших нормативно-правових актів НБУ.

Ризики фондового ринку. Незважаючи на відновлення позитивної динаміки, у 2010 р. фондовий ринок України не виконує повною мірою свої функції через невеликий обсяг і неліквідність; високий рівень ризиків; нестачу кваліфікованого персоналу; низький рівень капіталізації; недосконалу структуру, недостатню кількість якісних фінансових інструментів, порушення прав інвесторів; відсутність відкритого доступу до інформації³¹. Невирішеність цих проблем зумовлює низку *загроз стійкості фондового ринку України, що пов'язані з:*

- низьким рівнем участі населення в діяльності фондового ринку України в силу низької інформованості населення про можливості ринку цінних паперів; браку коштів для вкладання через низький рівень доходів населення; недовіру населення до фондового ринку³²;
- відсутністю державної підтримки та недосконалістю нормативно-правового забезпечення регулювання фондового ринку орієнтованого на його розвиток;
- відсутністю розвиненої мережі інституційних внутрішніх інвесторів, що робить ринок більш вразливим і залежним від зовнішнього інвестування;
- несприятливістю податкового законодавства в частині операцій з цінними паперами для фізичних осіб;
- відсутністю єдиного центрального депозитарію³³;
- інституційною та технологічною відсталістю фондового ринку України³⁴ в частині невідповідності сучасним вимогам щодо клірингу, функцій центрального контрагента, електронної звітності, розкриття інформації про позабіржові угоди;
- відсутністю комплексної програми заходів з розвитку регулювання та інфраструктури ринку, що загрожує втратою активної ролі держави у формуванні ринку цінних паперів³⁵;
- нерозвиненістю мережі роздрібних центрів у регіонах, що не дає можливості контролювати якість роботи із клієнтом та надавати повний комплекс послуг на фондовому ринку;
- неспроможністю вітчизняного фондового ринку до формування справедливих ринкових цін на фінансові інструменти: наявні випадки маніпулювання цінами на фондових біржах, що дозволяє менеджменту акціонерної компанії отримувати за рахунок власника значний тіньовий дохід;
- високими ризиками: як ринковими – неотримання доходу або одержання збитку, так і неринковими – невиконання зобов'язань, поставки, розрахунку, контрагентів та ін.;
- відсутністю організованого сегменту ринку цінних паперів та єдиної мережі організованої торгівлі цінними паперами;

Законопроект “Про внесення змін до деяких законів України (щодо регулювання діяльності банків)” (№0884) вносить зміни до порядку регулювання достатності (адекватності) регулятивного капіталу банку та обмежень на залучення банками коштів фізичних осіб. Передбачається також передача НБУ повноважень з визначення мінімального розміру нормативу адекватності регулятивного капіталу та мінімального розміру регулятивного капіталу (на сьогодні ці показники визначаються Законом), а також впровадження нового коефіцієнту співвідношення регулятивного капіталу до зобов'язань банку.

Запровадження податку на дохід від депозитів за відсутності прозорого механізму його адміністрування може привести до втрати інституту банківської таємниці і масовому відпливу коштів із банківської системи.

³¹ Чернишук В. Р. Розвиток ринку цінних паперів: проблеми й перспективи / В. Р. Чернишук, А. П. Данькевич // *Фінанси України*. – 2008. – № 8. – С. 96-103.

³² Бедіна Н. С. Стан, проблеми та перспективи розвитку фондового ринку України / Н. С. Бедіна // *Економіка промисловості*. – 2008. – № 3. – С. 24-27.

³³ Покришка Д. Депозитарна система в Україні: проблеми та перспективи розвитку / Д. Покришка, О. Собкевич, М. Скиба, І. Ус // *Ринок цінних паперів України*. – 2010. – № 5-6. – С. 21-32.

³⁴ Відповідно до оцінки FTSE, український фондовий ринок поки не задовольняє вимогам навіть найнижчого рівня – Frontier Market, відстаючи в розвитку від таких країн, як Ботсвана, В'єтнам, Маврикій і Нігерія.

³⁵ Російський капітал вже контролює ключові об'єкти інфраструктури фондового ринку України: найбільшими акціонерами двох провідних фондових майданчиків в Україні – «Української біржі» та ПФТС – є російські структури (РТС і ММВБ відповідно) // *Український фондовий ринок. Стратегія розвитку на 2010-2015 роки / Антирейдерський союз підприємців України [Електронний ресурс]*. – Режим доступу: http://antiraiders.ua/ucp_mod_420.html

- недостатньою розвиненістю вторинного ринку та ринку державних цінних паперів, що позбавляє корпоративний сегмент фондового ринку імпульсу для розвитку.

Вирішення цих проблем і відновлення високих темпів розвитку фондового ринку України залежатиме від зростання реального сектора економіки та ситуації на зовнішніх ринках.

Розбалансованість бюджетних надходжень та видатків

Система державних фінансів України відчула досить значний негативний вплив фінансово-економічної кризи. За відсутністю дієвих заходів економічної політики, адекватних новим викликам та ризикам, в 2008-2009 рр. посилювалися дисбаланси системи державних фінансів як на вертикальному, так і на горизонтальному рівні. Сукупний дефіцит ³⁶ системи державних фінансів в 2009 р. сягнув 12 % ВВП, реальний дефіцит державного бюджету – 8 % ВВП, ключовими складовими останнього стали дефіцити Пенсійного фонду України та НАК «Нафтогаз України» ³⁷.

В 2011 р., попри певний позитивний потенціал прийняття консервативного бюджету, збережуться ризики для стабільності системи державних фінансів. Основними з них будуть такі.

Зростання дефіциту бюджету, який визначений законом у розмірі 38,8 млрд грн, або 3,1 % від ВВП. Проте з переліку видатків бюджету було вилучено низку видатків (дотації НАК «Нафтогаз України», ПФУ тощо ³⁸), а джерела їх покриття не вказані. Таким чином, дефіцит бюджету просто розподілений між різними фондами системи державних фінансів. Значний дефіцит посилюватиме тиск на стабільність цін, національної валюти та вартість фінансових ресурсів в країні. Крім того, це може створити додаткові ускладнення для продовження виділення Україні наступного траншу кредиту МВФ ³⁹.

Зростання боргового навантаження на бюджет. В поточному році сукупні витрати за борговими зобов'язаннями (обслуговування та погашення) майже в чотири рази перевищать обсяг капітальних видатків державного бюджету. Зростання боргового навантаження на бюджет призводить до відволікання значної частини бюджетних коштів на покриття боргів і, відповідно, звуження можливостей підтримки економічної активності.

Дефіцит ліквідності на внутрішніх ринках. Закономірно, що в умовах гострого дефіциту бюджету уряд намагається мобілізувати фінансові ресурси на внутрішніх фінансових ринках. Проте його надмірна боргова активність призводить до витіснення приватних інвестицій внаслідок збільшення державних запозичень. В умовах наявності на ринку державних цінних паперів, дохідність яких сягає 18-20 %, і які є менш ризикованими, ніж корпоративні, процентні ставки підтримуються на завищеному рівні, а банківська система та інвестори відмовляються від інвестицій в приватний сектор. В умовах дефіциту ліквідності політика, спрямована на вилучення коштів з внутрішнього ринку, є вкрай небезпечною, зважаючи на низьку поточну динаміку кредитування.

Комплекс названих ризиків розбалансування бюджетно-податкової сфери уповільнюватиме темпи відновлення економіки України та сприятиме консервації економіки у фазі депресії.

Таким чином, основними ризиками, що загрожуватимуть фінансовій стабільності України у посткризовий період, можуть стати:

- різке погіршення кон'юнктури на світових фінансових і/або товарних ринках, що передасться в Україну по каналу руху капіталів («фінансова інфекція»);
- «перегрів» одного із сегментів внутрішнього фінансового ринку, наприклад, інтенсивне зростання кредитування, некеровані банкрутства великих системоутворюючих банків, короткострокові, але потужні кризи ліквідності, «надимання бульбашки» на фондовому ринку, розгортання кризи державних фінансів і неспроможність держави вчасно розрахуватися за своїми боргами;

³⁶ Включає реальний дефіцит державного бюджету, дефіцит державних цільових фондів та НАК «Нафтогаз України».

³⁷ Дефіцит Пенсійного фонду України (ПФУ) у 2009 р. виконано з дефіцитом у розмірі 31 млрд грн, що в 2,4 рази більше запланованого. Своєчасна виплата пенсій громадянам впродовж 2009 р. була забезпечена ПФУ лише завдяки отриманню на постійній основі позичок з єдиного казначейського рахунку на загальну суму 36 млрд грн, з яких 17,4 млрд грн на кінець року залишилися не погашеними.

Критична ситуація склалася з фінансуванням НАК «Нафтогаз України». Крім щорічних бюджетних трансфертів зі спеціального фонду, Кабінет Міністрів України торік вимушений був періодично збільшувати його статутний фонд для покриття збитків, хоча це суперечить українському законодавству.

³⁸ В 2010 р. дефіцит ПФУ зріс 34,4 млрд грн, НАК «Нафтогаз України» – до 10 млрд грн.

³⁹ За угодою з МВФ Україні необхідно обмежити дефіцит консолідованого бюджету на рівні 5,5 % від ВВП в 2010 р. і 3,5 % від ВВП в 2011 р.

- спекулятивна атака на гривню за збереження фактичної прив'язки її курсу до долара США та погіршення сальдо торгового балансу;
- криза державних фінансів в умовах зростаючого навантаження на бюджет та відсутності неборгових джерел його наповнення.

Відсутність цілеспрямованої проактивної державної політики забезпечення фінансової стабільності спроможної законсервувати на тривалий час стан часткової рівноваги фінансової сфери, який сформувався протягом 2010 р. Проте, оскільки ключові засади забезпечення фінансової стабільності опинилися за межами України, в Україні можливе лише «непевне зростання» (на рівні 2-3 % на рік) без повномасштабного посткризового відновлення.

3. МОДЕРНІЗАЦІЯ ФІНАНСОВОЇ ТА ЕКОНОМІЧНОЇ СИСТЕМ УКРАЇНИ ЯК УМОВА ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ДОВГОСТРОКОВОЇ ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ

а) Особливості забезпечення фінансової стабільності у посткризовий період

Глобальна криза наочно продемонструвала структурну вразливість економіки України та нестійкість її фінансової системи. Без усунення структурних диспропорцій у галузевій структурі економічної системи та розривів у рівнях розвитку окремих сегментів фінансової системи найімовірнішим сценарієм розвитку України стане уповільнення економічної динаміки та поглиблення дисбалансів фінансової системи. Це стане підґрунтям для нагромадження потенціалу фінансової дестабілізації у майбутніх періодах. Тому забезпечення фінансової стабільності у посткризовий період розвитку України, в першу чергу, вимагає структурної модернізації економічної і фінансової систем України на основі вирішення **традиційної для України суперечності між завданнями макроекономічної стабілізації та стимулюванням зростання, зокрема між необхідністю стабілізації фінансової системи у період переходу до розширеного фінансування процесів економічного зростання**⁴⁰.

Вирішення цієї суперечності лежить в площині концепції сталого та збалансованого економічного зростання, забезпечення якого вимагає ефективного поєднання антикризових і модернізаційних заходів. Застосовані НБУ та урядом антикризові заходи дозволили стабілізувати ситуацію у економічній і фінансовій сфері, але це відбулося на основі відновлення її докризових параметрів, що по суті є консервацією чинних дисбалансів фінансової системи. Для оновлення системи та максимального використання можливостей кризових зламів для економічного прориву України необхідно задіяти модернізаційні заходи. Модернізаційні заходи покликані забезпечити використання нових «вікон можливостей» для економічного прориву шляхом концентрації фінансових ресурсів на найбільш перспективних напрямках економічної діяльності.

Забезпечення фінансової стабільності у період посткризового відновлення потребує принципово нового підходу до управління фінансовою системою з метою підтримання її збалансованості (збільшення спроможності до акумуляції й ефективного розміщення фінансових ресурсів) та підвищення стійкості (зменшення залежності від зовнішніх впливів).

Збалансованість фінансової системи передбачає приведення у відповідність:

- потреб економіки у фінансових ресурсах і можливостей фінансової системи їх забезпечити;
- обсягів фінансування інвестицій та споживчого попиту для усунення диспропорцій між сукупним попитом і пропозицією. Наявність певного часового лагу отримання ефекту від інвестицій у основний капіталу означає, що за посткризовий період звуження сукупного попиту вітчизняна промисловість має встигнути модернізувати виробничі потужності, підвищити продуктивність праці і наростити виробництво;
- обсягів фінансування секторів економіки та рівня ефективності використання залучених ними ресурсів;
- обсягів грошової і товарної маси через підтримання збалансованого платіжного балансу, недопущення припливу спекулятивного капіталу, спроможного профінансувати надування «мильних бульбашок» на ринках акцій та нерухомості України;

⁴⁰ Економіка України на шляху від депресії до зростання: джерела, важелі, інструменти / Я. А. Жаліло, Д. С. Покришка, Я. В. Белінська [та ін.]. – К.: НІСД, 2010. – 96 с.

- інфляційної, процентної й курсової динаміки для уникнення перекосів у структурі економічної системи і платіжного балансу.

Стійкість фінансової системи потребує:

- зменшення зовнішньої залежності вітчизняної фінансової системи шляхом скорочення фінансування споживання за рахунок запозичень на зовнішніх ринках капіталу;
- підвищення стійкості банківської системи шляхом усунення накопичених дисбалансів – невідповідності термінової і валютної структури активів і пасивів, вирішення проблеми капіталізації, «поганих» активів тощо;
- вдосконалення системи управління на основі макропруденційного підходу до оцінки і управління ризиками;
- підвищення прозорості функціонування фінансової системи в цілому та системних надвеликих фінансових інститутів зокрема.

Труднощі забезпечення фінансової стабільності у посткризовий період в Україні обумовлені суперечливістю наслідків антикризових і модернізаційних заходів в силу існування специфічних особливостей перебігу економічних і фінансових процесів в Україні.

По-перше, у посткризовий період прискорення економічного зростання можливе лише за поліпшення зовнішніх умов. Проте стійкість і якість зростання залежатимуть від вирішення внутрішніх структурних проблем на основі подолання вузькості внутрішньої ресурсної бази⁴¹ за рахунок зовнішнього фінансування. В умовах відсутності захисних механізмів, здатних забезпечити національний суверенітет фінансового сектора в процесі інтеграції в глобальну економіку, нарощування зовнішнього боргу державним, банківським та іншими секторами економіки підірватиме довгострокові основи фінансової стабільності. Відтак *принциповою умовою переходу України до сталого збалансованого економічного зростання є кардинальне підвищення ефективності використання залучених фінансових ресурсів.*

По-друге, збереження протягом тривалого періоду потужної дії немонетарних чинників інфляції (зростання вартості продовольства, енергоресурсів, вплив монополізації ринків, деформація споживчих настроїв через очікування кризи тощо) обмежує можливості здійснення Національним банком стимулюючої монетарної політики. В Україні проблема зниження інфляції лежить не в площині застосування монетарних інструментів а в регулюванні ринкового середовища з метою підвищення чутливості виробників до ринкових сигналів та забезпечення їх адекватної реакції щодо коригування обсягів виробництва й цін. Монетарні засоби боротьби з немонетарною інфляцією вимагають надмірної потужності обмежень грошової пропозиції, що дає неспівставний з позитивним антиінфляційним результатом гальмівний ефект для економічного зростання. Таким чином, зупинити інфляцію в Україні неможливо без кардинальної структурної перебудови економічної системи, що потребує «м'якої» монетарної політики та дієвих механізмів акумулювання і спрямування ресурсів у пріоритетні напрями економічної діяльності. Отже *в короткостроковому періоді часу помірні сталі темпи інфляції матимуть переважно позитивний ефект.*

По-третє, в Україні зберігається принциповий розрив між можливістю фінансової системи надавати фінансові ресурси і здатністю нефінансового сектора ефективно використовувати і обслуговувати їх, що обмежує можливості НБУ реалізувати стимулюючу монетарну політику. Антикризові заходи щодо стабілізації банківського сектора дали можливість уникнути ланцюгової банківської кризи, проте не еволюціонували в інструменти відновлення належного кредитування економіки. Нівелювання рефінансування як інструмента регулювання ліквідності, суттєві термінові та валютні розриви у структурі активів і пасивів банківської системи, високі вимоги до платоспроможності позичальників замість інструментів компенсації ризиків, ігнорування завдань впровадження системи довгострокового інвестиційного кредитування призвели до фактичного виключення банківського сектора з числа чинників відновлення економічного зростання. Досягнувши відновлення приросту депозитів населення, зберігаючи негативну динаміку приросту кредитування населення та украй повільну позитивну – суб'єктів господарювання банки де-факто виступають в ролі абсорберів ліквідності як потенційного ресурсу зростання економіки.

По-четверте, поглиблюється тенденція до переспрямування потоків фінансових ресурсів у державний сектор економіки шляхом втягування банківської системи у фінансування дефіциту бюджету за рахунок купівлі ОВДП та ОВДП-ПДВ облігацій⁴². Така тенденція має декілька

⁴¹ За даними НБУ, у 2010 р. рівень монетизації знизилася з 55,0 до 50,1 %.

⁴² За 2010 р. Міністерство фінансів України розмістило ОВДП на загальну суму 70,6 млрд грн. У січні 2011 р. було розміщено ОВДП на загальну суму 2,8 млрд грн. Ринку ОВДП у 2010 р. належало 52 % в

негативних аспектів. По-перше, спрямування банками надлишку ліквідних коштів на ринок державних цінних паперів збільшує залежність банківської системи від стану державного бюджету та спроможності держави своєчасно розраховуватися за своїми зобов'язаннями, загрожує посиленням розриву між рівнем розвитку фінансового і реального секторів економіки. По-друге, сприяє «перегріву» фінансових ринків і формує умови для нових «мільних бульбашок». По-третє, структура державних видатків (підвищення та індексація соціальних виплат, збільшення обсягів погашення та обслуговування боргів, інвестування в підготовку Євро-2012, фінансування дефіциту НАК «Нафтогаз України» та Пенсійного Фонду) *поглиблює суперечність між обсягами залучених ресурсів у державний сектор економіки та можливостями їх продуктивного використання.*

По-п'яте, специфічна роль обмінного курсу гривні – «інфляційного якоря» – робить передбачуваність курсової динаміки найважливішою умовою сталого зростання у посткризовий період. Тимчасом реальним виглядає ревальваційний виклик через відносно високі показники інфляції на тлі позитивного сальдо платіжного балансу, обумовленого наростанням боргових потоків до державного сектора економіки, припливу в Україну іноземних інвестицій. Реальне зміцнення гривні не лише негативно відбиватиметься на конкурентоспроможності вітчизняних виробників, але й посилюватиме ризики наступної девальвації у випадку втечі короткострокових капіталів з країни. Запобігаючи ревальвації шляхом гривневих інтервенцій, НБУ оперативно компенсує ці інтервенції шляхом мінімізації рефінансування комерційних банків та інших форм монетарних обмежень. Політика монетарних обмежень зводить нанівець роль внутрішнього попиту як чинника відновлення економічного зростання. Натомість більш сприятливе для підприємств – суб'єктів ЗЕД зниження курсу за зростаючої боргової навантаженості та високого рівня доларизації грошового обігу України стає вкрай небажаним, що позбавляє Нацбанк можливості застосовувати цей вагомий стимулюючий інструмент.

Таким чином, *забезпеченню фінансової стабільності у посткризовий період перешкоджає суттєва сегментація економічної і фінансової систем, що утруднює управління нею як єдиним цілим.* За зміни зовнішніх умов, коливань рівня ліквідності, валютного курсу, грошової пропозиції фінансові параметри кожного із сегментів вітчизняної системи кардинально та різноспрямовано змінюються. Відтак за потреби одночасного проведення багатьох реформ можливості влади суттєво звужуються, що вимагає зосередження на головних потребах – тих, що найбільше стримують розвиток і водночас мають найбільші шанси на реалізацію.

З цих причин забезпечення фінансової стабільності у посткризовий період потребує відновлення цілісності економічної і фінансової систем шляхом інституційної реформи – послідовної та цілеспрямованої адаптації розвинених фінансових інституцій, що ефективно функціонують в країнах з високорозвинутою економікою, до особливостей інституційного середовища України⁴³. Модернізація має спрямовуватися на:

- усунення структурних диспропорцій, накопичених в період докризового розвитку зростання;
- цілеспрямоване формування майбутніх структурних характеристик економічної й фінансової систем на основі врахування майбутніх ризиків, оцінок адекватності поточним умовам антикризових заходів, розробки і застосування модернізаційних заходів на основі оцінок їх очікуваних наслідків;
- формування захисних і стабілізаційних механізмів та дієвих важелів управління фінансовою системою, що дозволить зберегти її стійкість і збалансованість та посилити її роль як інструмента підтримки і стимулювання економічного зростання.

Основою модернізації має стати макропруденційний підхід, характерними рисами якого є націленість на запобігання ризикам шляхом підвищення прозорості реалізації політики. Для його запровадження за рекомендаціями Міжнародного форуму фінансової стабільності в Сеулі у листопаді 2010 р. першочерговими завданнями мають стати:

- вдосконалення стандартів збору і обробки інформації для моделювання системних ризиків;
- визначення методики ідентифікації і виміру системних ризиків на основі використання зазначеної інформації та формування рекомендацій для політики;

загальному обсязі торгів на організованому ринку цінних паперів України / Аналітичний огляд ринку облігацій України за 2010 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: rurik.com.ua/documents/research/bonds_review_2010.pdf

⁴³ Полтерович В. М. Элементы теории реформ / В. М. Полтерович. – М.: Экономика. – 446 с.

- визначення ефективних макропруденційних інструментів, на основі вибору критеріїв для вибору інструментів і методів оцінки їх ефективності.

Зміна підходів до визначення цілей та ознак сталого економічного зростання, окреслення кола інструментів досягнення фінансової стабільності має стати наріжним каменем економічної політики держави в 2011 р. Це створить умови для післякризового оновлення національної економіки та суспільства.

б) Стратегічні завдання фінансової стабілізації

Фінансово-економічна криза відіграла для України роль каталізатора модернізації, спонукавши до усвідомлення необхідності зміни моделі економічного розвитку. Пріоритетність державної політики сталого збалансованого економічного зростання на основі модернізації реального сектору обумовлює завдання використання фінансової системи як засобу розвитку економіки країни, розширює цілі і задачі фінансової політики держави за межі фінансового сектора та подовжує їхні часові горизонти. Основним вектором політики фінансової стабільності НБУ має стати балансування між потребою використання зовнішніх фінансових ресурсів для відновлення високих темпів зростання та зменшення зовнішньої фінансової залежності для забезпечення стійкості вітчизняної фінансової системи. Невизначеність реагування економічної системи у посткризовий період означає необхідність підвищення обґрунтованості рішень НБУ і посилення його відповідальності за негативні наслідки помилкових дій.

Побудова адекватної потребам економіки стійкої фінансової системи, орієнтованої на акумулювання і використання внутрішніх ресурсів відповідно до пріоритетів національних інтересів, має відбуватися на основі синхронного розвитку всіх її секторів – банківського, страхового, фондового, інвестиційного з одночасним поглибленням фінансового ринку та вдосконаленням його інфраструктури. Це забезпечить можливість **досягнення синергетичного ефекту через відновлення цілісності фінансової системи, основними характеристиками якої стануть:**

- стабільні темпи інфляції на основі створення умов для нарощування пропозиції товарів і послуг через розвиток конкуренції, вдосконалення ринкової інфраструктури, комплексного застосування заходів грошово-кредитної, податкової, конкурентної, структурної політик;
- принципова зміна структури джерел грошової пропозиції на основі досягнення зовнішньої збалансованості, що уповільнить приріст міжнародних резервів та мінімізуватиме вплив валютного каналу грошової пропозиції, підвищить роль рефінансування банківської системи;
- дієвий трансмісійний монетарний механізм на основі посилення дієвості процентних важелів;
- становлення потужного національного капіталу як основи фінансової стабільності шляхом створення гнучкої та ефективної інституційної системи мобілізації і розміщення позичкових капіталів, розвитку механізмів довгострокового кредитування, заохочення сполучення капіталів комерційних банків і промислових підприємств, які дозволяють спрямувати надлишкові грошові ресурси у виробництво;
- покращання інвестиційного клімату, що забезпечить приплив іноземних інвестицій навіть за умов помірної девальвації, що нівелюватиме процентний арбітраж, проте розширюватиме перспективи отримання прибутків через активізацію економічної діяльності в країні;
- підвищення норми накопичення, заохочення спрямування нагромаджених фінансових, технологічних та організаційних ресурсів на інноваційні цілі;
- розбудова системи бюджетних і податкових стимулів економічного зростання, підвищення ефективності бюджетних, насамперед інвестиційних видатків; розподіл державного бюджету на поточний та бюджет розвитку, що дозволить підвищити ефективність капітальних видатків;
- запровадження системи збалансованих автономних фондів системи державних фінансів на основі законодавчого закріплення принципу збалансованості позабюджетних фондів та квазіпублічних структур;

- продовження процесу бюджетної децентралізації через надання місцевим органам влади відповідальності та повноважень, які зобов'язуватимуть їх ефективно витратити бюджетні кошти;
- орієнтація соціальної політики на страхові засади фінансування та запровадження механізмів стримування динаміки видатків соціального спрямування через автоматизацію процесу розрахунку соціальних стандартів і мінімізацію суб'єктивного впливу на цей процес;
- оптимізація управління державним боргом шляхом встановлення та закріплення на законодавчому рівні граничних та оптимальних параметрів формування боргового навантаження для держави (чіткі вимоги до припустимого розміру дефіциту бюджету, а також обмежень щодо вартості, терміну та валюти залучених ресурсів);
- оновлений курсовий режим, що забезпечить достатню гнучкість валютного курсу для забезпечення балансу між стимулюючим ефектом девальвації та стабілізуючим ефектом ревальвації. Для послаблення суперечностей в системі заходів щодо підтримання одночасно внутрішньої (цінової) та зовнішньої (курсної) стабільності доцільно розширити сферу використання реального курсу гривні як операційного орієнтира грошово-кредитної політики НБУ;
- розвиток системи макропруденційного нагляду на основі ефективного ризик-менеджменту, спрямованого на мінімізацію макроекономічних ризиків шляхом вдосконалення системи моніторингу і попередження системних ризиків за недопущення суттєвого зростання регулятивних витрат;
- збалансованість платіжного балансу, оскільки негативне сальдо поточного рахунку виступає одним з головних рушійних сил формування кризового потенціалу (валютної, банківської, боргової або системної фінансової);
- підвищення доходів, заробітної плати на основі зростання продуктивності праці.

Крім зміцнення національної фінансової системи *стратегічними напрямками забезпечення довгострокової фінансової стабільності має стати:*

- реалізація ефективної макроекономічної політики і підвищення рівня координованості заходів макропруденційного нагляду України із відповідними заходами зарубіжних країн з метою забезпечення збалансованості потоків капіталу через кордони України;
- формування макропруденційного механізму аналізу, контролю і моніторингу фінансової стабільності, що дозволить завчасно виявляти фактори і сектори вразливості фінансової системи; канали зв'язку між ними, приймати і реалізовувати превентивні рішення та заходи; відновлювати стабільність системи на разі розгортання кризових тенденцій;
- посилення ринкової дисципліни шляхом ужорсточення контролю за діяльністю великих фінансових установ та системними ризиками;
- підвищення прозорості функціонування фінансової системи на основі розробки і подальшого вдосконалення сукупності індикаторів фінансової стабільності;
- формування правил корегування сукупності макрофінансових інструментів та порядку їх застосування на основі врахування зворотного зв'язку та можливих втрат, пов'язаних з реагуванням учасників ринку на заходи державної політики та пристосуванням до нових правил.

в) Інструменти забезпечення фінансової стабільності

Виправлення неефективності та вразливості фінансової системи, руйнація якої слугувала катализатором поширення негативних тенденцій в реальному секторі економіки, вимагає підвищення ефективності фінансових регуляторів.

Криза суттєво розширила перелік інструментів забезпечення фінансової стабільності за рахунок використання інструментів антикризової дії, серед яких слід назвати:

- рекапіталізацію банківської системи;
- прямі кредити підприємствам, викуп їх боргів;
- надання державних гарантій по кредитах не фінансовому сектору,
- субсидування процентних ставок;

- податкові послаблення, пряме державне фінансування стратегічно важливих підприємств, які постраждали від кризи.

Антикризові інструменти мають підвищену потужність дії щодо стимулювання ділової активності, а тому період їх застосування обмежений в часі. **Довгострокова фінансова стабільність, що базується на раціональному розміщенні та ефективному використанні фінансових ресурсів, врівноваженості платіжного балансу** потребує застосування модернізаційних заходів за наступними напрямками.

I. Зміцнення базисних засад забезпечення фінансової стабільності в частині реалізації підприємницького потенціалу нації як головного інституційного ресурсу розвитку ринкової економіки на підґрунті завершення інституційних реформ з метою кардинального покращання підприємницького клімату, що стимулюватиме економічне зростання і залучення внутрішніх та зовнішніх інвестицій. Ключовими пріоритетами реформування мають стати:

- забезпечення захисту та реалізації прав власності;
- забезпечення розвитку конкурентного середовища;
- удосконалення інституційних та організаційно-економічних засад функціонування внутрішнього ринку;
- забезпечення дотримання правил конкуренції, дерегуляція та скасування недієвих та обтяжливих дозвільних процедур, процедур припинення господарської діяльності, а також нагляду і контролю, а саме:
 - полегшення процесу створення та ліквідації суб'єктів підприємницької діяльності (зокрема підприємств), враховуючи рекомендації Світового банку та Європейської Комісії, зокрема щодо використання механізму «єдиного вікна» для реєстрації новостворених підприємств, організації Інтернет-реєстрації, введення правила «мовчання – знак згоди» й утримання на низькому рівні адміністративних витрат, пов'язаних із реєстрацією;
 - спрощення процедур, що регулюють функціонування вже діючих суб'єктів підприємницької діяльності, зокрема подальше скорочення кількості необхідних дозволів і ліцензій, збільшення термінів їх дії, поліпшення координації між різними наглядовими установами та зменшення загальної кількості перевірок.

Спроможність держави не лише формулювати, але й гарантувати єдині «правила гри» на ринку для всіх суб'єктів господарювання, ефективно реалізовувати антимонопольну політику є основою інвестиційної привабливості економіки, головним чинником її стійкого розвитку.

Глобальне загострення енергетичної, фінансової і продовольчої криз **засвідчують принципово важливу роль прискорення економічних перетворень у сільськогосподарському секторі**. Значущість сільгоспвиробництва як одного із сучасних структурних пріоритетів визначається не лише значним природно-ресурсним й трудовим потенціалом та соціальною вагою цього сектору в Україні, але й необхідністю скористатися позитивними довгостроковими трендами збільшення попиту на сільгосппродукцію на світовому ринку. Реформування аграрного сектору України на підґрунті інтенсифікації використання його природно-ресурсного та людського потенціалу є важливим напрямом загальної інтеграції суспільства, зниження рівнів майнового розшарування та міжрегіональних диспропорцій.

Налагодження цілеспрямованих та ефективних інвестиційних процесів. У зв'язку із загостренням конкурентної боротьби за фінансові ресурси у післякризовий період вітчизняна економіка потребує концентрації інвестиційних ресурсів на стратегічно важливих напрямках у спосіб:

- посилення цілеспрямованості інвестиційної політики, яка сприятиме активізації процесів генерування інвестиційних ресурсів в Україні, раціональному їх використанню;
- вдосконалення інституційного забезпечення інвестиційного кредитування шляхом створення й розвитку спеціалізованих інвестиційних кредитно-фінансових установ; формування бюджету розвитку;
- сприяння розвитку внутрішнього ринку боргового фінансування, насамперед, ринку акцій і «довгих» ресурсів, що має супроводжуватися створенням податкових та інших стимулів для інвесторів вкладати кошти на тривалі терміни, а також інвестувати у пріоритетні галузі економіки;

- створення умов для інвестиційної активності фізичних осіб шляхом розвитку системи колективного інвестування, впровадження фінансових інструментів для індивідуальних інвесторів, інтенсифікації пенсійної та страхової реформи;
- активізації розбудови інфраструктури і механізмів переливу капіталів поміж сегментами фінансового ринку, що підвищить еластичність реагування суб'єктів господарювання на заходи фінансової політики, посилить зв'язок між реальним і фінансовим секторами економіки;
- розширення та «подовження» внутрішньої ресурсної бази через використання фінансового потенціалу (коштів накопичувальної пенсійної системи; нагромаджених населенням коштів поза банківською системою; коштів державних фондів; надлишкових вкладень в іноземні активи фінансових і нефінансових корпорацій), а також шляхом капіталізації нефінансових активів (модернізації заставного законодавства, оформлення прав на природні, виробничі, інтелектуальні ресурси та ноу-хау, інші нематеріальні активи і залучення їх у фінансовий оборот тощо).

II. Вдосконалення системи макропруденційного регулювання у напрямі:

- підвищення збалансованості структури фінансової системи шляхом формування змішаної системи, де поряд із банківським сектором важливу роль відіграє і фондовий ринок, на основі синхронного розвитку всіх її секторів – банківського, страхового, фондового, інвестиційного;
- інституційної модернізації фінансового сектора, спрямованої на розширення кількості його учасників, насамперед, введення в дію інститутів розвитку, інвестиційних компаній, страхових і пенсійних фондів, підвищення їх спроможності управляти ризиками;
- поєднання реальної незалежності НБУ із посиленням його відповідальності та прозорості процесу прийняття рішень, забезпечення координованості дій органів монетарної і фіскальної влади;
- синхронізації регулювання банків і інших секторів фінансового ринку на основі обміну інформацією між їх регуляторами;
- вдосконалення пруденційного нагляду за станом фінансового ринку і його учасниками, за діяльністю великих «системних установ» шляхом підвищення рівня координації регулюючих заходів із важелями монетарної, фіскальної, структурної політик;
- підвищення рівня комунікаційної політики держави щодо змісту, напрямів й очікуваних наслідків заходів реформування.

III. Стабілізація грошово-кредитної сфери через:

- проведення виваженої монетарної політики, спрямованої на підвищення рівня монетизації та насиченості економіки кредитами, адекватно до грошового попиту з боку реального сектора економіки;
- посилення антициклічного характеру процентної політики та дієвості її важелів на основі дії «процентного коридору»;
- цілеспрямоване зниження вартості фінансових ресурсів: тимчасове розширення сфери субсидування процентних ставок має змінитися поступовою відмовою від такої практики, та реалізацією комплексу заходів по зниженню немонетарної інфляції, яка підтримує їх завищений рівень;
- вдосконалення структури емісійного механізму у напрямі посилення ролі каналу рефінансування та розвитку механізмів раціонального розміщення та ефективного використання фінансових ресурсів.

IV. Забезпечення стійких низьких темпів інфляції шляхом комплексного і системного застосування інструментів грошово-кредитної, податкової, конкурентної, структурної політик, а саме:

- подальшого зниження відсотку як складової витрат на виробництво продукції;
- тимчасового розширення сфери адміністративних цін та встановлення лімітних цін по ключовим групам товарів і послуг із високою рентабельністю;
- використання практики держзамовлення по низьким лімітним цінам з метою впливу на ринкову кон'юнктуру;

- стимулювання подовження термінів укладання контрактів і зниження регулятивних витрат як вагомій частини монополю високих цін;
- підвищення ефективності дій Антимонопольного комітету щодо регулювання діяльності природних монополій;
- реалізація прозорої і контрольованої тарифної політики;
- недопущення монетизації дефіциту бюджету та профіциту платіжного балансу шляхом вдосконалення структури емісійного механізму;
- розгляд можливості оперативного управління імпортом як засобом швидкого зниження цін.

V. Стійкість банківської системи на основі підвищення рівня капіталізації, ліквідності й якості активів банків, що передбачає:

- продовження процесу ліквідації слабких банків і консолідації банківської системи; впровадження автоматичних регуляторів капіталізації фінансових установ, зокрема коригування нормативу адекватності капіталу залежно від фази бізнес-циклу;
- забезпечення реального функціонування системи фінансових інститутів розвитку (насамперед Державного банку реконструкції і розвитку); фінансових установ і організацій, що обслуговують експортні операції і сільське господарство, здійснюють мікрофінансування; створення компенсаційних фондів та інвестиційних банків, що забезпечують швидке розширення інвестиційного сегменту фінансового ринку;
- формування системи економічних стимулів до активізації кредитування в рамках реалізації програм фінансово-кредитної підтримки пріоритетних галузей і підприємств, пов'язаних з імпортозаміщенням, та сегментів внутрішнього кінцевого попиту, які спроможні пожвавити внутрішнє виробництво по ланцюгу попиту-пропозиції. Такі заходи не повинні деформувати ринкові механізми фінансової системи, але бути прив'язаними до планів реструктуризації виробництва і фінансових потреб його модернізації;
- «подовження», диверсифікацію і підвищення стабільності внутрішньої ресурсної бази банків, у тому числі, за рахунок використання потенціалу накопичених коштів домогосподарств, розвитку системи рефінансування комерційних банків, розробки і впровадження державних депозитно-кредитних схем, налагодження партнерства держави з великими банками з розгалуженою мережею;
- налагодження консультацій НБУ з комерційними банками щодо вдосконалення механізмів спрямування їх ресурсів на кредитування економіки на основі запровадження фідучіарної відповідальності – банки мають отримувати рефінансування за умови спрямування певної частини коштів на пріоритетні цілі економічного розвитку, визначені урядом;
- раціоналізація інституційного розподілу коротко- та довготермінових ризиків (Наприклад, в Китаї є чотири стратегічних банки, які фінансують довгострокові масштабні проекти, що не приносять прибутку у короткостроковій перспективі. Відповідно недержавні комерційні банки не можуть списувати збитки, посилаючись на зобов'язання фінансувати довгострокові проекти);
- перегляд принципів регулювання присутності іноземного капіталу в банках України для спрямування коштів іноземних інвесторів в пріоритетні сфери економіки України;
- моніторинг змін регуляторних правил, які будуть прийняті Базельським та Європейським комітетами з питань банківського нагляду щодо оцінки ризиків та підвищення вимог до достатності капіталу, оцінка їх відповідності потребам розвитку банківського сектору в Україні та внесення відповідних змін в регуляторні акти НБУ;
- перехід до агрегованого регулювання і пруденційного нагляду за банківською системою, вдосконалення інструментів управління ризиками і проведення складних фінансових операцій;
- підвищення прозорості банківської діяльності (розвиток кредитних бюро, рейтингових агенцій).

VI. Валютна стабільність:

- відмова від використання штучної прив'язки гривні до долара США як антиінфляційного заходу і перехід до формування гнучкої динаміки валютного курсу, виходячи з завдань економічного розвитку на середньо і довгострокову перспективу;
- посилення передбачуваності курсової динаміки шляхом: 1) згладжування суттєвих курсових стрибків в рамках похилого курсового коридору за уточнення параметрів «суттєвих змін» валютного курсу; 2) поступового розширення коридору гнучкості гривні на основі формалізації правил такого розширення;
- підвищення прозорості процесу курсоутворення шляхом запровадження порядку звітування НБУ про обсяги щоденних валютних інтервенцій;
- підтримання збалансованості платіжного балансу, що потребує бюджетної консолідації; створення умов для виробництва конкурентоспроможної продукції, здатної конкурувати з імпортом;
- розвиток інструментів страхування валютних ризиків;
- продовження терміну дії заборони на валютне кредитування;
- посилення економічних важелів залучення капіталів в країну (м'яких податкових пільг), та розвиток захисних механізмів, здатних забезпечити незалежність фінансового сектора і контроль за валютними і фінансовими потоками через кордони України, а саме:
 - вдосконалення методики оцінки виводу капіталів за межі країни;
 - розгляд можливості запровадження податку на міжнародні спекулятивні трансакції («податку Тобіна») у формі високого (до 15 %) оподаткування капіталу, що виводиться з країни менш ніж через рік після його введення.

VII. Збалансований розвиток фондового ринку України на основі:

- збільшення рівня ліквідності за рахунок залучення до торгів приватних інвесторів та розвитку інтернет-трейдингу шляхом спрощення податкової звітності по біржових угодах, полегшення оподаткування фізичних осіб по угодах із цінними паперами і похідними фінансовими інструментами;
- виділення клірингу в самостійний вид професійної діяльності;
- забезпечення регулювання торгівлі цінними паперами з використанням інсайдерської інформації, введення адміністративної та кримінальної відповідальності за порушення вимог регулювання в частині торгівлі з використанням інсайдерської інформації; забезпечення захисту прав міноритарних акціонерів; реалізація комплексу заходів з боротьби в напрямку маніпулювання ціновою інформацією; виважена та поступова лібералізація валютного регулювання в частині операцій з іноземними цінними паперами та валютними операціями для придбання іноземних цінних паперів⁴⁴;
- розвитку ринку похідних фінансових інструментів;
- оновлення правил системи взаємовідносин інвестор – професійний учасник – регулятор на основі посилення захисту прав інвестора;
- розвиток інфраструктури фондового ринку за рахунок технологічної консолідації біржового ринку та створення центрального депозитарію.

VIII. Бюджетна консолідація та формування сприятливого фіскального простору для бізнесу, ефективної та децентралізованої системи державних видатків та фінансово потужного уряду. Цьому має сприяти нова архітектура фіскального сектору, інституціалізована в рамках Податкового кодексу та нової редакції Бюджетного кодексу України, яка має набути конкретного вияву у практиках фіскальних органів, місцевого самоврядування, платників податків. Для стабілізації бюджетно-податкової сфери першочерговими мають стати такі заходи:

- підвищення ефективності стягнення наявної, але не реалізованої бази оподаткування. Головними її складовими є податковий кредит, податковий борг та тіньові операції, які звужують базу оподаткування. В цьому контексті, доречним бачиться затвердження урядом комплексу технічних заходів щодо боротьби з нарощуванням податкової заборгованості в державному секторі, а також активне застосування

⁴⁴ Украинский фондовый рынок. Стратегия развития на 2010-2015 годы / Антирейдерський союз підприємців України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://antiraiders.ua/ucp_mod_420.html

- нового інструментарію для підвищення податкової дисципліни в приватному секторі, який надає Податковий кодекс;
- підвищення ставок єдиного податку для фізичних осіб – суб'єктів підприємницької діяльності, оскільки Податковий кодекс не зняв цю проблему⁴⁵;
 - встановлення та закріплення на законодавчому рівні граничних та оптимальних параметрів формування боргового тягаря для держави. Йдеться не лише про чіткі вимоги до припустимого розміру дефіциту бюджету, але також про обмеження вартості, терміну та валюти залучених ресурсів;
 - чітке визначення цілей та напрямів використання запозичених ресурсів. Оскільки боргові кошти мають власну вартість, раціональним є їх спрямування в інвестиційні проекти, доходи від яких дозволять уряду не лише повернути борг, а й покрити витрати на його обслуговування;
 - обмеження активності уряду на внутрішньому фінансовому ринку, що стримує перетік вільної ліквідності в реальний сектор економіки. Бюджет та реальний сектор економіки не повинні бути конкурентами за кредитні ресурси;
 - законодавче закріплення спрямування вільного залишку бюджетних коштів бюджетного періоду (за вирахуванням оборотної готівки) на погашення боргових зобов'язань уряду. Закон України «Про державний бюджет» містить деструктивну норму, яка вимагає від уряду в разі отримання позапланових надходжень переглянути розмір соціальних стандартів, що суперечить новому Податковому кодексу, який вимагає спрямування їх на фінансування інвестиційних програм. Реалізація вказаної пропозиції дозволить оздоровити фінансову систему країни та зекономити кошти на обслуговування боргів;
 - перегляд програм, які фінансуються з Державного бюджету, оцінка їх ефективності, доцільності та результатів визначення вичерпного переліку пріоритетних програм, які фінансуються державним коштом;
 - підвищення ефективності податкової системи шляхом зменшення фіскальних втрат, зокрема скорочення податкового боргу та тіньових операцій, які звужують базу оподаткування. Це дозволить збільшити доходи бюджету без посилення фіскального тиску на економіку;
 - формування правового поля для функціонування нового інституту інвестиційних програм та проектів: новий Бюджетний кодекс містить лише його визначення та базові принципи, а складові інвестиційних програм та вимоги до них мають бути детально визначені на рівні постанови уряду;
 - затвердження порядку надання місцевих гарантій, спрямованого на запобігання ризикам зловживання такою можливістю та непродуктивного зростання боргових зобов'язань місцевих бюджетів;
 - розробка порядку та алгоритму середньострокового бюджетного планування для розпорядників бюджетних коштів. В контексті середньострокового планування уряд має розробити окремі детальні інструкції. В іншому випадку середньострокове планування може перетворитися на формальність.

Таким чином, підвищення ефективності бюджетних видатків має відбуватися на основі активного застосування програмно-цільового методу та досягнення дієвості середньострокового бюджетного планування. Провідним завданням уряду має стати випереджаюче нарощування державних інвестицій, що стане важливим сигналом щодо покращення ділової активності в державі та потужним імпульсом для економічного зростання. Обов'язковою умовою нарощування державного інвестування є удосконалення механізмів розподілу інвестиційних коштів та контролю за їх використанням. Це потребує перегляду інституційної основи видатків розвитку та приведення динаміки видатків соціального спрямування у відповідність з темпами економічного зростання.

IX. Усунення зовнішньої розбалансованості шляхом послаблення фінансової залежності від кон'юнктури світових ринків капіталу України та оптимізації її участі у світовій торгівлі. Вирішення цього завдання вимагає:

⁴⁵ Ставка єдиного податку коливається сьогодні в межах 20-200 грн і не переглядалася протягом останніх 8 років (за винятком збільшення верхньої межі з 180 до 200 грн).

- проведення активної фінансової політики, спрямованої на зростання фінансової глибини економіки і посилення ролі внутрішнього грошового попиту, послаблення зовнішнього боргового навантаження і залежності від спекулятивних грошей нерезидентів, нормалізації ціни грошей через стабілізацію темпів інфляції й контроль за рівнем волатильності фінансових активів;
- розробки нової моделі відносин з іноземними інвесторами на основі підтримання балансу національних та іноземних інтересів з метою максимального розширення джерел надходження фінансових ресурсів із врахуванням прийнятності механізмів обслуговування відповідних зобов'язань;
- створення системи регулювання потоків капіталу, спроможної запобігти загрозі переходу стратегічно важливих активів у власність нерезидентів та спрямувати ресурси іноземних інвесторів до стратегічно важливих секторів вітчизняної економіки;
- збалансування стану платіжного балансу з урахуванням змін у світовому поділі праці, ймовірності посилення протекціонізму в зовнішній торгівлі та зменшення інвестиційної активності;
- підтримки діяльності експортерів у спосіб розвитку експортного кредитування та страхування, спрощення механізмів відшкодування ПДВ, надання методичної, інформаційної та правової підтримки, використання інструментів міжнародної економічної інтеграції тощо;
- дієвого регулювання імпорту до України шляхом удосконалення чинних та запровадження нових механізмів захисту внутрішнього ринку з урахуванням світової практики;
- формування системи розкриття інформації за міжнародними стандартами звітності на основі реалізації програм інформаційного обміну і координації дій з зарубіжними фінансовим регуляторами.

Ключовим принципом вибору та реалізації заходів щодо забезпечення фінансової стабільності є балансування між захистом фінансової системи та наданням учасникам фінансового ринку можливості проводити ризиковані операції. Надмірна обережність та жорсткість регулювання спроможна підірвати основи економічного відновлення. Держава має обрати, яке співвідношення тих або інших заходів найкраще сприятиме її розвитку та підвищенню суспільного добробуту.

ЗМІСТ

<u>ВСТУП</u>	3
<u>1. ФОРМУВАННЯ ПІДРУНТЯ ДЛЯ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ В УКРАЇНІ</u>	4
а) Відновлення позитивної економічної динаміки у 2010 р.....	4
б) Монетарна стабілізація.....	7
в) Стан бюджетно-податкової сфери.....	13
г) Регуляторні реформи 2010 року.....	15
<u>2. ЗАГРОЗИ ФІНАНСОВІЙ СТАБІЛЬНОСТІ В УМОВАХ ПОСТКРИЗОВОЇ ЕКОНОМІКИ</u>	17
а) Невизначеність трендів розвитку світової економіки.....	18
б) Системні дисбаланси вітчизняної економічної системи.....	20
в) Нерівновага монетарної та фіскальної сфер.....	21
<u>3. МОДЕРНІЗАЦІЯ ФІНАНСОВОЇ ТА ЕКОНОМІЧНОЇ СИСТЕМ УКРАЇНИ ЯК УМОВА ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ДОВГОСТРОКОВОЇ ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ</u>	27
а) Особливості забезпечення фінансової стабільності у посткризовий період.....	27
б) Стратегічні завдання фінансової стабілізації.....	30
в) Інструменти забезпечення фінансової стабільності.....	31
<u>ЗМІСТ</u>	38