

*Аналітична записка  
Серія «Економіка», № 3, 2019*

## **ВНУТРІШНІ ЧИННИКИ ВРАЗЛИВОСТІ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ УКРАЇНИ ТА ПРІОРИТЕТНІ ЗАХОДИ ЩОДО ЇХ ПОДОЛАННЯ**

Л. Г. Шемаєва, д. е. н., професор, завідувач відділу  
фінансової політики  
Національного інституту стратегічних досліджень

*В аналітичній записці розглянуто основні внутрішні чинники вразливості фінансової сфери України. Запропоновано шляхи підвищення стабільності фінансової системи України, які спрямовані на подолання/попередження розгортанню ризиків.*

В умовах загострення зовнішніх ризиків у 2019 р., пов'язаних із можливим посиленням військової агресії проти України, торговельними війнами, уповільненням світової економіки, послабленням інтересу інвесторів до країн, що розвиваються та впливом капіталу з цих країн, особливого значення набуває завдання визначення чинників вразливості фінансової системи та обґрунтування рекомендацій відповідним органам державної влади стосовно того, як протидіяти ризикам та сприяти підвищенню стабільності фінансової системи. Оскільки дія таких чинників провокує вразливість у проведенні регулюючої політики та підвищує рівень системної волатильності у вітчизняній економіці, знижуючи тим самим можливості забезпечення фінансової стабільності України.

*При цьому під фінансовою вразливістю розуміється стан фінансової системи країни, за якого вона не може належним чином виконувати основні функції (фінансове посередництво та здійснення платежів) та протистояти кризовим явищам. Фінансова система може вважатися вразливою, зокрема, якщо: вона неефективно перерозподіляє ресурси від власників заощаджень до інвесторів; фінансові ризики оцінюються фрагментарно та управляються без врахування ризиків в інших елементах економічної системи країни; фінансова система нездатна абсорбувати шоки без значних негативних наслідків для її функціонування тощо<sup>1</sup>.*

Дослідження питань фінансової стабільності/вразливості країни протягом останнього десятиліття стало одним з ключових завдань більшості центральних банків світу. Закон України «Про Національний банк України» також визначає сприяння фінансовій стабільності як одну із основних функцій Національного банку, який здійснює розбудову системи забезпечення фінансової стабільності із урахуванням зарубіжного досвіду спільно з Міністерством фінансів України, НКЦПФР, Нацкомфінпослуг та

<sup>1</sup> Визначення фінансової вразливості сформульовано на основі [\[https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=32278664&cat\\_id=32278660\]](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=32278664&cat_id=32278660)

ФГВФО. Указом Президента України в березні 2015 р. було створено міжвідомчу Раду з фінансової стабільності високого рівня за участю керівників ключових регуляторів фінансового ринку. НБУ один раз на півроку оприлюднює Звіт про фінансову стабільність на основі розрахунку Індексу фінансового стресу (ІФС)<sup>2</sup> та інших індикаторів фінансової стабільності, при цьому основну увагу приділяє оцінці стабільності банківського сектору<sup>3</sup>.

Важливими складовими фінансової системи України є сфери державних фінансів та фінансових посередників, які забезпечують здійснення фінансової політики, підтримують розвиток ключових секторів економіки, допомагають узгодженню інтересів членів суспільства та розв'язанню соціальних проблем. Саме внутрішня розбалансованість вітчизняної сфери державних фінансів та функціональна слабкість сфери фінансових посередників провокують фінансову нестабільність в Україні. Упродовж минулих років було впроваджено низку реформ у цих сферах, які потребують логічного продовження.

Для обґрунтування напрямів підвищення фінансової стабільності здійснено аналіз основних показників, що характеризують фінансовий стан державних фінансів та банківської сфери, дають уявлення про макроекономічні умови та стан ринків, на яких здійснюють свою діяльність фінансові установи. Основними ризиками, що провокують вразливість фінансової системи України у 2019 р.і, визначено:

**- ризик невиконання Державного бюджету у 2019 р.** Дефіцит Державного бюджету України щодо ВВП протягом 2014-2018 рр. коливався від -4,9 % ВВП у 2014 р. до -1,7 % у 2018 р., на 2019 р. запланований на рівні -2,3 % ВВП. За 5 місяців поточного року, за оперативними даними Державної

<sup>2</sup> Методику розрахунку ІФС подано у Звіті про фінансову стабільність за грудень 2016 р. – [Електронний ресурс].- Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=40819104>

<sup>3</sup> Звіт про фінансову стабільність за червень 2019р. [Електронний ресурс].- Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=96887766>

Казначейської Служби України, податкові та митні органи недовиконали план надходжень до бюджету на 28,2 млрд грн. Приріст надходжень від податкових органів становив лише 4,8 % р/р (проти передбаченого планом зростання на 13,8 %), а митні органи збільшили перерахування на 2,2 % р/р (замість планових +12,8 %). Такі низькі темпи спричинені зростанням відшкодування ПДВ на 28,0 % р/р, зміцненням обмінного курсу гривні та зниженням світових цін на ключові позиції імпорту. Недоотримання податків було тимчасово компенсовано за рахунок запозичень, а також завдяки Національному банку України, який із випередженням графіку перерахував до бюджету 64,9 млрд грн (з яких понадпланові перерахування становили 17,3 млрд грн). Проте якщо нинішня негативна динаміка бюджетних доходів збережеться, може виникнути потреба секвестру бюджету, адже значні короткострокові потреби в погашенні й обслуговуванні боргу обмежуватимуть можливості уряду у фінансуванні дефіциту бюджету.

Хронічне недоотримання коштів від приватизації порівняно з планом продажу державного майна щороку обумовлює необхідність покриття дефіциту бюджету шляхом збільшення обсягів запозичень. У 2015 р. із запланованих 17,0 млрд грн від приватизації до бюджету надійшло 151,5 млн грн (0,9 % від плану); у 2016 р. – із 17,1 млрд грн сума надходжень склала 188,9 млн грн (1,1 % від плану); у 2017 р. із запланованих 17,1 млрд грн отримано 3,4 млрд грн (19,9 % від плану), що склало найкращий результат; у 2018 р. із планових 18,8 млрд грн – 0,3 млрд грн (1,6 % від плану). У 2019 р. Законом України «Про Державний бюджет України на 2019 рік» у структурі джерел фінансування дефіциту бюджету передбачено надходження коштів від приватизації державного майна в сумі 17,1 млрд грн, проте ймовірність виконання закладених показників є низькою. Відтак, це знову призведе до необхідності оперативного заміщення вказаного обсягу коштів додатковими запозиченнями, а отже – зростання обсягу державного боргу та його частки у ВВП;

**- боргова сфера України залишається найуразливішою ланкою фінансової системи держави** внаслідок:

*суттєвого збільшення обсягів державного та гарантованого державою боргу*, показник якого на кінець 2018 р. склав 2168,4 млрд грн, або еквівалент 78,3 млрд дол. США, а станом на 30.04.2019 р. – 2124,8 млрд грн, або 79,8 млрд дол. США;

*високого рівня боргового навантаження*, показник якого у 2015 р. склав 89,1 % ВВП, у 2016 р. – 81,0 % ВВП; у 2017 р. – 71,8 % ВВП зі зниженням на кінець 2018 р. до 60,9 % ВВП, що перевищує передбачені чинним українським законодавством граничні межі боргових показників, що формує ризики фінансовій стабільності держави;

*перевищення критичного рівня валютної складової в структурі боргу* (на кінець квітня 2019 р. його частка, номінована в іноземній валюті, становила 68 %). За критеріями МВФ такий рівень є високоризиковим: в умовах девальвації зростає вартість обслуговування боргу в гривневому еквіваленті, що потребує пошуку додаткових фінансових ресурсів. Отже, високий рівень доларизації державного боргу – це суттєвий ризик і для державних фінансів, і для фінансової стабільності загалом;

*надмірного боргового тиску на державний бюджет*: сумарні платежі (згідно графіку за діючими угодами станом на 01.05.2019 р.) впродовж 2019 р. складуть 478,2 млрд грн, у т. ч. виплати з погашення державного боргу – 355,1 млрд грн; виплати на його обслуговування – 123,1 млрд грн;

*значних ризиків для рефінансування боргу та зовнішньої ліквідності*, що посилюються періодом пікових виплат за зовнішнім боргом в умовах обмеженості фінансових ресурсів та невизначеності перспектив кредитування з боку МФО.

На особливу увагу заслуговує *необхідність погашення й обслуговування валютної частки державного боргу в 2019-2020 рр.* На поточний та наступний роки припадають пікові обсяги виплат з погашення та

обслуговування державного боргу – 206,0 млрд грн у II півріччі 2019 р. та 335,8 млрд грн у 2020 р.<sup>4</sup> Відсутність нових зовнішніх запозичень у достатніх обсягах призведе до ризику зниження міжнародних резервів.

**Довідково.** Починаючи з березня 2015 р. обсяги міжнародних резервів поступово зростали й на початок липня 2019 р. становили 20,6 млрд дол. США. За поточним прогнозом Національного банку України, у 2019-2021 рр. вони перебуватимуть, переважно, у діапазоні 21-22 млрд дол. США у разі збереження підтримки України міжнародними фінансовими організаціями, збереження доступу до міжнародних ринків капіталу та інтересу іноземних інвесторів до купівлі гривневих ОВДП<sup>5</sup>.

При цьому місткість внутрішнього українського боргового ринку (як гривневого, так і валютного сегментів) не дає змоги повністю профінансувати дефіцит виключно за допомогою внутрішніх джерел.

**Довідково.** За 2018 р. у структурі залучених коштів на внутрішньому ринку загальним обсягом 174,2 млрд частка розміщених гривневих ОВДП склала 37,3 %, або 64,9 млрд грн; 53,7 %, або 93,5 млрд грн – ОВДП, номіновані у дол. США; 9,1 %, або 15,8 млрд грн – ОВДП, номіновані в євро<sup>6</sup>. Висока частка валютних ОВДП збільшує ризики дестабілізації валютного ринку.

Для підсилення інтересу нерезидентів до українського ринку Національний банк України Постановою Правління від 13 червня 2019 року №77 дозволив банкам з 14 червня 2019 р. надавати іноземним компаніям та банкам гривневі кредити для придбання облігацій внутрішньої державної позики.

Крім того, 13.03.2019 р. міжнародний депозитарій цінних паперів Clearstream та Національний банк України підписали угоду про кореспондентські відносини для подальшого відкриття рахунку у цінних паперах у депозитарії НБУ. Встановлення лінку з Clearstream спрощує

<sup>4</sup> <https://www.minfin.gov.ua/news/view/osnovni-pokaznyky?category=borg&subcategory=osnovni-pokaznyky>

<sup>5</sup> Звіт про фінансову стабільність за червень 2019р. [Електронний ресурс].- Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=96887766>

<sup>6</sup>Звіт про виконання Державного бюджету України за 2018 р.[Електронний ресурс]. – Режим доступу:<https://www.minfin.gov.ua/news/view/minfin-prozvituvav-pro-vykonannia-zakonu-ukrainy-pro-derzhavnyi-biudzhет-ukrainy-na--rik?category=bjudzhет>

доступ іноземних інвесторів до українського ринку цінних паперів, у т.ч. ОВДП. Розрахунки за гривневими ОВДП здійснюватимуться через систему ICSD, що зменшить транзакційні і часові витрати інвесторів на проведення таких операцій. Водночас підписання договору з Clearstream підвищить привабливість та ліквідність ринку державних цінних паперів України. Уряд отримає переваги від розширення кола джерел довгострокового фінансування, зниження вартості боргових коштів і покращення валютної структури державного боргу за рахунок більшого попиту на цінні папери, номіновані у гривні.

**Довідково.** Обсяги продажу гривневих ОВДП нерезидентам в останні місяці зростають, що дає змогу поліпшити валютну структуру державного боргу. За даними НБУ, станом на 25.06.2019 р. обсяг гривневих ОВДП у власності нерезидентів становив 50,0 млрд грн проти 6,1 млрд грн станом на 01.01.2019 р.<sup>7</sup>

Проте це не усуває потребу додаткового залучення валютних коштів на зовнішніх ринках, при тому, що на сьогодні вартість залучення зовнішніх та внутрішніх позик в Україні є однією з найвищих у світі, а дохідність суверенних єврооблігацій у доларах США на початок червня 2019 р. становила 7-9 % залежно від терміну погашення.<sup>5</sup>

Крім того, у 2018 р. відбулося різке збільшення частки *короткострокових* ОВДП, які розміщувалися для фінансування дефіциту державного бюджету. Так, обсяги гривневих ОВДП (з середнім терміном обігу в 341 день) зросли до 60,4 млрд грн (проти 11,3 млрд грн у 2017 р. та 5,5 млрд грн у 2016 р. відповідно). Загальний обсяг розміщених валютних ОВДП, номінованих у дол. США (з середнім терміном обігу в 386 днів) та ОВДП, номінованих в євро (середній термін обігу 357 днів) у 2018 р. склав еквівалент близько 4,1 млрд дол. США (проти 1,9 млрд дол. США у 2017 р. та 3,2 млрд дол. США в 2016 р.).

<sup>7</sup> Грошово-кредитна та фінансова статистика. Фондовий ринок. ОВДП, які знаходяться в обігу, за сумою основного боргу, щодня [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=27843415&cat\\_id=44578#1](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=27843415&cat_id=44578#1)

*Борговий тиск на бюджет змушує вдаватися до нових запозичень, для заохочення кредиторів державі доводиться пропонувати підвищену дохідність та номінувати цінні папери у валюті. Упродовж 2018 р. за всіма видами внутрішніх боргових інструментів відмічалось зростання відсоткових ставок, дохідність на кінець року за гривневими ОВДП склала 18,5-20,5 % (проти 15-17 % на початку року та 17,25-19 % восени); за ОВДП, номінованими в дол. США, дохідність зросла до 5,95-7,5 % (проти 5,3-5,4 % на початку року); відсоткова ставка за ОВДП, номінованими в євро – 4,6 % річних (проти 4,0 % у 1-му кварталі 2018 р.).<sup>8</sup>*

Вилучення фінансового ресурсу на забезпечення боргових виплат послаблює спроможність держави до фінансування розвитку національної економіки та людського капіталу, забезпечення гідних соціальних стандартів населення, розбудови інфраструктури, посилення обороноздатності держави тощо. Високий рівень боргового навантаження також є відчутним чинником послаблення конкурентоспроможності національної економіки та гальмування економічного розвитку внаслідок високих показників ризиків у міжнародних рейтингах України як країни-позичальника, що стримують інвесторів від заведення валюти в країну та підвищують вартість запозичень. *Державні запозичення в Україні поступово почали втрачати ключову економічну суть – бути інвестиційним ресурсом та стимулятором економічного зростання, а стали джерелом рефінансування попередніх боргів та чинником валютних ризиків.*

***Аналізуючи показники стану та розвитку банківської сфери фінансових посередників, слід відзначити наступні ризики у банківській сфері для фінансової стабільності країни:***

*- зменшення частки активів банків щодо ВВП. За 2015-2018 рр. в Україні відбулося різке зменшення ролі банків в економіці (від 84,1 % на*

<sup>8</sup>Випуск державних цінних паперів у 2018 році [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://feao.org.ua/products/tsinni-papery2018/>



початок 2015 р. до 38,2 % у 2018 р.), зараз її частка щодо ВВП суттєво менша, ніж у сусідніх країнах (Польща, Росія, Білорусь)<sup>9</sup>. Стримуючими чинниками ефективного розвитку банківського сектору залишаються відсутність прогресу в захисті прав кредиторів, значні обсяги проблемної заборгованості, домінування державних банків на ринку, низькі темпи рекапіталізації банків;

*високий рівень доларизації банківських балансів, що провокує валютні ризики для банківської системи (частка валютних депозитів та кредитів банків станом на червень 2019 р. перевищує 40 % при тому, що, за оцінками НБУ<sup>8</sup>, природний рівень доларизації становить близько 20 % для подібних до української фінансових систем); значна частка непрацюючих кредитів на балансах банків (перевищує 50 %) знижує їхню прибутковість та негативно впливає на фінансову стабільність;*

*- існуючий порядок розподілу прибутку державних банків. Зокрема, у 2019 р. державні банки мають перерахувати у вигляді дивідендів до Державного бюджету України майже 90 % прибутку минулого року, попри те, що показники достатності капіталу в окремих із них близькі до мінімально допустимих значень. Водночас у 2020-2021 рр. ці банки будуть зобов'язані сформувати буфери запасу (консервації) капіталу та системної важливості. Проте, виплативши дивіденди, державні банки не зможуть сформувати ці буфери, що загрожує невиконанням вимог до достатності капіталу в майбутньому.*

## Висновки

Проведений аналіз основних показників стану фінансової системи України показав наявність ризиків, що обумовлюють її вразливість до впливу негативних чинників, зокрема, у сфері державних фінансів: проходження

<sup>9</sup>Реформа банківського сектору 2014-2018. Основні тенденції та ризики. [Електронний ресурс] – Режим доступу : [http://www.democracyhouse.com.ua/ua/category/economic\\_analysis/](http://www.democracyhouse.com.ua/ua/category/economic_analysis/)

Україною періоду пікових виплат за зовнішнім боргом, що за обмежених можливостей залучення на міжнародних ринках капіталу може призвести до скорочення обсягів міжнародних резервів; недовиконання податкових надходжень у 2019 р. на тлі уповільнення зростання ВВП в Україні та світі; високий рівень доларизації державного боргу та ОВДП, що є суттєвим ризиком і для державних фінансів, і для фінансової стабільності загалом.

Аналіз *стану та розвитку сфери фінансових посередників, зокрема банківської сфери*, засвідчив негативну тенденцію щодо зменшення частки активів банків щодо ВВП, збереження високого рівня доларизації банківських балансів, значну частку непрацюючих кредитів. Проблемою для державних банків у середньостроковій перспективі (у 2020-2021 рр.) може стати ризик невиконання вимог щодо достатності їх капіталу внаслідок існуючого порядку розподілу прибутку.

**Підвищення стійкості України у фінансовій сфері вимагає здійснення комплексу заходів, зокрема:**

**1. Для наближення та утримання боргових показників в безпечних межах, на рівні ВРУ, Міністерства фінансів України доцільно забезпечити:**

– затвердження Основних напрямів бюджетної політики на 2020-2022 рр.<sup>10</sup> із встановленими обмеженнями, зокрема, щодо боргових показників, забезпечення яких в наступних роках спрямоване на зміцнення фінансової стійкості;

– законодавче закріплення заборони у проекті закону «Про державний бюджет» на відповідний рік щодо здійснення державних запозичень понад встановлені обсяги і коригування граничного обсягу державного боргу;

– ухвалення змін до Бюджетного кодексу України в частині запровадження адаптованих до вітчизняних умов фіскальних правил «нового

<sup>10</sup>Про Основні напрями бюджетної політики на 2019-2021 роки/ проект Постанови ВР України № 8357 від 16.05 2018р.[Електронний ресурс]. – Режим доступу: [w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4\\_1?pf3511=63995](http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=63995)

покоління» за досвідом країн ЄС як чинника посилення бюджетної дисципліни та зниження боргового навантаження;

- впровадження системи раннього попередження кризових явищ, що передбачає обов'язкове проведення на регулярній основі стрес-тестування портфелю боргових інструментів держави;

- припинення практики капіталізації державних банків та суб'єктів господарювання державного сектору за рахунок боргових інструментів;

- впровадження комплексної системи оцінювання фіскальних ризиків (включаючи боргові) та методики їх оцінки, посилення контролю за ними та здійснення на цій основі заходів для їх мінімізації в межах середньострокового бюджетного планування;

- обмеження питомої ваги зобов'язань із плаваючою ставкою та короткострокової заборгованості в загальній структурі зовнішнього державного боргу;

- повноцінне відновлення співпраці з МВФ. Враховуючи великий перелік реформ, який Україні необхідно провести, та досі високу вразливість економіки до зовнішніх ризиків, доцільне започаткувати нову довготривалу програму співпраці з МВФ, ймовірно, ще до завершення поточної програми «стенд-бай».

***2. Підвищення ефективності залучення фінансових ресурсів на внутрішньому ринку, що передбачає вжиття на рівні Міністерства фінансів України, НКЦПФР, Нацкомфінпослуг, НБУ, Міністерства економічного розвитку та торгівлі України заходів щодо:***

- розширення бази інвесторів у середньо- та довгострокові боргові інструменти за рахунок використання потенціалу органів місцевого самоврядування, страхових компаній, недержавних пенсійних фондів, домогосподарств, залучення коштів трудових мігрантів з інвестиційною ціллю шляхом запровадження нових, привабливих для цієї категорії громадян середньо та довгострокових боргових інструментів тощо.

– посилення заходів щодо підвищення ефективності ринку державних цінних паперів та зниження вартості обслуговування державного боргу в середньо- і довгостроковій перспективі, зокрема, сприяння розширенню ємності боргового портфелю (у т.ч. за рахунок деривативів) та підвищення ліквідності боргових інструментів.

**3. Зміцнення стабільності у банківській сфері передбачає вжиття заходів КМУ спільно з Міністерством фінансів України та НБУ:**

- ухвалення НБУ нормативно-правового акту про організацію управління проблемними активами банків відповідно до Рекомендацій (принципів) для роботи банків державного сектору з непрацюючими кредитами, затверджених у грудні 2018 р. Радою з фінансової стабільності України із наступним ухваленням Постановою Кабінету Міністрів України рішення про впорядкування процесів урегулювання проблемних активів у державних банках та запускання механізму розчищення їхніх балансів від непрацюючих кредитів;

- законодавче врегулювання питання розподілу прибутку державних банків шляхом внесення змін до Закону України «Про управління об'єктами державної власності», яким на сьогодні встановлено мінімальну частку прибутку, що мають виплачувати державі у вигляді дивідендів державні підприємства (30 % прибутку), проте не встановлено максимальну межу цих відрахувань, що обумовлює аномально великі витрати державних банків на сплату дивідендів, що унеможлиблює збільшення їх капіталізації відповідно до нових вимог НБУ щодо нормативів банківського капіталу. Видається за доцільне встановити верхню межу відрахувань частини прибутку державних банків у вигляді дивідендів на рівні 50 % прибутку, що надасть державним банкам додатковий стимул економії операційних витрат, зростання валових доходів та збільшення прибутку, половина якого залишатиметься в розпорядженні банків та буде спрямована, зокрема, на їх докапіталізацію відповідно до нових вимог НБУ.

**4. З метою забезпечення фіскальної стійкості Міністерству фінансів України, Державній податковій службі України, Верховній Раді України доцільно запровадити:**

– використання ризик-орієнтованого підходу у податковому контролі, що сприятиме детінізації бази оподаткування та репатріації виведених раніше з України капіталів, зокрема нагальним є розгляд та ухвалення проекту Закону України «Про внесення змін до Податкового кодексу України з метою імплементації Плану протидії розмиванню бази оподаткування та виведенню прибутку з-під оподаткування»;

– оприлюднення у форматі відкритих даних всіх форм фінансової звітності та даних щодо кількості найманих працівників суб'єктів господарювання для моніторингу контрагентами та інвесторами, громадського контролю бюджетоформуючих платників податків у галузях та регіонах;

Впровадження та виконання запропонованих заходів має позитивно вплинути на забезпечення фінансової стійкості держави та посткризове відновлення фінансової системи України.