

ДЕКАПІТАЛІЗАЦІЯ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРА ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ: ПЕРЕДУМОВИ І НАСЛІДКИ

Науково-аналітична записка

Достатність капіталу фінансового сектора є однією із основних підвалин економічного розвитку. Необхідність технологічних змін і структурні зрушення в економіці вимагають швидких темпів оновлення необоротних активів, тому капіталізований фінансовий сектор є, поряд з іншими чинниками, необхідною передумовою економічного розвитку національної економіки. Дисфункціональність фінансових посередників (насамперед у плані кредитно-інвестиційної функції) уповільнює міжгалузеву мобільність капіталу, що стимулює стагнацію.

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 ресурсів¹.

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 шахрайству, від 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 сектора² можуть стати погіршення фінансового стану позичальників та

¹ В економічній науці це дістало назву "ефект витіснення", коли частина заощаджень, акумульованих фінансовим сектором, спрямовується на "латання дірок" у державних фінансах.

² У поняття "декапіталізація" вкладається такий зміст: це абсолютне зниження номінальних обсягів власного та прирівняних до нього капіталу фінансових інститутів усіх типів без урахування капіталу центрального банку країни. При дослідженні декапіталізації застосовувався

емітентів, втрати капіталу в інших секторах економіки, проявом чого на макрорівні є від'ємне значення показника "чисті заощадження". У разі зниження норми чистого заощадження 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.

Макроекономічні 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 приховувати незадовільний стан із нагромадженням капіталу в країні (табл. 1).

Таблиця 1

Чисті заощадження та зовнішні запозичення в 2005–2013 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/>

Отже, протягом 2010–2013 рр. стрімко зростала боргова залежність країни і знижувалася норма чистих заощаджень. Саме у цей період було закладено макроекономічні підвалини для руйнування фінансової системи України. 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.

Другим вагомим фактором впливу стала декапіталізація у секторі нефінансових корпорацій, від'ємне значення чистих заощаджень у

внятковно балансовий підхід і розглядалася лише номінальна декапіталізація, без урахування знецінення грошей у часі через інфляцію.

якому в 2013 р. становило 119,5 млрд грн (табл. 2). Починаючи з 2009 р. кумулятивний дефіцит капіталу в реальному секторі становив 362,7 млрд грн. В умовах зниження обсягів чистих заощаджень домогосподарств (зі 161 млрд грн у 2010 р. до 116 млрд грн у 2013 р.) дефіцит капіталу в економіці збільшувався, що потребувало здійснення зовнішніх запозичень у зростаючих обсягах.

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/>

Надмірне державне споживання та незадовільні результати діяльності підприємств реального сектора були основними причинами зниження і набуття нормою чистих заощаджень ВВП від'ємного значення, яке сягнуло -3,2%, або 48,2 млрд грн у 2013 р. Проте 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. ми пояснюємо впливом геополітичних чинників та окупації Кремлем частини території, що, накладаючись на існуючі 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 (страхових

компаній, недержавних пенсійних фондів, інститутів спільного інвестування, кредитних спілок, інших кредитних установ, фінансових компаній, юридичних осіб, що надають послуги фінансового лізингу, ломбардів та допоміжних фінансових організацій) за період з початку 2013 р. по серпень 2015 р.

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	261 598
31 березня 2015 р.	174 600	253 064
30 червня 2015 р.	173 569	х
31 серпня 2015 р.	161 687	х

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

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 у банківському сегменті та із запізненням – у секторі небанківських фінансових інститутів.

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 банківської системи загалом на початок 2014 р. Небанківські фінансові інститути на відміну від банківських установ мають порівняно незначні обсяги поточних зобов'язань та менш вразливі до валютних ризиків. Нарощування капіталу небанківських фінансових установ тривало до кінця III кв. 2014 р., що пояснюється принципово іншим характером ризиків, притаманних їх діяльності. Перевищення розміру капіталу небанківських фінансових установ над капіталом банків ми пояснюємо 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 банківським капіталом.

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., коли ситуація на Сході залишалась гострою.

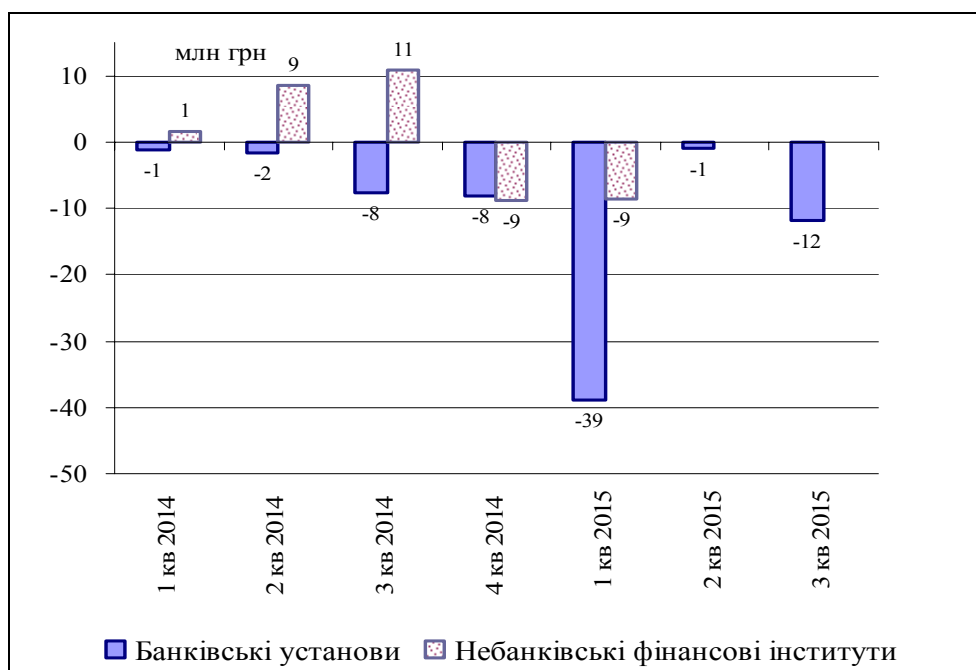


Рис. 1. Масштаби декапіталізації фінансового сектора економіки України в 2014–2015 рр.

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 кварталі 2014 р. (у розмірі 4,3 млрд дол.), чого виявилось достатньо для запуску процесів делевериджу (вилучення коштів) і декапіталізації фінансового сектора.

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. Наймасштабніші втрати капіталу фінансовим сектором припадають саме на період кінця 2014 – початку 2015 р. (рис. 1), у який спостерігаються

тактичні перемоги окупаційних військ, що посилювало турбулентність фінансової системи країни.

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

Банки: форми і методи 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. 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 грн. 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.

Таблиця 3

Капітал банків України (2014–2015 рр.), млн грн

Показник	01.01.2014	01.01.2015	01.08.2015	01.08.2015*
Капітал	192 599	148 023	91 337	137 029
Регулятивний капітал	204 976	188 949	97 783	138 134
Норматив достатності (адекватності) регулятивного капіталу (10%)	18,26	15,6	8,03	
Результат діяльності	1 436	-52 966 ³	-90 094	-33 135
Частка простроченої заборгованості у загальній сумі кредитів, %	7,7	13,5	19,4	17,9

* 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

Фундаментальною причиною декапіталізації банківського сектора стали взаємопов'язані між собою тенденції знецінення активів і дефіциту ліквідності, пов'язаного із втратою частиною банків спроможності виконувати зобов'язання перед вкладниками та кредиторами.

1. Погіршення якості та знецінення активів. Основою складовою активів банківського сектора є кредити, що вже на початок 2014 р. ма-

³ На фінансовий результат системи банків негативно вплинули збитки банків, віднесених до категорії неплатоспроможних і в яких були запроваджені тимчасові адміністрації, – 19,9 млрд грн. Без урахування збитків цих банків збиток по системі банків становив 33,1 млрд грн.

ли 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. боргова залежність підприємства реального сектора економіки становила 1,92, а дефіцит власного капіталу оцінювався у розмірі 350 млрд грн, достатньому 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. оцінюється 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 майже 20% на початок серпня 2015 р. Це й зумовило зростання витрат банків на резервування, які загалом з початку 2014 р. перевищили 173 млрд грн. Частково можна погодитися з думкою голови Правління 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 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. *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 126 на 1 серпня 2015 р. (без неплатоспроможних банків). Обсяги декапіталізації у результаті виведення з ринку неплатоспроможних банків упродовж 2014–015 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 фінансової системи до негативного впливу внутрішніх і зовнішніх ризиків. Проте така відносна стійкість не могла справити відчутного стабілізаційного ефекту на фінансовий сектор України через відносно 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. Акумуляуючи фінансові ресурсів 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*, а саме право на отримання частини активів, пропорційної вкладеним коштам.

Специфіка діяльності НПФ в Україні зумовлюється тим, що це – фонди зі встановленими внесками. Отже, декапіталізація системи НПФ, під якою ми розуміємо *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".

Таблиця 4

Структура активів НПФ, %

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

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

До 2014 р. спостерігалась позитивна динаміка зростання активів НПФ, які протягом 2010–2013 рр. зростали 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 втратила динаміку розвитку та нагромадження активів, проте декапіталізація у цьому сегменті фінансового сектора не набула форми 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 інформа-

ція про 81 недержавний пенсійний фонд, то на 30.06.2015 р. залишилось 72 фонди. Зменшення загальної кількості НПФ компенсувалося зростанням чистих активів діючих НПФ.

Таблиця 5

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>

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. 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 непластпроможних 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.

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 капіта-

лу на початок 2014 р. Активи страхових компаній за цей же період загалом зменшились на 2,8 млрд грн. Найбільш суттєво зменшилися вкладення в акції – на 2,9 млрд грн (табл. 6).

Таблиця 6

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

Дата	Загальні активи страховиків	Депозити	Акції	Власний капітал	Статутний капітал
2013-12-31	66387,0	9296,4	17834,3	40207,6	15377,2
2014-03-31	64771,2	8908,3	17323,7	41116,7	14318,7
2014-06-30	66156,7	9088,0	17738,2	42163,5	14970,1
2014-09-30	68120,7	9129,7	18487,3	43317,9	15210,0
2014-12-31	61092,8	9031,8	18009,1	36176,0	13987,0
2015-03-31	63454,3	9457,9	15387,6	37356,3	14447,1
2015-06-30	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

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).

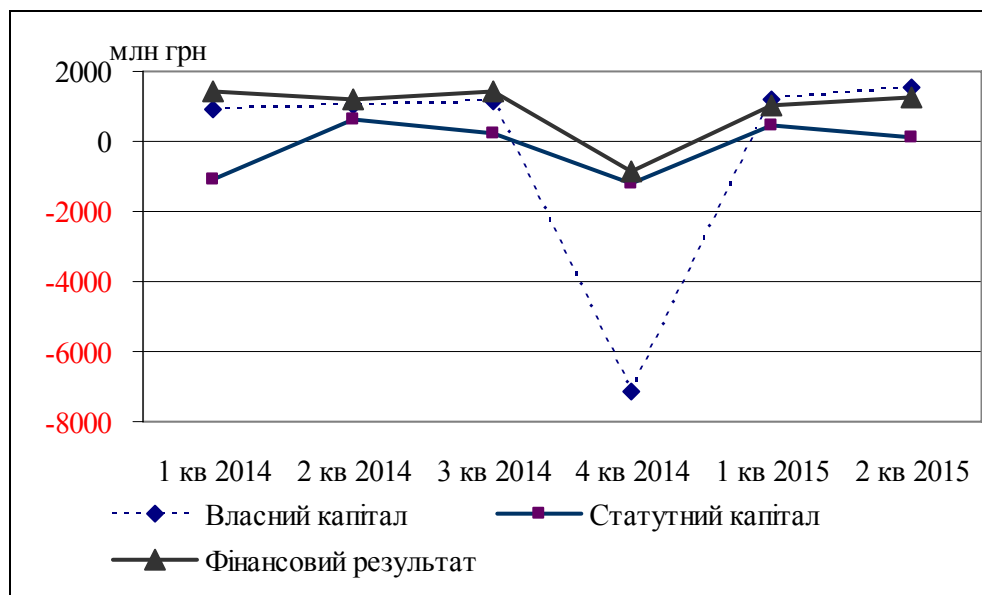


Рис. 2. Власний, статутний капітал і чистий прибуток страхових компаній по кварталах у 2014–2015 рр.

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

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 секторі 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 – 374;

- погіршення фінансових результатів діяльності у зв'язку зі зниженням попиту на страхові послуги, зумовленим 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 2014–2015 рр. можна констатувати лише помірну декапіталізацію у секторі страхових компаній, рівень достатності капіталу (відношення власного капіталу до активів), який на початок липня 2015 р. залишився на рівні початку 2014 р.

Інститути спільного інвестування. Специфіка фінансових відносин у секторі 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 фондовій біржі). Станом на 01.07.2015 р. зі 1171 працюючих⁴ інвестиційних фондів 1000 відносились 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, сектор інститутів спільного інвестування виконує функцію трансформації заощаджень домогосподарств в інвестиції у відносно незначних обсягах. Переважання у складі учасників ІСІ юридичних осіб накладало специфіку на їх діяльність

⁴ 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.

та структуру активів. ІСІ використовувались як інструмент для уникнення від оподаткування та здійснення непрозорих фінансових операцій з цінними паперами та іншими фінансовими активами.

Загалом декапіталізація (негативний приріст чистих активів) усіх ІСІ, крім венчурних, мала місце лише в ІІ кв. 2014 р. (на 373 млн грн). Загалом 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. За оцінками фахівців УАІБ, вплив капіталу вкладників відкритих ІСІ перевищував масштаби зменшення чистих активів, найбільші обсяги якого припадають на І кв. 2014 р. Протягом 2015 р. спостерігається уповільнення чистого впливу капіталу з відкритих ІСІ, який зменшився у 10 разів порівняно з І кв. 2014 р. [7]. Хоча обсяги вилучення капіталу у масштабах фінансового сектора країни загалом були незначними і це не могло суттєво позначитися на обсягах інвестування в цілому по країні, 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 цієї частини фінансового сектора країни.

Таблиця 7

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

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. Для ІСІ, як і для НПФ, дуже гостро стоїть проблема знецінення активів унаслідок втрати коштів у зв'язку з ліквідацією неплатоспроможних банків. Потребує вирішення проблема черговості задоволення вимог кредиторів та забезпечення механізмів отримання відшкодувань від Фонду гарантування вкладів фізичних осіб фізичними особами – учасниками ІСІ;

– припинення обігу цінних паперів емітентів, розташованих на окупованих територіях (в АРК та у зоні АТО).

На відміну від ІСІ, які працюють на ринкових засадах, ІСІ венчурного типу лише нарощували чисті (провальним є лише 4 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.

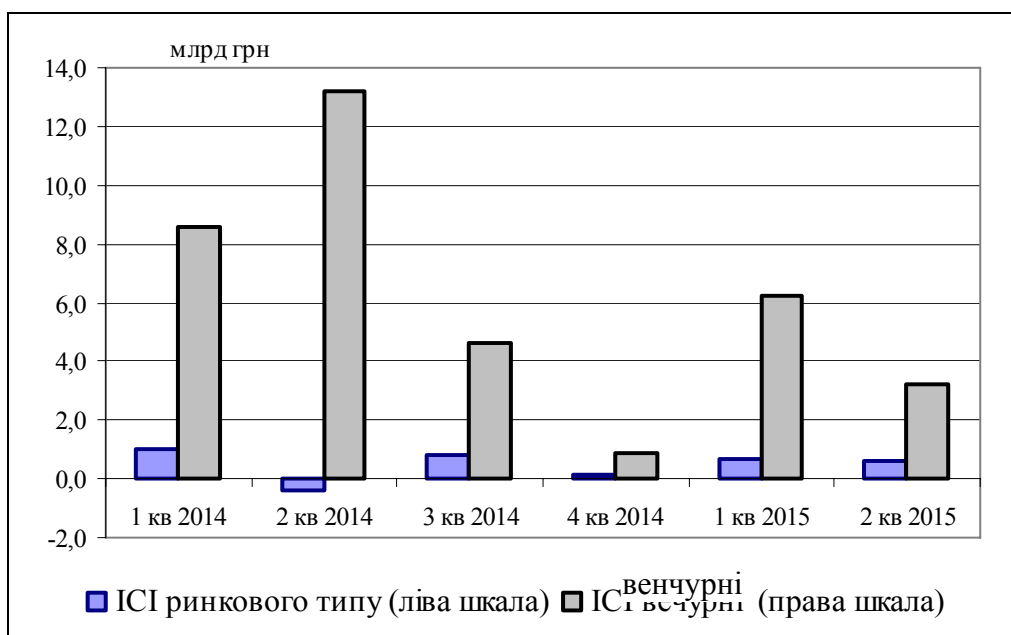


Рис. 3. Приріст чистих активів ІСІ в 2014–2015 рр.

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

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 зросла. Отже, процес декапіталізації зачепив лише ту частину ІСІ, які працюють безпосередньо з домогосподарствами.

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

Упродовж 2014–2015 рр. процеси декапіталізації у фінансовому секторі відбувались у всіх сегментах ринку. Підсумкові дані щодо масштабів зменшення власного та гібридного капіталу фінансових інститутів наведено у табл. 7.

Таблиця 7

Зміни власного та гібридного капіталу фінансових інститутів України 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	х	х	х	х
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-npzh.html>,

Наймабільніша декапіталізація відбулася у банківському секторі, власний капітал якого зменшився на 70,4 млрд грн. У секторі 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 із зниженням фондового індексу⁵ 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 чутливий 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 126, кількість інститутів спільного інвестування в Україні зросла з 1250 до 1556, кількість компаній з управління активами (КУА) скоротилась 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. Наслідком декапіталізації фінансових інститутів стала втрата довіри до фінансового сектора і зниження рівня монетизації економіки країни з 53,2 до 50,2% ВВП (табл. 8).

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

⁵ У 2014 р. індекс ПФТС зріс на 28,75%, а у першій половині 2015 р. знизився на 21%.

ОВДП хоч і несуттєво, але зросли – на 1,8 млрд, що дозволяє стверджувати про посилення "ефекту витіснення" в 2014–2015 рр.

Таблиця 8

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 <i>у т.ч.</i>	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					

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

Зростання номінальних обсягів вимог фінансового сектора до НФК у 2014–2015 рр. на 107 млрд грн, 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 2010–2013 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).

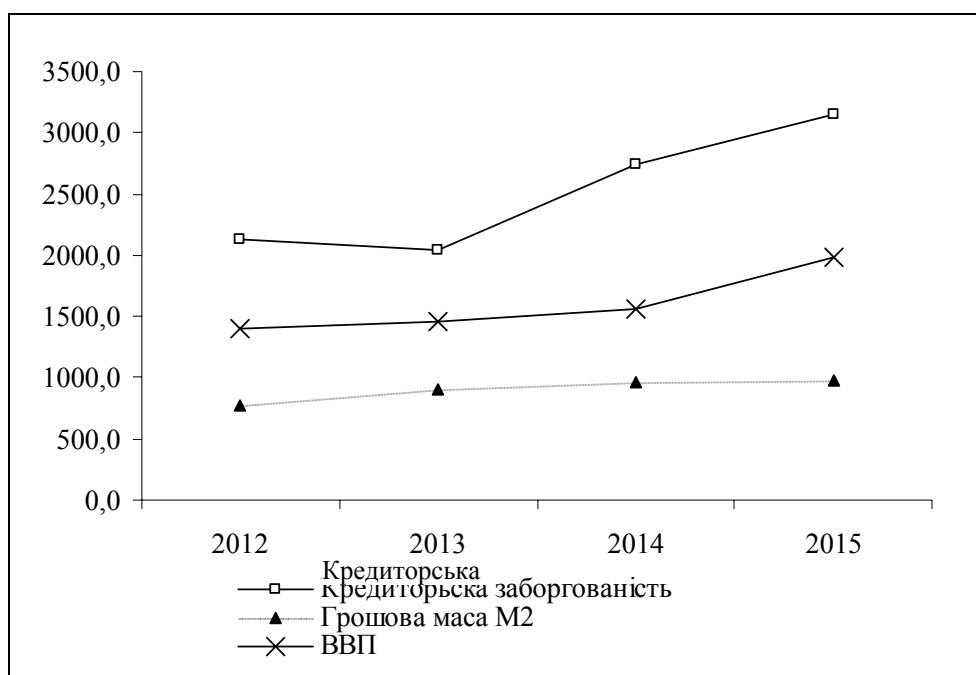


Рис. 4. Динаміка грошової маси, ВВП та кредиторської заборгованості НФК у 2012–2015 рр. в Україні

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. 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. співвідношен-

ня капіталізації лістингових компаній до ВВП – з 29,2 до 3,1% ВВП⁶ (майже у 10 разів).

Таблиця 9

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

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%. 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 діленнями приросту зобов'язань фінансового сектора на валові заощадження за

⁶ Поряд зі знеціненням лістингових акцій додатковим чинником зменшення капіталізації стало скорочення кількості лістингових компаній через призупинення торгівлі цінними паперами 43 емітентів.

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 зберігалось 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 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 придбання облігацій: загальні обсяги вкладень у облігації скоротилися 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 фінансо-

вих 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 фінансування 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. В 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 пограбування окупованих Кремлем територій та зумовленої нециклічним падінням ВВП збитковістю), призвело до уповільнення темпів зростання продуктивного капіталу (активів реального сектора економіки) до 6 %. З урахуванням інфляційного чинника (за показником дефлятора валового національного продукту), 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. як наслідок реалізації моделі пограбування країни попередньою владою. 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 із 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. *Сколотняк Ю., Самаєва Ю.* Валерія Гондарєва: "Ці статки й ця так звана олігархія — дуги 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. Абронавичус 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. Індекс 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