



УДК 336/7(477)

Даниленко А.І., член-кореспондент НАН України

Зимовець В.В., д-р екон. наук

Шелудько Н.М., д-р екон. наук

Інститут економіки та прогнозування НАН України

ДЕКАПІТАЛІЗАЦІЯ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРА ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ: ПРИЧИНИ І НАСЛІДКИ

Розглядаються причини, масштаби і наслідки декапіталізації фінансового сектора економіки України у 2014–2015 рр. Виділено фундаментальні макроекономічні причини декапіталізації фінансового сектора, з'ясовано форми і методи декапіталізації фінансового сектора залежно від типів фінансових інститутів, специфіки фінансових відносин, які виникають з іншими секторами економіки. Оцінено наслідки декапіталізації фінансового сектора для економіки України¹.

К л ю ч о в і с л о в а: заощадження, споживання, капітал, банки, фінансовий сектор, фінансові корпорації.

J E L: E210, E620, G320

Достатність капіталу фінансового сектора є однією з основних підвалин економічного розвитку. Необхідність технологічних змін і структурні зрушення в економіці вимагають швидких темпів оновлення необоротних активів, тому на сучасному етапі капіталізований фінансовий сектор є, поряд з іншими чинниками, необхідною передумовою відновлення національної економіки. Дисфункціональність фінансових посередників (насамперед у плані кредитно-інвестиційної функції) уповільнює міжгалузеву мобільність капіталу та консервує існуючу застарілу структуру виробництва.

Держава неспроможна замінити фінансовий сектор функціонально і забезпечити ефективніший перерозподіл фінансових ресурсів. Навпаки, за умов, коли державні фінанси перебувають у скрутному становищі, держава, запозичуючи кошти у фінансовому секторі у надмірних обсягах, спотворює ринкові механізми розміщення ресурсів².

Сектор фінансових корпорацій у ринковій економіці покликаний акумулювати заощадження інших секторів і трансформувати їх у виробничий капітал через механізми непрямого (боргового або пайового) фінансування, сприяючи цим міжгалузевому перерозподілу капіталу. Зростання обсягів такого фінансування є можливим за наявності двох ключових факторів – довіри суспільства до фінансових інститутів і чистих заощаджень у секторі домогосподарств.

Довіра суспільства до фінансового сектора, разом із впливом інших чинників, формується на основі достатності капіталу фінансових інститутів, необхідного для покриття можливих збитків, пов'язаних із активними операціями. Рівень довіри залежить також від спроможності регуляторів запобігати

¹ Публікацію підготовлено у рамках конкурсної тематики ССГН Президії НАН України (науковий проект "Рекапіталізація фінансового сектора економіки України як передумова її модернізації", № держреєстрації 0115U004139).

² В економічній науці це дістало назву "ефект витіснення", коли частина заощаджень, акумульованих фінансовим сектором, спрямовується на "латання дірок" у державних фінансах.

шахрайству, існуючої системи пруденційного нагляду за діяльністю фінансових інститутів та якості корпоративного управління.

Втрата фінансовими інститутами капіталу (декапіталізація) може бути проявом як об'єктивних, так і суб'єктивних чинників. Фундаментальними макроекономічними причинами декапіталізації фінансового сектора³ можуть стати погіршення фінансового стану позичальників та емітентів, втрати капіталу в інших секторах економіки, проявом чого на макрорівні є від'ємне значення показника "чисті заощадження". У разі зниження норми чистих заощаджень або її від'ємного значення за умови недоступності зовнішніх джерел фінансування економічна система зазнає локальної або тотальної декапіталізації, яка поширюється на всі сектори.

Конкретні форми і методи декапіталізації фінансового сектора визначаються типом фінансового інституту, специфікою фінансових відносин, які виникають з іншими секторами економіки, та пов'язаною із цим структурою активів та зобов'язань.

Фундаментальні передумови та загальні тенденції декапіталізації фінансового сектора економіки України

Упродовж 2008–2013 рр. склалася чітко виражена тенденція до падіння норми чистих заощаджень, яка знизилася з 11,6% ВВП у 2008 р. до 0,8% ВВП у 2012 р., що означало формування моделі економіки споживання. У докризовий період та в 2010–2013 рр. недостатні обсяги внутрішніх заощаджень компенсувалися за рахунок зовнішніх запозичень. Особливо масштабні зовнішні запозичення здійснювались у 2011–2013 рр., що дозволило тимчасово маскувати незадовільний стан із нагромадженням капіталу в економіці (табл. 1).

Таблиця 1

Чисті заощадження та зовнішні запозичення в 2008–2013 рр., % ВВП

Показник	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Норма чистих заощаджень	11,6	4,9	7,6	6,3	0,8	-3,2
Кредитування/запозичення	7,1	-0,1	0,1	4,7	6,0	6,4
Разом	18,7	4,8	7,7	11,0	6,8	3,3

Джерело: Зведені національні рахунки [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://ukrstat.gov.ua/>

Протягом 2010–2013 рр. стрімко зростала боргова залежність країни і знижувалася норма чистих заощаджень. Саме у цей період було закладено макроекономічні підвалини декапіталізації фінансового сектора. Насамперед ідеться про надмірні державні витрати, які не були забезпечені відповідними доходами. Кумулятивний дефіцит зведеного бюджету країни лише за період 2010–2013 рр. перевищив 200 млрд грн, або майже 4% ВВП. Починаючи з 2009 р. по сектору загального державного управління чисті заощадження були від'ємними і в 2013 р. становили -54,4 млрд грн, а за період 2009–2013 р. загалом – 246 млрд грн.

³ У поняття "декапіталізація" вкладається такий зміст: це абсолютне зниження номінальних обсягів власного та притриманого до нього капіталу фінансових інститутів усіх типів без урахування капіталу центрального банку країни. При дослідженні декапіталізації застосовувався винятково балансовий підхід і розглядалася лише номінальна декапіталізація, без урахування знецінення грошей у часі через інфляцію.



Другим вагомим фактором впливу стала декапіталізація у секторі нефінансових корпорацій, від'ємне значення чистих заощаджень у якому в 2013 р. становило 119,5 млрд грн (табл. 2). Протягом 2009–2013 рр. кумулятивний дефіцит капіталу в реальному секторі становив 362,7 млрд грн. В умовах зниження обсягів чистих заощаджень домогосподарств (зі 161,8 млрд грн у 2010 р. до 116,27 млрд грн у 2013 р.) дефіцит капіталу в економіці збільшувався, що потребувало здійснення зовнішніх запозичень у зростаючих обсягах. Надмірне державне споживання та незадовільні результати діяльності підприємств реального сектора були основними причинами зниження і набуття нормою чистих заощаджень від'ємного значення, яке сягнуло -3,2%ВВП, або 48,2 млрд грн у 2013 р.

Таблиця 2

Чисті заощадження у розрізі інституційних секторів економіки в 2005–2013 рр., млрд грн

Роки	Нефінансові корпорації	Фінансові корпорації	Сектор загального державного управління	Домашні господарства	Некомерційні організації, що обслуговують домашні господарства
2005	1,88	10,97	4,59	45,65	-0,27
2006	7,15	14,10	3,82	44,20	-0,55
2007	18,27	24,75	14,09	47,78	-0,75
2008	6,13	39,78	12,21	52,01	-0,57
2009	-28,64	52,80	-59,43	80,38	-0,56
2010	-51,25	37,45	-65,65	161,87	-0,11
2011	-62,29	43,15	-21,33	123,12	-0,06
2012	-101,01	10,99	-44,80	147,28	-0,14
2013	-119,54	10,08	-54,37	116,27	-0,74

Джерело: Рахунки інституційних секторів економіки [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://ukrstat.gov.ua/>

До 2014 р. сектор фінансових корпорацій демонстрував позитивне значення показника чистих заощаджень, залишаючись осередком нагромадження капіталу в економіці. Доступність зовнішніх джерел фінансування до 2014 р. дозволяла пом'якшувати дефіцит внутрішніх джерел фінансування, і прямого зв'язку між нормою чистих заощаджень та капіталом фінансового сектора не спостерігалось.

Розгортання процесів декапіталізації фінансового сектора з 2014 р. стало наслідком впливу геополітичних чинників: анексії Криму та окупації частини території, що, наклавшись на вже сформовані кумулятивні макрофінансові дисбаланси, призвело до втрати доступу до світових фінансових ринків і втечі капіталу з країни. Від'ємне сальдо платіжного балансу в 2014 р. у розмірі 13,3 млрд дол. США посилювало кумулятивний дефіцит капіталу і відіграло роль пускового гачка стрімкого руйнування (деструкції) фінансової системи країни.

У табл. 3 наведено показники власного та порівняного до нього капіталу банківських і небанківських фінансових установ за період з початку 2013 р. по вересень 2015 р.

Після кризи 2008–2009 р. обсяги капіталу фінансового сектора економіки України зростали. Протягом 2013 р. капітал банківських установ збільшився на 30 млрд грн, капітал небанківських фінансових установ – на 23 млрд грн.

Упродовж 2014–2015 рр. сформувалася тенденція щодо декапіталізації фінансового сектора – спочатку в банківському сегменті та, із запізненням, – у секторі небанківських фінансових інститутів.

Таблиця 3

**Власний капітал (акції та інші форми участі у капіталі)
фінансового сектора України в 2013–2015 рр., млн грн**

Дата	Банківські установи*	Небанківські фінансові інститути**
31 грудня 2012 р.	202 399	226 325
31 грудня 2013 р.	232 103	249 459
31 березня 2014 р.	230 949	250 928
30 червня 2014 р.	229 332	259 434
30 вересня 2014 р.	221 597	270 379
31 грудня 2014 р.	213 554	261 000
31 березня 2015 р.	174 600	252 411
30 червня 2015 р.	173 569	265 174
30 вересня 2015 р.	191 208	275 642

* Депозитні корпорації включно із неплатоспроможними банками, крім Національного банку.

** Страхові компанії, недержавні пенсійні фонди, інститути спільного інвестування, кредитні спілки, інші кредитні установи, фінансові компанії, юридичні особи, що надають послуги фінансового лізингу, ломбарди та допоміжні фінансові організації.

Джерело: Огляди фінансових корпорацій [Електронний ресурс]. – Доступний з : http://bank.gov.ua/files/3.1-Monetary_Statistics.xls

Процеси декапіталізації банків розпочалися вже на першому етапі декапіталізації фінансового сектора (з початку 2014 р.), однак вони не були критичними за масштабом – капітал зменшився на 10,5 млрд грн, що становило 4,5% власного капіталу банків загалом на початок 2014 р. Небанківські фінансові інститути, на відміну від банківських установ, мали порівняно незначні обсяги поточних зобов'язань та виявилися менш вразливими до валютних ризиків. Нарощування капіталу небанківських фінансових установ тривало до кінця III кв. 2014 р., що пояснюється принципово іншим характером ризиків, притаманних їх діяльності⁴.

Основною причиною декапіталізації у фінансовому секторі стало стрімке погіршення загальноекономічної ситуації під впливом несприятливого поєднання дії політичних (анексія та окупація частини території України) та економічних (падіння цін на експортну продукцію) чинників. На рис. 1 показано, що найбільшими масштаби декапіталізації фінансового сектора економіки України були в кінці 2014 – на початку 2015 р., за загострення ситуації на тимчасово окупованих територіях Сходу.

В умовах невизначеності та високих інвестиційних ризиків домогосподарства як основний донор фінансового сектора намагалися розірвати фінансові відносини з банками та іншим фінансовими установами. Значний вплив справило знецінення гривні під тиском дефіциту платіжного балансу у I кв. 2014 р. (у розмірі 4,3 млрд дол.), чого виявилось достатньо для запуску процесів делевериджу (вилучення коштів) і декапіталізації фінансового сектора.

⁴ Перевищення розміру капіталу небанківських фінансових установ над капіталом банків пояснюється тим, що до складу капіталу віднесено вартість чистих активів ІСІ та НПФ. Крім того, основна їх частина припадає на чисті активи венчурних ІСІ, переобтяжені цінними паперами низької якості, облік яких за справедливою вартістю не ведеться. Ці особливості слід враховувати при співставленні капіталу цих інститутів з капіталом банків.

У ринковій економіці втрата ліквідності не завершується втратою капіталу лише за умови реструктуризації боргу. Оскільки суспільство не було готове до такої реструктуризації, то почалася банківська паніка, коли значна частина вкладників намагалася вилучити вклади з системи, чому сприяла ескалація агресії на Сході та анексія Криму (рис. 1).

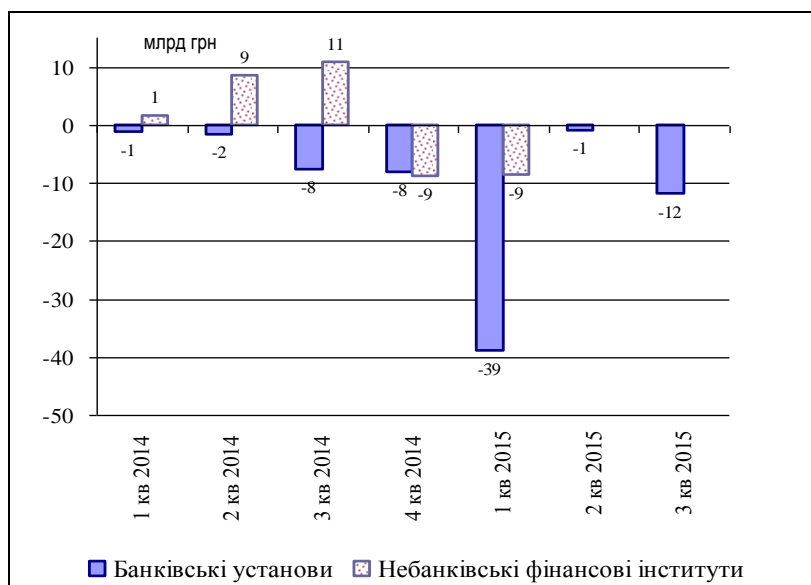


Рис. 1. Масштаби декапіталізації фінансового сектора економіки України в 2014–2015 рр.

Джерело: Огляди фінансових корпорацій [Електронний ресурс]. – Доступний з : http://bank.gov.ua/files/3.1-Monetary_Statistics.xls

Конкретні особливості декапіталізації фінансового сектора в економіці України визначалися типом фінансового інституту, специфікою фінансових відносин, які виникають з іншими секторами економіки, та структурою активів і зобов'язань.

Банки: причини і особливості декапіталізації

Процеси декапіталізації банків розгорнулися у I кв. 2014 р. За даними НБУ, власний капітал банків з початку 2014 р. по 1 серпня 2015 р. зменшився на 101 млрд грн – зі 192 до 91 млрд грн (табл. 4). Враховуючи те, що частина банківського сектора, а саме державні банки, отримали вливання капіталу більш ніж на 20 млрд грн [1], реальні масштаби декапіталізації можна оцінити на рівні 120 млрд грн⁵.

Фундаментальною причиною декапіталізації банківського сектора стали взаємопов'язані між собою тенденції знецінення активів і дефіциту ліквідності,

⁵ Якщо не брати до розрахунку неплатоспроможні банки, тоді обсяги декапіталізації "працюючих" банків становитимуть 65 млрд грн, а за показником регулятивного капіталу – 66 млрд грн. У результаті декапіталізації банківського сектора норматив достатності (адекватності) регулятивного капіталу (нормативне значення – не менше 10%) знизився з 18,26% на початку 2014 р. до 8,03% на 01.08.2015 р. За оцінками ІСУ, банківська система України протягом наступних трьох років потребує докапіталізації у розмірі 120 млрд грн [2], необхідних для відновлення достатності капіталу.



зумовленого втратою частиною банків спроможності виконувати зобов'язання перед вкладниками та кредиторами.

Таблиця 4

Капітал банків України у 2014–2015 рр., млн грн

Показник	01.01.2014	01.01.2015*	01.08.2015*	01.12.2015*
Капітал	192 599	148 023	91 337	123 970
Регулятивний капітал	204 976	188 949	97 783	116 233
Достатність (адекватність) регулятивного капіталу (H2), %	18,26	15,60	8,03	11,13
Результат діяльності	1 436	-52 966 ⁶	-90 094	-57 283
Частка простроченої заборгованості за кредитами у загальній сумі кредитів, %	7,7	13,5	19,4	21,2

* Без урахування банків, які перебувають у стані ліквідації та визнані неплатоспроможними.

Джерело: Основні показники діяльності банків України [Електронний ресурс]. – Доступний з : http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=36807&cat_id=36798

1. *Погіршення якості та знецінення активів.* Основною складовою активів банківського сектора є кредити, що вже на початок 2014 р. мали низьку якість, зумовлену як об'єктивними (незадовільним фінансовим станом позичальників), так і суб'єктивними чинниками (поширеною практикою кредитування пов'язаних із банками осіб).

На початок 2014 р. рівень боргової залежності підприємств реального сектора економіки становив 1,92, а дефіцит власного капіталу оцінювався у розмірі 350 млрд грн, необхідних для зниження рівня боргової залежності до критично допустимих 1,5. Протягом 2014–2015 рр. загальноекономічні чинники, а саме падіння внутрішнього і зовнішнього попиту, знецінення гривні, втрата контролю за активами на тимчасово окупованих територіях призвели до погіршення фінансового стану підприємств реального сектора, зростання рівня їх боргової залежності та погіршення спроможності обслуговування боргів.

Кумулятивний від'ємний фінансовий результат до оподаткування підприємств за півтора року (починаючи з I кв. 2014 р.) становив 1190,3 млрд грн [3]. Зведений чистий збиток підприємств за період з 01.01.2014 по 01.07.2015 р. сягнув 779,2 млрд грн, що становить 39,9% сукупного власного капіталу на початок 2014 р. (1,95 трлн грн). За нашими розрахунками, дефіцит власного капіталу підприємств на 01.07.2015 р. оцінювався на рівні від 800 млрд до 1 трлн грн. Виконання зобов'язань за кредитами ставало дедалі проблемнішим. Можна констатувати, що в 2014–2015 р. процес декапіталізації реального сектора економіки, що розпочався ще в 2012–2013 рр., поширюється на фінансовий сектор.

Погіршення якості кредитного портфеля вимагало збільшення обсягів витрат банків на формування резервів під кредитну заборгованість. Якщо в 2013 р. сума цих відрахувань становила 28 млрд грн, то в 2014 р. – 104 млрд грн, а за вісім місяців 2015 р. – 69 млрд грн. Частка прострочених кредитів у загальній сумі заборгованості протягом 2014–2015 р. стрімко зростала – з 7,7% на початок 2014 р. до понад 21% на початок грудня 2015 р. Це й зумовило зростання витрат банків на резервування, які загалом з початку 2014 р. перевищили 173 млрд грн.

⁶ На фінансовий результат системи банків негативно вплинули збитки банків, віднесених до категорії неплатоспроможних і в яких були запроваджені тимчасові адміністрації.



Частково можна погодитися з думкою голови НБУ про те, що "... *реальний сектор перекредитований*", а банки мають кредитувати живі та здорові працюючі бізнеси, і поки вони (підприємства) не докапіталізуються, ніякого кредитування не буде" [1], проте на банківський кредит припадає не більше 20% сукупного боргу підприємств. Тому коректніше було б вести мову не про перекредитованість, а про переобтяженість підприємств кредиторською заборгованістю, тобто зобов'язаннями не перед банками, а перед іншим контрагентами. Платіжна криза і подовження строків погашення боргів призвели до стрімкого зростання кредиторської заборгованості. Не в останню чергу це було зумовлено дефіцитом ліквідності у підприємств, який утворився внаслідок недоступності їх коштів на рахунках у неплатоспроможних банках та зростанням боргів держави у зв'язку з переплатою податку на прибуток та несвоєчасним відшкодування ПДВ, які становлять у сумі 47 млрд грн [4]. Таким чином розкручувалася спіраль декапіталізації – втрати підприємствами коштів у неплатоспроможних банках означали втрату ліквідних активів, але не зменшували їх зобов'язань перед кредиторами.

2. *Дефіцит ліквідності та втрата банками спроможності виконувати зобов'язання перед вкладниками.* На початку 2014 р., коли розгорнулася банківська паніка, підприємства втрачали спроможність обслуговувати борги і потребували фінансової реструктуризації, домогосподарства ж виявляли аномально високий попит на готівкові кошти та прагнули якомога швидше вилучити кошти з банків. Зростання геополітичних ризиків зумовили аномально високий відсоток вилучення коштів: лише протягом 2014 р. домогосподарства вилучили 22% депозитів у національній і 40% – в іноземній валюті. Поряд із впливом інших чинників банківська паніка призвела до технічної неплатоспроможності, введення тимчасової адміністрації та ліквідації значної частини банків. Кількість банків, які мають банківську ліцензію, зменшилась із 180 на початок 2014 р. до 120 на 1 грудня 2015 р. (без неплатоспроможних банків). Обсяги декапіталізації у результаті виведення з ринку неплатоспроможних банків упродовж 2014–2015 рр. становили 46 млрд грн.

Небанківські фінансові інститути: особливості процесу декапіталізації

На відміну від банків декапіталізація у секторі небанківських фінансових інститутів розпочалася пізніше і мала значно менші абсолютні та відносні обсяги. Тоді як банківський сектор втратив майже третину (30,3%) від власного капіталу на початок 2014 р., що становило 70,4 млрд грн, капітал небанківських фінансових інститутів навіть дещо збільшився – на 3,5 млрд грн, або на 1,45%. Зменшився лише власний капітал страхових компаній – на 1,3 млрд грн (на 3,3%), тоді як інвестиційні та недержавні пенсійні фонди збільшили чисті активи на 22,3 та 3,2% відповідно.

Це пояснюється специфікою фінансових відносин недержавних пенсійних фондів та інститутів спільного інвестування з учасниками. Можна зробити висновок про відносно вищу стійкість саме цього сегмента фінансового сектора до негативного впливу внутрішніх і зовнішніх ризиків, проте вона не могла справити відчутного стабілізаційного ефекту на фінансовий сектор України через незначну частку активів небанківських фінансових інститутів у сукупних активах фінансового сектора.

Недержавні пенсійні фонди. За рівнем розвитку та вагомістю недержавного пенсійного забезпечення у функціонуванні механізму трансформації заощаджень у інвестиції Україна відстає як від розвинених країн, так і від країн-сусідів, які обрали цивілізований шлях розвитку, – Польщі, Словаччини, Румунії. Відповідно до українського законодавства дозволяється функціонування лише фондів зі встановленими внесками, тобто накопичувальних. Акумулюючи фінансові ресурси учасників, недержавні пенсійні фонди не беруть на себе фіксованих зобов'язань, а чисті активи розподіляються пропорційно між учасниками. Це дозволяє кваліфікувати чисті активи НПФ як *гібридний капітал*.

Оскільки специфіка діяльності НПФ в Україні зумовлюється тим, що це – фонди зі встановленими внесками, то декапіталізація НПФ, під якою розуміється *зменшення вартості чистих активів*, можлива у трьох випадках – за зростання пенсійних виплат, зменшення обсягів надходжень та знецінення активів, які обліковуються за справедливою вартістю відповідно до МСБО 26, пунктом 32 якого встановлено, що "інвестиції програми пенсійного забезпечення відображаються за справедливою вартістю".

Упродовж 2014 –першої половини 2015 рр. структура активів НПФ зазнала певних змін, основними з яких були зростання частки державних цінних паперів з 11,5 до 24,5% та скорочення частки акцій українських емітентів – з 13,3 до 10,3% (табл. 5). Основна частина активів НПФ розміщується у депозитах у банківських установах, на які припадає понад третини активів. Основними ризиками для НПФ при наведеній вище структурі активів є втрати, зумовлені ліквідацією неплатоспроможних банків, та знецінення акцій унаслідок зниження ринкових цін.

Таблиця 5

Структура активів НПФ у 2014–2015 рр., %

Інвестиційні активи	31.12.2013	31.12.2014	30.06.2015
Депозити в банках	36,4	38,6	34,8
Державні та гарантовані державою цінні папери	11,5	15,3	24,5
Облігації українських підприємств	31,0	27,6	20,8
Акції українських емітентів	13,3	10,6	10,3
Інші активи	7,8	7,9	9,6

Джерело: Підсумки розвитку системи недержавного пенсійного забезпечення станом на 30.06.2015 [Електронний ресурс]. – Доступний з : http://nfp.gov.ua/files/INFO/NFP_I%20piv%202015.pdf

До 2014 р. спостерігалась позитивна динаміка зростання активів НПФ, які протягом 2010–2013 рр. збільшувалися на 25% щорічно. З початку 2014 р. ця тенденція уповільнюється через несприятливу загальноекономічну динаміку та зниження інвестиційної активності на фондовому ринку. Хоча система НПЗ і погіршила динаміку розвитку та нагромадження активів, проте декапіталізація у цьому сегменті фінансового сектора не набула чітко вираженої тенденції та загрозливих масштабів. Можна говорити швидше лише про зниження активності у цьому секторі та зменшення кількості діючих НПФ. Якщо на початку 2014 р. у Державному реєстрі фінансових установ містилася інформація про 81 недержавний пенсійний фонд, то на 30.06.2015 р. залишилось 72 фонди. Зменшення загальної кількості НПФ компенсувалося зростанням чистих активів діючих НПФ.



У 2014 р. зростання активів НПФ уповільнилося до 18% на рік, а за перше півріччя 2015 р. активи скоротились на 0,3 млрд грн, або на 13%. Тенденція до зменшення активів НПФ, що розпочалася в IV кв. 2014 р., дає підстави констатувати процес помірної декапіталізації НПФ, основними формами якої були:

– *різке скорочення надходжень пенсійних внесків* як наслідок незадовільного фінансового стану підприємств реального сектора, які фінансують програми додаткового пенсійного забезпечення (табл. 6). Якщо в 2013 р. обсяги пенсійних внесків становили 273 млн грн, то в 2014 р. – 220 млн грн, а у першій половині 2015 р. – лише 37,4 млн грн;

– *збиткова діяльність*, зумовлена знеціненням портфелів акцій та втратами коштів у неплатоспроможних банках. У першому півріччі 2015 р. збитки НПФ перевищили 272 млн грн і були зумовлені падінням фондового індексу ПФТС (на 11% за цей період) [5] і втратами у зв'язку з ліквідацією банків.

Таблиця 6

Активи НПФ і канали їх формування в 2014–2015 рр., млн грн

Період	Активи	Приріст активів НПФ	Прибуток від активів	Пенсійні внески
2012 р.	1660,10	х	х	х
2013 р.	2089,80	429,70	198,00	273,80
I кв. 2014 р.	2262,90	173,10	121,70	68,30
II кв. 2014 р.	2381,30	118,40	73,70	67,00
III кв. 2014 р.	2478,50	97,20	77,00	15,60
IV кв. 2014 р.	2469,20	-9,30	4,60	69,80
I кв. 2015 р.	2352,70	-116,50	-92,90	4,90
II кв. 2015 р.	2157,10	-195,60	-179,50	32,50
Разом	х	497,00	202,60	531,90

Джерело: Інформація про стан і розвиток недержавного пенсійного забезпечення України [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://nfp.gov.ua/content/stan-i-rozvitok-npz.html>

Страхові компанії. Абсолютні обсяги та відносні масштаби декапіталізації страхових компаній у 2014–2015 р. були значно меншими, ніж у банківському секторі. Це пояснюється специфікою фінансових відносин у сфері страхування, які не передбачають повернення страхувальнику страхових премій у разі розірвання договорів страхування. Іншими словами, фактор дефіциту ліквідності, зумовленого банківською панікою, не властивий страховій діяльності. Це дозволило уникнути масштабної декапіталізації у цьому підсекторі.

Власний капітал страхових компаній протягом 2014–2015 рр. зменшився загалом на 1,3 млрд грн, що становить 3,3% від власного капіталу на початок 2014 р. Активи страхових компаній за цей же період загалом зменшились на 2,8 млрд грн, при цьому найбільш суттєво зменшилися вкладення в акції – на 2,9 млрд грн (табл. 7).

На відміну від банків страхові компанії у першій половині 2014 р. не втратили капітал і навіть дещо його збільшили – на 2 млрд грн. Процеси декапіталізації страхових компаній прискорились у кінці 2014 р. – на початку 2015 р. (рис. 2).

Протягом IV кв. 2014 р. власний капітал страхових компаній зменшився майже на 7,1 млрд грн, що становить 10% власного капіталу на кінець III кв. цього року. Основними формами декапіталізації у сегменті страхування були:

– *зменшення зареєстрованого статутного капіталу* на 800 млн грн у зв'язку зі скороченням на 33 кількості ліцензованих страхових компаній, що зумовило декапіталізацію сектора страхування на 1 млрд грн у I кв. та 1,2 млрд грн

у IV кв. 2014 р. Якщо на початок 2014 р. загальна кількість страхових компаній становила 407, то станом на 01.07.2015 р. – 374;

Таблиця 7

Активи і власний капітал страхових компаній в 2014–2015 рр., млн грн

Дата	Загальні активи страховиків	Депозити	Акції	Власний капітал	Статутний капітал
31.12.2013	66387,0	9296,4	17834,3	40207,6	15377,2
31.03.2014	64771,2	8908,3	17323,7	41116,7	14318,7
30.06.2014	66156,7	9088,0	17738,2	42163,5	14970,1
30.09.2014	68120,7	9129,7	18487,3	43317,9	15210,0
31.12.2014	61092,8	9031,8	18009,1	36176,0	13987,0
31.03.2015	63454,3	9457,9	15387,6	37356,3	14447,1
30.06.2015	63558,8	10088,7	14913,2	38893,3	14567,6
Зміна з 01.01.2014 по 01.07.2015	-2828,2	792,3	-2921,1	-1314,3	-809,6

Джерело: Підсумки діяльності страхових компаній за 2013 рік [Електронний ресурс]. – Доступний з : http://nfp.gov.ua/files/OgliadRinkiv/SK/sk_%202013.pdf; Підсумки діяльності страхових компаній за I півріччя 2015 року [Електронний ресурс]. – Доступний з : http://nfp.gov.ua/files/INFO/sk_I_piv_%202015.pdf

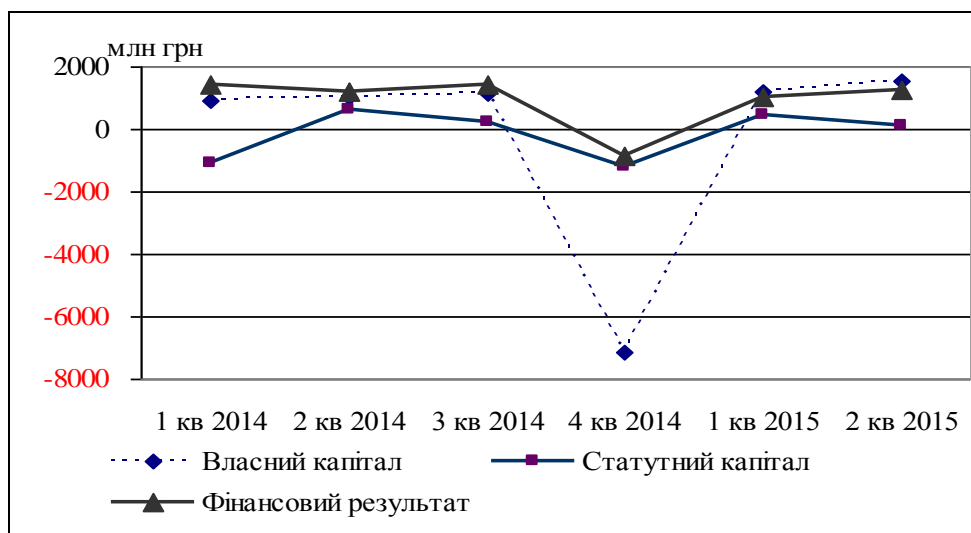


Рис. 2. Власний, статутний капітал і фінансовий результат страхових компаній (по кварталах) у 2014–2015 рр.

Джерело: Консолідовані звітні дані [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://nfp.gov.ua/content/konsolidovani-zvitni-dani.html>

– погіршення фінансових результатів діяльності через зниження попиту на страхові послуги, зумовлене загальноекономічним спадом. У 2014 р. при зростанні обсягів страхових виплат на 400 млн грн обсяги отриманих страховими компаніями страхових премій зменшились майже на 2 млрд грн. Прибутки сектора страхування в 2014 р. знизились порівняно з 2013 р. на 44%;

– знецінення фінансових активів (акцій) і втрата коштів у неплатоспроможних банках, що призвело до зростання кількості збиткових страхових компаній. У 2014 р. – 2015 р. сукупні збитки страхових компаній, які отримали збитки, становили 5,5 млрд грн.



Загалом упродовж періоду 2014 – першої половини 2015 рр. можна констатувати лише помірну декапіталізацію у секторі страхових компаній, рівень достатності капіталу (відношення власного капіталу до активів) на початок липня 2015 р. залишився таким, як на початку 2014 р.

Інститути спільного інвестування. Специфіка фінансових відносин у сегменті інститутів спільного інвестування визначається домінуванням закритих інвестиційних фондів венчурного типу, щодо яких не встановлено вимог із диверсифікації активів і яким дозволяється інвестувати кошти у боргові зобов'язання, векселі, нерухомість та "сміттєві" цінні папери (не допущені до торгів на фондових біржах). Станом на 01.07.2015 р. зі 1171 працюючих⁷ інвестиційних фондів 1000 відносилась саме до фондів венчурного типу, на які припадало 94,4% чистих активів ІСІ [6].

Другою особливістю є домінування серед учасників юридичних осіб, на яких станом на 1 липня 2015 р. припадало 93,6% вартості чистих активів інститутів спільного інвестування, тоді як на фізичних осіб припадало лише 6,4% таких активів. Отже, інститути спільного інвестування виконують функцію трансформації заощаджень домогосподарств в інвестиції у відносно незначних обсягах. Переважання у складі учасників ІСІ юридичних осіб наклало специфіку на їх діяльність та структуру активів. ІСІ використовувались як інструмент для уникнення від оподаткування та здійснення непрозорих фінансових операцій з цінними паперами та іншими фінансовими активами.

Декапіталізація (негативний приріст чистих активів) усіх ІСІ, крім венчурних, мала місце лише в II кв. 2014 р. (на 373 млн грн). За період 2014–2015 р. чисті активи таких ІСІ зросли на 2,9 млрд грн. Водночас вартість чистих активів ІСІ, які працюють на ринкових засадах, залучаючи заощадження фізичних осіб (відкриті та інтервальні фонди), за півтора року знизилась на 40 і 20% відповідно, загалом на 72 млн грн (табл. 8).

Таблиця 8

Вартість чистих активів ІСІ в 2014–2015 рр., млн грн

Тип фонду	31.12.13	31.03.14	30.06.14	30.09.14	31.12.14	31.03.15	30.06.15
Відкриті	104,2	94,4	86,8	72,9	60,4	63,3	62,3
Інтервальні	126,8	130,4	127,4	121,0	112,5	110,7	96,2
Закриті (крім венчурних)	9108,6	10132,6	9770,2	10608,9	10751,9	11403,7	12060,2
Венчурні	168183,4	176759,4	189934,8	194556,5	195433,2	201651,4	204853,4
Разом	177523,0	187116,8	199919,2	205359,2	206358,0	213229,1	217072,1

Джерело: Квартальні та річні огляди ринку ІСІ [Електронний ресурс]. – Доступний з : http://www.uaib.com.ua/files/articles/1954/21/Q1%202014_PR.xls

За оцінками фахівців УАІБ, вплив капіталу вкладників відкритих ІСІ перевищував масштаби зменшення чистих активів, найбільші обсяги якого припадають на I кв. 2014 р. Протягом 2015 р. спостерігається уповільнення чистого впливу капіталу з відкритих ІСІ, який зменшився у 10 разів порівняно з I кв. 2014 р. [7]. Хоча обсяги вилучення капіталу у масштабах фінансового сектора загалом були незначними і це не могло суттєво позначитися на

⁷ Які досягли нормативу мінімального розміру активів, що становить 1250 мінімальних заробітних плат у місячному розмірі, встановленому законом на день реєстрації фонду як інституту спільного інвестування.

обсягах інвестування в цілому по економіці, але сам факт вилучення капіталу з цих інститутів, які й до 2014 р. перебували на початковій стадії розвитку, є тривожним сигналом, проявом втрати довіри суспільства до фінансових посередників цього типу.

Основними формами декапіталізації ІСІ, які працюють на ринкових засадах, були:

- вилучення капіталу учасниками з ІСІ відкритого типу, яке співпало у часі з банківською панікою (початок 2014 р.);
- знецінення фінансових активів і втрата коштів у неплатоспроможних банках;
- призупинення обігу цінних паперів емітентів, розташованих на анексованих та тимчасово окупованих територіях (в АРК та у зоні АТО).

На відміну від ІСІ, які працюють на ринкових засадах, ІСІ венчурного типу лише нарощували чисті активи (провальним є лише I кв. 2014 р., який був найгіршим і для страхових компаній також). Протягом 2014 р. – першої половини 2015 р. чисті активи ІСІ венчурного типу загалом зросли на 36,6 млрд грн, або на 31%, що можна пояснити свідомим (штучним) завищенням вартості активів таких фондів, серед яких переважають "сміттєві", фіктивні фінансові активи; а також активізацією процесів уникнення від оподаткування (рис. 3).

Загалом протягом періоду 2014–2015 рр. можна констатувати лише локальну декапіталізацію у підсекторах ІСІ відкритого та інтервального типу, тоді як у ІСІ закритого та венчурного типу вартість чистих активів зростає. Отже, процес декапіталізації зачепив лише ту частину ІСІ, які працюють безпосередньо з домогосподарствами. Для ІСІ, як і для НПФ, дуже гостро стоїть проблема знецінення активів унаслідок втрати коштів у зв'язку з ліквідацією неплатоспроможних банків (зокрема, черговість задоволення вимог кредиторів).

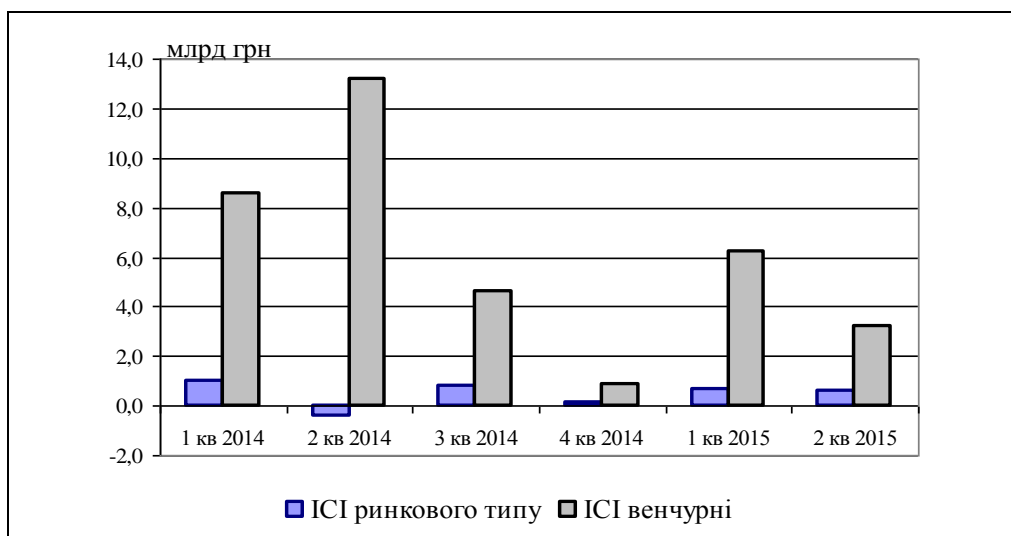


Рис. 3. Приріст чистих активів ІСІ в 2014–2015 рр.

Джерело: Квартальні та річні огляди ринку ІСІ [Електронний ресурс]. – Доступний з : http://www.uaib.com.ua/files/articles/1954/21/Q1%202014_PR.xls



Форми і методи декапіталізації у фінансовому секторі економіки України в 2014–2015 рр.

Упродовж 2014–2015 рр. процеси декапіталізації у фінансовому секторі відбувались у всіх його сегментах. Підсумкові дані щодо масштабів зменшення власного та гібридного капіталу фінансових інститутів наведено у табл. 9.

Таблиця 9

Зміни власного та гібридного капіталу фінансових інститутів в Україні в 2014–2015 рр., млрд грн

Період	Банківські установи	Страхові компанії*	ІСІ, крім венчурних **	Венчурні фонди**	НПФ**
I кв. 2014	-1,15	0,91	1,02	8,58	0,17
II кв. 2014	-1,62	1,05	-0,37	13,18	0,12
III кв. 2014	-7,74	1,15	0,82	4,62	0,10
IV кв. 2014	-8,04	-7,14	0,12	0,88	-0,01
I кв. 2015	-38,95	1,18	0,65	6,22	-0,12
II кв. 2015	-1,03	1,54	0,64	3,20	-0,20
III кв. 2015	-11,88	x	x	x	x
Зміна за період	-70,42	-1,31	2,88	36,67	0,07

* Власний капітал за даними фінансової звітності.

** Чисті активи інвестиційних та недержавних пенсійних фондів.

Джерело: Основні показники діяльності банків України [Електронний ресурс]. – Доступний з : http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=36807&cat_id=36798; Квартальні та річні огляди ринку ІСІ [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://www.uaib.com.ua>; Підсумки діяльності страхових компаній [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://nfp.gov.ua>; Інформація про стан і розвиток недержавного пенсійного забезпечення України [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://nfp.gov.ua/content/stan-i-rozvitok-npz.html>

Наймасштабніша декапіталізація відбулася у банківському секторі, власний капітал якого зменшився на 70,4 млрд грн. У сегменті страхових компаній масштабна декапіталізація спостерігалася у IV кв. 2014 р. (зменшення власного капіталу на 7,1 млрд грн), а за весь період власний капітал зменшився несуттєво (1,3 млрд грн). Менші, порівняно з банками, обсяги декапіталізації пояснюються як специфікою фінансових відносин у сфері страхування, які не носять характеру фіксованих зобов'язань, так і відносно слабким початковим рівнем розвитку. Декапіталізація у секторі НПФ мала обмежений масштаб та часові рамки – зниження вартості чистих активів спостерігається починаючи з IV кв. 2014 р. (на 13%). Водночас загрозливою є тенденція до зростання масштабів декапіталізації НПФ. У секторі ІСІ процес декапіталізації зачепив лише ІСІ відкритого та інтервального типу, обсяги чистих активів яких скоротились на 72 млн грн.

Декапіталізація фінансового сектора в Україні в 2014 р. – першій половині 2015 рр. набувала таких основних форм.

1. *Зменшення власного капіталу внаслідок знецінення боргових фінансових інструментів.* Вирішальний вплив на декапіталізацію банків справили збитки, зумовлені знеціненням кредитів та інших боргових зобов'язань. У зв'язку із погіршенням фінансового стану позичальників обсяги витрат на формування резервів банків у 2014–2015 рр. становили 172 млрд грн, або 22% балансової вартості кредитів на початок 2014 р. На тлі скорочення обсягів

кредитування це означало, що резерви створювались через погіршення фінансового стану позичальників.

2. *Зменшення власного капіталу внаслідок знецінення пайових фінансових інструментів.* Вплив знецінення пайових фінансових інструментів у зв'язку зі зниженням фондового індексу⁸ на капітал фінансового сектора був помірним через те, що частка акцій в активах фінансових корпорацій не перевищувала 2,5% (41 млрд грн). Винятком є ІСІ (вкладення в акції яких на початок 2014 р. становили 22,6 млрд грн (14,6% активів), а на 01.07.2015 р. – 29,5 млрд грн (13,6% активів), страхові компанії (на початок 2014 р. вкладення в акції становили 17,8 млрд грн (27% активів на 01.07.2015 р.) та НПФ (278,4 млн грн, або 13,3% активів на початок 2014 р. і 221,7 млн грн, або 10,3% активів на 01.07.2015 р.). На відміну від країн з розвиненим небанківським фінансовим сектором, який є чутливим до коливань на фондовому ринку, в Україні фактор знецінення акцій не чинив вагомого впливу на обсяги та динаміку декапіталізації фінансового сектора економіки.

3. *Зменшення капіталу у зв'язку із припиненням діяльності фінансових інститутів.* Протягом 2014–2015 рр. кількість банків, які мають банківську ліцензію, зменшилась із 180 до 120, кількість інститутів спільного інвестування в Україні зросла з 1250 до 1556, кількість компаній з управління активами (КУА) скоротилася з 347 до 326, кількість НПФ зменшилась з 81 станом на 01.01.2014 до 72 станом на 01.07.2015 р., кількість страхових компаній зменшилась з 407 на початок 2014 р. до 374 станом на 01.07.2015 р.).

Наслідки декапіталізації фінансового сектора для економіки України

Масштабна декапіталізація фінансового сектора економіки, насамперед у банківському та страховому субсекторах, а також уповільнення темпів зростання гібридного капіталу небанківських фінансових інститутів послабили функціональну спроможність цього сектора щодо трансформації заощаджень в інвестиції. Наслідками декапіталізації фінансових інститутів стали втрата довіри до фінансового сектора і зниження рівня монетизації економіки країни з 53,2 до 50,3% ВВП (табл. 10).

Номінальні обсяги вкладень фінансового сектора у реальний сектор економіки країни хоч і зросли на 50,8 млрд грн, або 5,8% – з 870,3 до 921,1 млрд грн, проте темпи приросту значно відставали від темпів зростання цін. З урахуванням того, що майже весь приріст вкладень фінансового сектора у реальний сектор економіки мав місце лише "на папері" унаслідок переоцінки кредитів в іноземній валюті на 270 млрд грн, реальні обсяги вкладень скоротились протягом 2014 р. – першої половини 2015 р. не менш ніж на 25%. Водночас обсяги вкладень в ОВДП хоч і несуттєво, але зросли – на 1,8 млрд, що дозволяє стверджувати про посилення "ефекту витіснення" в 2014–2015 рр.

У 2014–2015 рр. номінальний ВВП під впливом інфляційного чинника зростав значно швидше, ніж пропозиція фінансових ресурсів (грошова маса). Водночас швидшими ніж ВВП темпами зростала кредиторська заборгованість підприємств, що означає погіршення стану розрахунків у секторі НФК (рис. 4). Якщо номінальна грошова маса за цей період зросла на 7%, то кредиторська заборгованість підприємств – на 55%. Відбулося часткове замі-

⁸ У 2014 р. індекс ПФТС зріс на 28,75%, а у першій половині 2015 р. знизився на 21%.



щення ринкових форм фінансування підприємств сурогатними, а саме кредиторською заборгованістю, значною мірою простроченою.

Таблиця 10

**Наслідки декапіталізації фінансового сектора
для економіки України, млрд грн**

Показник	01.01.2014	01.01.2015	01.07.2015	Зміна	
				млрд грн	%
Капітал, у т.ч.	451,9	458,5	431,7	-20,2	-4,5
Банки	232,1	213,5	173,6	-58,50	-25,2
ІСІ ринкового типу	9,3	10,9	12,2	2,90	31,2
ІСІ венчурні	168,2	195,4	204,9	36,70	21,8
Страхові компанії	40,2	36,2	38,9	-1,30	-3,2
НПФ	2,1	2,5	2,2	0,10	4,8
Рівень монетизації, %	53,3	61,1	50,3		
Відсоткова ставка за кредитами в гривні, %	17,5	16,6	22,4		
Загальні обсяги фінансування підприємств реального сектора, у т.ч.	870,3	903,9	921,1	50,8	5,8
Кредити суб'єктам господарювання у гривні	475,1	438,3	389,1	-86,0	-18,1
Кредити юридичним особам у валюті	308,3	373,0	449,1	140,9	45,7
Довідково. Кредити юридичним особам у валюті*	30,2	23,7	21,4	-8,8*	-29,2
Акції	43,6	55,2	46,9	3,3	7,5
Облігації підприємств	43,3	37,4	36,0	-7,3	-16,8
ОВДП	83,8	97,5	85,6	1,80	2,15
*Еквівалент – млрд дол. США					

Джерело: Квартальні та річні огляди ринку ІСІ [Електронний ресурс]. – Доступний з : http://www.uaib.com.ua/files/articles/1954/21/Q1%202014_PR.xls; Основні показники діяльності банків України [Електронний ресурс]. – Доступний з : http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=36807&cat_id=36798; Підсумки діяльності страхових компаній [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://nfp.gov.ua>, Інформація про стан і розвиток недержавного пенсійного забезпечення України [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://nfp.gov.ua/content/stan-i-rozvitok-npz.html>

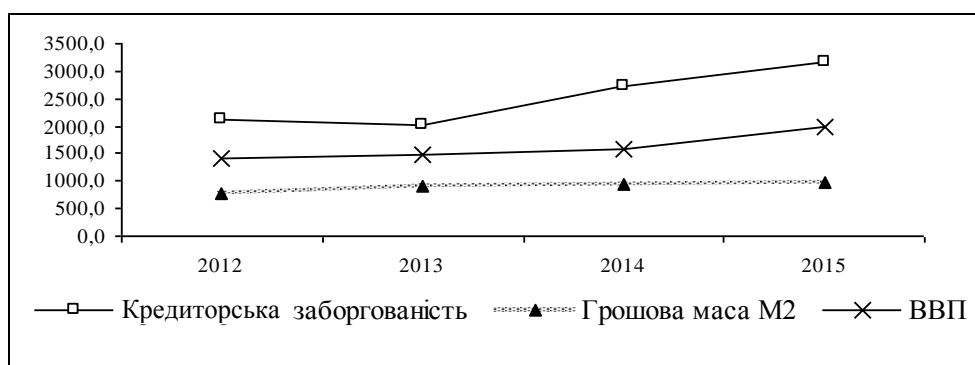


Рис. 4. Динаміка грошової маси, ВВП та кредиторської заборгованості НФК у 2012–2015 рр. в Україні

Джерело: Огляд фінансових корпорацій [Електронний ресурс]. – Доступний з : http://www.bank.gov.ua/files/3.1-Monetary_Statistics.xls; Поточні зобов'язання і забезпечення за видами економічної діяльності [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://ukrstat.gov.ua/>

Зростання номінальних обсягів вимог фінансового сектора до НФК у 2014–2015 рр. на 107 млрд грн (табл. 11), або на 5,6%, не перевищувало темпів інфляції і було наслідком переоцінки зобов'язань в іноземній валюті. Сектор НФК не отримав додаткових ресурсів (активів), але його зобов'язання зростали. Зупинка кредитного та фондового механізмів міжгалузевого перерозподілу ресурсів значно ускладнила можливості збільшення продуктивного капіталу (активів) за рахунок позичкового та залученого (акціонерного капіталу). Динаміка продуктивного капіталу набула усіх ознак деградуючого тренду, – якщо в 2010–2103 рр. номінальний приріст активів перевищував 15% на рік, то в 2014–2015 рр. становив близько 6%, а з урахуванням інфляційного чинника мав від'ємне значення (за нашими оцінками – до мінус 5% на рік).

Таблиця 11
Рівень розвитку фінансового сектора України в 2009–2015 рр., млрд грн

Показник	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ВВП	1079,3	1300,0	1404,7	1465,2	1566,7	1982,7**
Валові заощадження	197,6	208,4	198,6	152,6	164,1	308,1*
Грошова маса М2	596,8	681,8	771,1	906,2	955,3	969,8*
Приріст зобов'язань фінансового сектора	111,0	96,3	110,8	123,2	34,5	44,2*
Вимоги фінансового сектора до НФК, у т.ч.	680,8	776,1	846,8	937,8	1051,7	1045,2*
банківський кредит НФК	501,0	575,5	605,4	691,9	778,8	836,0*
Кредиторська заборгованість НФК	1651,6	1947,0	2134,0	2035,3	2737,9	3155,0**
Активи НФК	3736,0	4646,9	5356,5	5712,3	5994,3	6411,4**

* На кінець листопада 2015 р.

** Щодо ВВП, активів і кредиторської заборгованості НФК – експертна оцінка.

Джерело: Огляд фінансових корпорацій [Електронний ресурс]. – Доступний з : http://www.bank.gov.ua/files/3.1-Monetary_Statistics.xls; Поточні зобов'язання і забезпечення за видами економічної діяльності [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://ukrstat.gov.ua/>; Річні звіти НКЦПФР [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual/>; Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України протягом січня–листопада 2015 року [Електронний ресурс]. – Доступний з : http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/62/1450703546.doc

Формальними ознаками функціонального послаблення фінансового сектора України стали зниження рівня монетизації та кількох інших важливих показників, які відображають його роль в акумуляції фінансових ресурсів та їх перерозподілі.

Зниження рівня монетизації з 61,9% ВВП в 2013 р. до 48,9% ВВП у 2015 р. (табл. 12) означало послаблення ролі фінансового сектора у фінансуванні продуктивного капіталу (активів сектора НФК), темпи зростання яких значно уповільнились порівняно з довоєнним періодом. Паралельно знизилось і відношення сукупного банківського кредиту до ВВП – з 65,8% у 2013 р. до 54,1% у 2015 р., а також відношення банківського кредиту до внутрішнього кредиту – з 80% у 2013 р. до 70,9% у 2015 р. Це означає, що роль банківської системи у трансформації заощаджень в інвестиції послабилася. Проявом зростання ролі сурогатних джерел в умовах послаблення



фінансового сектора стало підвищення відношення сукупної кредиторської заборгованості сектора НФК до сукупного внутрішнього кредиту – з 2,1 у 2013 р. до 2,94 у 2015 р. Також значно послабилася роль фондового ринку у фінансуванні НФК та економічному розвитку, що відобразилось у стрімкому зниженні в 2015 р. співвідношення капіталізації лістингових компаній до ВВП – з 29,2 до 3,1% ВВП⁹ (майже у 10 разів).

Таблиця 12

Коефіцієнти розвитку фінансового сектора України в 2010–2015 рр.,%

Показник	2010	2011	2012	2013	2014	2015*
Коефіцієнт монетизації	55,3	52,4	54,9	61,9	61,0	48,9
Відношення банківського кредиту до внутрішнього кредиту	86,8	85,0	82,5	80,0	71,0	70,9
Відношення сукупного банківського кредиту до ВВП	69,2	63,2	60,8	65,8	68,5	54,1
Відношення сукупної кредиторської заборгованості сектора НФК до сукупного внутрішнього кредиту	221,0	236,9	249,9	211,0	255,0	294,2
Співвідношення капіталізації лістингових компаній до ВВП	15,9	13,7	19,7	23,7	29,2	3,1
Відношення готівки в обігу до грошового агрегату М1	63,1	61,9	62,9	62,9	65,0	61,0
Ступінь розвитку фінансового сектора (F _t)	18,2	16,7	15,8	16,4	17,5	16,3
Інтенсивність залучення заощаджень через фінансовий сектор (R ^F)	56,1	46,2	55,8	80,7	21,1	14,3

Джерело: розраховано В.В.Зимовцем за даними табл. 10.

Для оцінки ролі фінансового сектора також було використано коефіцієнт готівки Р.Фогеля та С.Басера [8] (відношення готівки в обігу до грошового агрегату М1), який показує співвідношення у попиті на готівкові та безготівкові гроші, та є виміром довіри до банківського сектора країни в умовах фінансової стабільності. Протягом 2014–2015 рр. цей коефіцієнт майже не змінився – на початок 2014 р. він становив 61,9%, а на кінець листопада 2015 р. – 61% (табл.12). В умовах фінансової нестабільності та знецінення національної валюти стабільність цього показника стала наслідком край низького попиту на готівкову національну валюту.

Також для оцінки рівня розвитку сектора ФК було проаналізовано динаміку коефіцієнта ступеня розвитку фінансового сектора F_t (співвідношення сукупних вимог фінансового сектора нефінансових корпорацій до продуктивного капіталу (активів сектора НФК). Упродовж 2010–2013 рр. цей показник мав тенденцію до повільного зниження – з 18,2 до 16,4%. У 2014 р. підвищення коефіцієнта пов'язане із переоцінкою боргів в іноземній валюті, а в 2015 р. його рівень знизився до 16,3%. Це означає, що за рахунок фінансового сектора у країні фінансується менш ніж шоста частина активів сектора НФК.

Для оцінки інтенсивності залучення заощаджень через фінансовий сектор було застосовано коефіцієнт R^F, який визначається діленням приросту зобо-

⁹ Поряд зі знеціненням лістингових акцій додатковим чинником зменшення капіталізації стало скорочення кількості лістингових компаній через призупинення торгівлі цінними паперами 43 емітентів.

в'язань фінансового сектора на валові заощадження за період (рік). Показник дозволяє оцінити інтенсивність трансформації заощаджень у джерела фінансування активів фінансового сектора, а саме встановити, яка частина валових заощаджень за конкретний період часу (рік) надходить у фінансовий сектор для формування пропозиції фінансових ресурсів. У 2010–2012 рр. цей показник становив 45–55%, у 2013 р. – 80%. Це означає, що в цей період понад половину валових заощаджень було закумульовано у фінансовому секторі, що створювало потенціал для фінансування продуктивного капіталу як основи економічного розвитку країни. Після початку воєнних дій ситуація кардинально змінилась – у 2014 р. цей показник знизився до 21,1%, а в 2015 р. – до 14,3%, що є ознакою більш ніж трикратного зниження довіри власників заощаджень до фінансового сектора країни.

Серед негативних наслідків декапіталізації фінансового сектора України протягом 2014р. – першої половини 2015 р. основними є такі.

1. *Недостатність власного капіталу для відновлення довіри до фінансових інститутів.* Для подолання тотальної недовіри суспільства в цілому та домогосподарств як основного донора до фінансових інститутів останні потребують масштабної рекапіталізації, яка б продемонструвала готовність власників фінансових установ розділити із вкладниками ризики протягом відродження фінансової системи країни. Необхідні обсяги рекапіталізації перевищують обсяги втраченого протягом 2014–2015 рр. капіталу. Хоча загалом обсяги декапіталізації протягом 2014–2015 рр. у номінальному вираженні становили 20,2 млрд грн, або 4,5% капіталу на початок періоду, розгорнувши їх у розрізі секторів, а також врахувавши знецінення гривні, можна оцінити дефіцит капіталу фінансового сектора на рівні 200 млрд грн.

2. *Скорочення обсягів боргового фінансування підприємств реального сектора економіки.* Протягом 2014 р. – першої половини 2015 р. обсяги кредитування підприємств у гривні скоротились на 86 млрд грн, або на 18,12%, а обсяги кредитування в іноземній валюті скоротились на 8,8 млрд дол. США (еквівалент). Мало місце також скорочення фінансування підприємств реального сектора у формі розміщення облігацій: загальні обсяги вкладень у облігації зменшилися на 7,3 млрд грн (на 16,8%). За даними НКЦФР, у 2014 р. обсяги зареєстрованих випусків облігацій становили 39 млрд грн, що на 4,1 млрд грн менше порівняно з 2013 р., а у першому півріччі 2015 р. – 4,3 млрд грн, що менше порівняно з аналогічним періодом 2014 р. на 6,6 млрд грн [9]. Відсутність попиту призвела до зниження активності на ринку первинного розміщення облігацій підприємств: якщо в 2014 р. обсяги випуску знизилась на 10%, то у першому півріччі 2015 р. – більш ніж на 50% у річному вимірі. Основною причиною скорочення обсягів боргового фінансування підприємств реального сектора була недостатність капіталу фінансових установ для покриття вже існуючих кредитних ризиків.

3. *Підвищення відсоткових ставок* було зумовлене зростанням дефіциту вільних фінансових ресурсів на внутрішньому ринку і неспроможністю фінансового сектора збільшити їх пропозицію. Відсоткова ставка за кредитами в гривні зросла з 17,5% річних на початок 2014 р. до 22,4% річних на 01.07.2015 р. Дефіцит вільних фінансових ресурсів став наслідком не лише зростаючої недовіри до фінансового сектора, але й нарощування прямого фі-



нансування НБУ уряду шляхом придбання ОВДП. Протягом 2014 р. – першого півріччя 2015 р. обсяги вкладень НБУ в ОВДП зросли на 211 млрд грн, що у співставленні з дефіцитом капіталу фінансового сектора, який, за нашими оцінками, становить 200 млрд грн, дозволяє зробити висновок про посилення "ефекту витіснення" та переважання фіскальних чинників декапіталізації фінансового сектора економіки.

4. *Зупинка процесу формування пайових механізмів фінансування реального сектора економіки.* До початку 2014 р. в Україні так і не було створено механізмів непрямого пайового фінансування реального сектора економіки. Протягом 2014 р. – першої половини 2015 р. розвиток небанківських фінансових інститутів (НПФ та ІСІ) загальмувався, приріст їх чистих активів уповільнився. Протягом 2014 р. – першого півріччя 2015 р. обсяги вкладень фінансового сектора в акції підприємств хоч і зросли на 3,3 млрд грн (з 43,6 до 46,9 млрд грн), проте у макроекономічному вимірі були незначними (менше 3% ВВП) і не відігравали помітної ролі у фінансуванні реального сектора через пайові інструменти. Приріст вкладень фінансового сектора у цей інструмент не перевищував 2% загального обсягу випуску акцій в 2014 р. – першому півріччі 2015 р., який становив 182,7 млрд грн [9].

Висновки

У 2014–2015 рр. відбулося "звуження" фінансового сектора економіки України – скорочення його ресурсної бази та послаблення ролі в опосередкуванні трансформації заощаджень у продуктивний капітал. Зовнішніми проявами цих тенденцій стали демонетизація економіки, а саме падіння коефіцієнта "фінансової глибини" з 61,9 до 49,8%, та майже трикратне зниження інтенсивності залучення заощаджень через фінансовий сектор. Це, поряд із впливом інших чинників (насамперед фізичної втрати капіталу внаслідок анексії та окупації територій країни та зумовленої нециклічним падінням ВВП збитковості), призвело до уповільнення темпів зростання продуктивного капіталу (активів реального сектора економіки) до 6%. З урахуванням інфляційного чинника (за показником дефлятора валового нагромадження) [10], тобто у реальному вимірі, продуктивний капітал в Україні протягом двох воєнних років, за нашими оцінками, скоротився не менш ніж на 10%, або на 600 млрд грн у цінах 2013 р.

Фундаментальними причинами декапіталізації фінансового сектора економіки України в 2014 р. – першій половині 2015 р. стали низька норма чистих заощаджень та "проїдання" капіталу протягом 2010–2013 рр. На початок 2014 р. інвестиційні ризики, зумовлені нагромадженням макрофінансових дисбалансів, досягли критично високого рівня. Усвідомлення суспільством неможливості подолання існуючих дисбалансів традиційними інструментами фінансової політики в умовах розгортання широкомасштабної воєнної, інформаційної та фінансової агресії проти України призвело до банківської паніки, втечі капіталу з країни, припинення діяльності багатьох банків та інших фінансових установ. Криза ліквідності у поєднанні з незадовільним фінансовим станом підприємств реального сектора разом призвели до масштабних збитків і декапіталізації фінансового сектора, яка матиме довготривалі негативні наслідки для економіки України.



Недостатність капіталу фінансових інститутів залишатиметься однією з основних перешкод для відновлення обсягів боргового та пайового фінансування реального сектора економіки, що утруднить запуск ринкових механізмів економічного пожвавлення в країні.

Список використаних джерел

1. Сколотяний Ю., Самаєва Ю. Валерія Гондарева: "Ці статки й ця так звана олігархія — дуті бульбашки" [Електронний ресурс]. – Дзеркало тижня. Україна. – 2015. – 2 жовтня. – Доступний з : <http://gazeta.dt.ua/macrolevel/valeriya-gontaryeva-ci-statki-y-cya-tak-zvana-oligarhiya-duti-bulbashki-.html>
2. В банковскую систему нужно "вливать" 120 миллиардов гривен [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://ubr.ua/finances/banking-sector/v-bankovskuu-sistemu-nujno-vlit-120-milliardov-griven-354202>
3. Фінансові результати великих та середніх підприємств до оподаткування за видами економічної діяльності за січень–червень 2015 року [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://ukrstat.gov.ua/>
4. Абромавичус анонсировал реструктуризацию 47-миллиардного долга государства перед бизнесом [Електронний ресурс]. – Доступний з : http://censor.net.ua/news/355356/abromavichus_anonsiroval_restrukturizatsiyu_47milliardnogo_dolga_gosudarstva_pered_biznesoma
5. Индекс акцій ПФТС [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://www.pfts.ua/uk/shares-indexes/?firstDate=01.01.2015&lastDate=01.07.2015>
6. Квартальні та річні огляди ринку ІСІ [Електронний ресурс]. – Доступний з : http://www.uaib.com.ua/files/articles/1954/21/Q1%202014_PR.xls
7. УАІБ: Аналітичний огляд ринку управління активами у 2013 році [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://www.uaib.com.ua/>
8. Vogel R., Buser S. Inflation, Financial Repression and Capital Formation in Latin America // Money and Finance in Economic Growth and Development / ed. R. McKinnon. – New York : Marcel Dekker, Inc., 1976. – P. 35–70.
9. Аналітичні дані щодо розвитку фондового ринку [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://www.nssmc.gov.ua/fund/analytics>
10. Изменение дефлятора валового внутреннего продукта [Електронний ресурс]. – Доступний з : https://ukrstat.org/operativ/operativ2014/vvp/def_vvp/def_2014_r_n.htm

Надійшла до редакції 16.12.2015 р.

Даниленко А.И., член-корреспондент НАН України

Зимовец В.В., д-р екон. наук

Шелудько Н.М., д-р екон. наук

Институт економіки і прогнозування НАН України

ДЕКАПИТАЛИЗАЦИЯ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА ЭКОНОМИКИ УКРАИНЫ: ПРИЧИНЫ И ПОСЛЕДСТВИЯ

Рассматриваются причины, масштабы и последствия декапитализации финансового сектора экономики Украины в 2014–2015 гг. Выделены фундаментальные макроэкономические причины декапитализации финансового сектора, выявлены формы и методы декапитализации финансового сектора в зависимости от типов финансовых институтов, специфики финансовых отношений, возникающих с другими секторами экономики. Оценены последствия декапитализации финансового сектора для экономики Украины.

Ключевые слова: сбережения, потребление, капитал, банки, финансовый сектор, финансовые корпорации.



Danylenko A., Corresponding Member of NAS of Ukraine

Zymovets V., Doctor of Economics

Shelud'ko N., Doctor of Economics

Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine

DECAPITALIZATION OF UKRAINE'S FINANCIAL SECTOR: CAUSES AND CONSEQUENCES

The article reveals the conceptual basis of decapitalization of the financial sector as a phenomenon generated by both objective and subjective factors: the fundamental causes of decapitalization of the financial sector may be deteriorating financial condition of borrowers and issuers, capital losses in other sectors resulting in negative values of net savings at macro level; in the case of reduction of the rate of net savings or its negative value (with unavailability of external financing) economic system undergoes local or total decapitalization, which expands to all sectors.

The authors indicate that the forms and methods of decapitalization of the financial sector are determined by the type of financial institution, and by the special nature of financial relations with other sectors, and the related structure of assets and liabilities.

Justified the concept of "decapitalization of the financial sector" as absolute reduction of the nominal amounts of equity and equity equivalent for the financial institutions of all types less the capital of the central bank; this interpretation requires a balance approach and allows evaluating the extent of decapitalization nominally, taking no account of money depreciation due to inflation.

It is established that decapitalization of the financial sector in Ukraine in 2014 - first half 2015 acquired the following main forms: a decrease in equity due to depreciation of debt based financial instruments; decrease in equity due to the depreciation of equity debt financial instruments; reduction of capital in connection with the termination of financial institutions.

The authors argue that the fundamental reason of decapitalization of the banking sector were interrelated trends of depreciation and liquidity shortage associated with the loss, by part of the banks, of their ability to fulfill obligations to depositors and creditors.

It is shown that the main reasons of the decapitalization of the Private Pension Funds were the rapid reduction of pension contributions as a result of the poor financial state of the real sector companies that fund the programs of supplementary pension provision, as well as losses due to the depreciation of the stocks portfolios and banks' insolvency.

It was found that the determining factors of the decapitalization of the insurance companies were the reduction of their registered authorized capital due to reducing the amount of licensed insurance companies, deteriorating financial performance (due to lower demand for insurance services caused by the overall economic downturn), depreciation of financial assets (shares) and the loss of funds in the insolvent banks, which led to increased number of loss-making insurance companies;

It is shown that the main causes of the decapitalization of the Collective Investment Institutions (CII) operating on market principles were the withdrawal of capital by the participants of open-type CII, which coincided in time with the banking panic (early 2014); depreciation financial assets and loss of funds in insolvent banks; suspension of the circulation of the issuers' securities on the occupied territories (in the Crimea and in the ATO area).

The authors define the quantitative (nominal) amount of the decapitalization of the financial sector in Ukraine by segments; it is found that the main negative effects of the decapitalization of the financial sector of Ukraine during 2014 - first half of 2015 are the following: lack of equity to restore confidence in financial institutions, the decline in the debt financing of the real economy, higher interest rates due to the growing shortage of free financial resources on the domestic market and the failure of the financial sector to increase their propositions.



The authors provide an assessment of the consequences of decapitalization of the financial sector for Ukraine's economy.

It is emphasized that the lack of capital in financial institutions will remain one of the main obstacles to the recovery in equity and debt financing in the real economy, which will complicate the launch of market mechanisms of economic recovery in Ukraine.

Key words: *saving, consumption, capital, banks, financial sector, financial corporations.*

References

1. Skolotianyj, Yu., Samaieva, Yu. (2015). Valeriia Hontarieva: "Tsi statky j tsia tak zvana oliharkhiia–duti bul'bashky" [Valeria Gontareva: "These States and this so-called oligarchy — inflated bubbles"]. *Dzerkalo tyzhnia. Ukraina* [Mirror of the week. Ukraine], October, 2. Retrieved from http://gazeta.dt.ua/macrolevel/valeriya-gontaryeva-ci-statki-y-cya-tak-zvana-oligarhiya-duti-bulbashki-_html [in Ukrainian].
2. V bankovskuju sistemu nuzhno "vlit" 120 milliardov griven [The banking system needs to "flow" 120 billion hryvnias]. Retrieved from <http://ubr.ua/finances/banking-sector/v-bankovskuu-sistemu-nuzhno-vlit-120-milliardov-griven-354202> [in Russian].
3. Finansovi rezul'taty velykykh ta serednikh pidpriemstv do opodatkuvannia za vydamy ekonomichnoi diial'nosti za sichen'–cherven' 2015 roku [Financial results of large and medium-sized enterprises before taxation, by type of economic activity for January–June 2015]. Retrieved from <http://ukrstat.gov.ua/> [in Ukrainian].
4. Abromavichus anonsiroval restrukturizaciju 47-milliardnogo dolga gosudarstva pered biznesom [Abromavichus announced restructuring 47-billion debt of the state to the business]. Retrieved from http://censor.net.ua/news/355356/abromavichus_anonsiroval_restrukturizatsiyu_47milliardnogo_dolga_gosudarstva_pered_biznesoma [in Russian].
5. Indeks aksij PFTS [The PFTS stock index]. Retrieved from <http://www.pfts.ua/uk/shares-indexes/?firstDate=01.01.2015&lastDate=01.07.2015> [in Ukrainian].
6. Квартальні та річні огляди ринку ІСІ [Електронний ресурс]. Retrieved from http://www.uaib.com.ua/files/articles/1954/21/Q1%202014_PR.xls [in Ukrainian].
7. UAIB: Analitichnyj ohliad rynku upravlinnia aktyvamy u 2013 rotsi [UAIB: Analytical review of the asset management market in 2013]. Retrieved from <http://www.uaib.com.ua/> [in Ukrainian].
8. Vogel, R., Buser, S. (1976). Inflation, Financial Repression, and Capital Formation in Latin America. *Money and Finance in Economic Growth and Development*. New York: Marcel Dekker, Inc., 35–70 [in English].
9. Analitichni dani schodo rozvytku fondovoho rynku [Analytical data for the development of the stock market]. Retrieved from <http://www.nssmc.gov.ua/fund/analytics> [in Ukrainian].
10. Izmenenie defljatora valovogo vnutrennego produkta [The change in the deflator of gross domestic product]. Retrieved from https://ukrstat.org/operativ/operativ2014/vvp/def_vvp/def_2014_r_n.htm [in Russian].