

УДК 330.35(477)

Економіка в умовах сучасних трансформацій

Крючкова І.В., д-р екон. наук
головний науковий співробітник Інституту економіки
та прогнозування НАН України

ДЕСТРУКТИВНІ ЗМІНИ В РОЗПОДІЛІ ВАЛОВОГО НАЯВНОГО ДОХОДУ ТА НАПРЯМИ ДЕРЖАВНОЇ ПОЛІТИКИ ЩОДО ЇХНЬОГО ПОДОЛАННЯ

Висвітлюються причини та наслідки деструктивних змін у розподілі валового наявного доходу (ВНД) між інституційними секторами економіки в 2012 р. Насамперед це високий рівень чистого відпливу доходів від власності з реального сектора економіки на користь фінансових корпорацій через високу вартість кредитування з ефектом зниження заощаджень підприємств, що вплинуло на затухання інвестиційних процесів у поточному році. По-друге, це падіння рівня ВНД у секторі загального державного управління через високу різницю між отриманими та сплаченими соціальними трансфертами з впливом на нарощення державного боргу. Даються рекомендації щодо гармонізації структури ВНД шляхом оздоровлення державних фінансів, зменшення рівня урядових запозичень, запровадження обмеження відсоткових ставок за депозитами та кредитами з контролем НБУ та встановлення коригуючих коефіцієнтів за внесками банків у ФГВФО залежно від відсоткових ставок за депозитами¹.

К л ю ч о в і с л о в а: валовий наявний дохід, інституційні сектори економіки, безпечні рівні секторного валового наявного доходу, доходи від власності, соціальні трансферти, валове нагромадження основного капіталу, викривлення в структурі валового наявного доходу.

Аналіз пропорцій у формуванні структури валового наявного доходу в розрізі інституційних секторів економіки показав, що в 2012 р. посилювалися їхні викривлення як у корпоративних, так і в інших секторах економіки². Особливо болючого падіння зазнали доходи нефінансових корпорацій, що призвело до економічно небезпечного порушення базових умов відтворення ВВП на тлі розширення відпливу за кордон факторних доходів, а також заощаджень фінансового сектора за каналом погашення боргів.

За даними першого півріччя 2012 р. спостерігається номінальне падіння валового наявного доходу (ВНД) нефінансових корпорацій на 53,8% (проти

¹ Публікацію підготовлено за виконання НДР "Макроекономічна збалансованість у системі моделей розвитку економіки України" (№ держреєстрації 0111U009974).

² Детальний аналіз зроблено автором у: Крючкова І.В. Макроструктурні чинники гальмування економічного розвитку України / І.В.Крючкова // Економіка і прогнозування. – 2012. – № 4.



відповідного періоду 2011 р.) до 9,1 млрд грн [1] зі зниженням його рівня до 1,4% у структурі валового наявного доходу по економіці загалом.

За статистичними даними, у I кв. зафіксовано -2,8 млрд грн, у другому 11,9 млрд грн, що відповідно становило: -0,9% та 3,3% від ВНД в цілому (табл. 1). Небезпечним з огляду на перспективу є те, що у першому півріччі 2012 р. рівень ВНД реального сектора економіки виявився нижчим, ніж у найбільш глибинному за кризовим падінням 1996 р., коли він знизився до 2%. У 2012 р. головний інвестиційний ресурс економіки – заощадження нефінансових корпорацій – виявився у 6,4 раза меншим за економічно безпечний рівень – 9%. При цьому для якнайшвидшого відновлення докризового ВВП він повинен бути ще вищим і становити 12,5% від загальнонаціонального ВНД. Наразі чисті заощадження³ нефінансових корпорацій були від’ємними і становили у I кв. -29,2 млрд грн, а в II кв. – -16,2 млрд грн, а за перше півріччя це становило -7% від ВВП.

Таблиця 1

**Структура валового наявного доходу
в розрізі інституційних секторів економіки, %**

Показник	2011				2011	2012	
	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	загалом	1 кв.	2 кв.
Валовий наявний дохід	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Нефінансові корпорації	1,5	4,0	9,5	0,3	4,1	-0,9	3,3
Фінансові корпорації	5,7	4,3	3,0	3,4	4,0	4,8	2,6
Сектор загального державного управління	17,4	17,6	17,2	20,2	18,2	20,1	20,0
Домашні господарства	73,9	73,1	69,4	75,3	72,8	75,1	73,1
Некомерційні організації, що обслуговують домашні господарства	1,5	0,9	0,9	0,8	1,0	0,9	1,0
Решта світу	-3,5	-0,5	-1,1	-0,9	-1,4	-2,9	-2,4

Джерело: розраховано автором за даними "Квартальні національні рахунки за інституційними секторами" Державної служби статистики України за відповідні роки.

Із зазначеним кореспондуються статистичні дані щодо чистого прибутку великих і середніх підприємств, у яких за перше півріччя 2012 р. показник становив лише 3,2 млрд грн проти 15,9 млрд грн у відповідному періоді 2011 р.⁴ [1], що засвідчує надзвичайну серйозність фінансових проблем у реальному секторі економіки.

Небезпечною ознакою майбутньої інвестиційної кризи в реальному секторі і в економіці загалом є те, що 87,5% валового нагромадження основного капіталу у I кв. і 96% у II кв. покривалися чистими запозиченнями сектора

³ Довідково: чисті заощадження – це валові заощадження за вирахуванням споживання основного капіталу.

⁴ Чистий прибуток (збиток) великих та середніх підприємств за видами економічної діяльності (без урахування результатів діяльності банків і бюджетних установ. За видом економічної діяльності "Сільське господарство, мисливство, лісове господарство" інформацію наведено без урахування рослинництва, тваринництва та змішаного сільського господарства, які відслідковуються тільки в річній звітності) за січень–червень 2012 р.



нефінансових корпорацій [1]. Тому не дивує той факт, що після високого приросту в I і II кв. у III кв. 2012 р. приріст капітальних інвестицій знизився проти відповідного періоду 2011 р. до 0,4%, а в промисловості мало місце зниження обсягу інвестицій відповідно на 14,6% [2].

За даними НБУ, чисті зовнішні залучення реального сектора економіки за кредитами та облігаціями за січень–вересень 2012 р. становили 4,3 млрд дол. США (за 9 місяців 2011 р. – 1,5 млрд дол. США) [3]. Тоді як фінансовий результат підприємств до оподаткування становив лише 53,2 млрд грн проти 91,1 млрд грн у січні–вересні 2011 р. [4]. Тобто має місце шокове падіння прибутків у реальному секторі економіки.

Для фінансового сектора економіки сам факт структурного падіння рівня ВНД фінансових корпорацій із 4,8% у I кв. до 2,6% у II кв. (див. табл. 1) на тлі паралельного підвищення зазначеного рівня у нефінансових корпорацій є позитивною тенденцією. Однак вбачається загроза у вибудовуванні частиною банків фінансових пірамід шляхом пропонування фізичним особам надзвичайно високих відсотків (до 25–30% річних) за нові депозити задля вирішення фінансових проблем, включаючи необхідність виплати відсотків за старими зобов'язаннями. В умовах низької інфляції 2012 р. (дефляції відносно грудня 2011 р.) та необхідності повернення значних боргів у нинішньому 2013 р. це свідчить про *наближення дефолтів цілого сегмента комерційних банків України*.

Як свідчать дані НБУ, загальний обсяг операцій із рефінансування банків за січень–листопад 2012 р. становив 89,4 млрд грн (у відповідному періоді минулого року – 17,8 млрд грн). Середньозважена відсоткова ставка за цими операціями дорівнювала 8,20% річних (із початку року – 8,16%). Водночас обсяг мобілізаційних операцій становив 43,0 млн грн [5].

У листопаді загальний обсяг операцій Національного банку України із підтримки ліквідності банків становив близько 15 млрд грн (у жовтні – 20 млрд грн) [6], що значно перевищує не лише місячний, але й потенційний квартальний валовий наявний дохід фінансових корпорацій. Постійне розширення підтримки ліквідності банків прямо кореспондується із поверненням кредитів НБУ, тобто із підтримкою комерційних банків "на плаву", а не з метою розширення кредитування реального сектора економіки.

При цьому декларується, що "Національний банк України продовжує активно вживати заходів щодо стимулювання кредитної діяльності банків" [7]. Беручи до уваги те, що одним із вагомих чинників, котрий змушує банки утримуватися від активного здійснення кредитних вкладень (особливо довгострокових), є їхня невпевненість у спроможності підтримати власну ліквідність у разі посилення нестабільності на зовнішніх ринках, Рада Національного банку України рекомендувала Правлінню Національного банку України "з метою забезпечення підтримки ліквідності банків в умовах обмеженого доступу до зовнішніх джерел фінансування розглянути можливість *проведення операцій рефінансування на термін до 360 днів*. Із огляду на необхідність уникнення ризиків для фінансової та монетарної стабільності враховувати, що таку підтримку доцільно надавати лише банкам, які сумлінно виконують усі встановлені регулюючі вимоги Національного банку України" [7].



Немає жодних сумнів у тому, що термін кредитування до 360 днів мало кореспондується із підтримкою поточної ліквідності, а фактично цей захід спрямовано на пряму фінансову підтримку банків в умовах загострення фінансових проблем у корпоративних секторах економіки та у секторі ЗДУ.

Загроз банківській системі додає необхідність масштабного повернення стабілізаційних кредитів, наданих у 2009 р., лєвова частка яких припадає на 2013 р. Так, голова НБУ доповів, що "з початку поточного р. (2012 р. – авт.) обсяг заборгованості банків перед НБУ за стабілізаційними кредитами скоротився на 4 млрд грн і на сьогодні становить близько *68 млрд грн*. У цьому році особливої напруги з поверненням коштів ми не відчуваємо. Усі банки, які в поточному році повинні були провести розрахунки з НБУ, це зробили. Складними з точки зору обсягів погашення цих кредитів будуть наступні три роки. Саме на цей період припадає найбільший обсяг повернення банками коштів регулятору" [8].

Асоціація "Український Кредитно-Банківський Союз" у листі до голови НБУ висловила своє занепокоєння рішеннями НБУ, що значно ускладнили можливості отримання та обслуговування банками стабілізаційних кредитів: "Вважаємо, що скасування постановою № 327 (п. 4) постанови Правління НБУ від 04.02.2010 р. № 47 (далі – постанова № 47), якою, у тому числі, визначався порядок надання Нацбанком стимулюючих кредитів банкам України для підтримки вітчизняного товаровиробника, суттєво обмежить можливості банківської системи України щодо фінансування національної економіки. Зауважуємо, що такі дії НБУ суперечать проголошеним цілям економічної політики Президента та Уряду, серед яких одним з головних завдань є відновлення кредитування реального сектора економіки" [9].

Нацбанк готує комплексну програму відновлення кредитування, однак основний наголос робиться на ухваленні закону про захист прав кредиторів і споживачів фінансових послуг. "Без цього закону банки не зможуть домогтися повернення проблемних кредитів, а відповідно і почати видачу нових позик" [7].

Іншої думки дотримувався член комітету із захисту прав кредиторів НБУ, заступник голови правління "УкрСиббанку" С.Панов, який стверджував, що "Важливим напрямом здешевлення кредитування є створення швидкого та прозорого інституту рефінансування комерційних банків Нацбанком. Розміщуючи вільні кошти в державні цінні папери, комерційні банки повинні мати автоматичне рефінансування під заставу таких цінних паперів, що в свою чергу відобразиться як на доступності, так і на вартості кредитування" [10].

У вересні 2012 р. Правління Національного банку України ухвалило постанову від 25.09.2012 № 393 "Про деякі питання регулювання грошово-кредитного ринку", однак і в додаткових вимогах до банків відсутні вимоги щодо впливу на напрями кредитування або ставки за кредитами.

Слід зазначити, що у 2012 р. відчутний вплив на скорочення кредитування розвитку економіки її фінансовим сектором справив відплив доходу через канал погашення боргів. Так, за 11 місяців минулого року банки скоротили



свою заборгованість на 1,9 млрд дол. США [11]. Водночас у кварталних рахунках зафіксовано чистий відплив факторних доходів в обсязі 17,4 млрд грн, що у 1,6 раза більше минулорічного показника.

За таких умов в економіці не створюються можливості для виходу на докризовий рівень нагромадження основного капіталу і формування стабільних умов зростання ВВП у майбутньому. *Тобто диспропорція в структуруванні валового наявного доходу (відповідно – в структурі національних заощаджень) у корпоративному секторі економіки створює небезпечну ситуацію щодо середньострокової перспективи розвитку.*

Значне погіршення фінансових результатів та валового наявного доходу підприємств знижує їхню власну інвестиційну і кредитоспроможність, особливо в умовах, коли Уряд активно виходить на ринок позичкових ресурсів і витісняє з нього реальний сектор.

За даними Міністерства фінансів, за 10 місяців 2012 р. внутрішній державний борг виріс на 29,2 млрд грн, а зовнішній – на 7,9 млрд грн [12]. Для порівняння, загальний приріст боргу в 37,1 млрд грн покриває майже 96% піврічних фактичних колективних витрат сектора ЗДУ.

Підвищені ризики кредитування на тлі падіння чистих доходів і від'ємних чистих заощаджень нефінансових корпорацій, конкуренція Уряду позначилися на вартості кредитів та темпах їхнього приросту. Так, за даними НБУ, у листопаді середньозважена ставка за кредитами в національній валюті зросла до 23,40% річних із 21,81% у жовтні, в іноземній валюті – до 8,75% (з 8,22%). Середньозважена ставка за депозитами збільшилася в національній валюті до 18,67% річних із 17,55% у жовтні, в іноземній валюті зменшилася до 6,31% (з 6,41%). Ресурси на міжбанківському кредитному ринку в національній валюті за цей період становили 23,3% (12,02% – у вересні, 24,54% – у жовтні) [13]. Номінальний приріст кредитів, наданих нефінансовим корпораціям на кінець жовтня проти грудня 2011 р. становив лише 4,4%, що в реальному обчисленні становить лише 3,3%. У переробній промисловості за 10 місяців відбулося падіння кредитування – як у номінальному (-3,3%), так і в реальному обчисленні (-5%) [14].

У результаті реальний сектор втрачає як власні, так і позичкові джерела розвитку і знижує свій ресурсний інвестиційний потенціал. За каналом доходів від власності за перше півріччя 2012 р. сектор нефінансових корпорацій виплатив 86,6 млрд грн, а отримав, відповідно, 11 млрд грн. Розрив у 75,6 млрд грн, або 11,7% від ВВП (окрім виплати дивідендів), генерується як обсягами запозичень, так і високими ставками за кредитами, що відбувається на тлі зниження залишків на депозитних рахунках підприємств. Для порівняння, поточні податки на доходи нефінансових корпорацій у першому півріччі становили 26,7 млрд грн, або 4% ВВП [1]. Тобто основний вплив на скорочення валового наявного доходу нефінансових корпорацій справляє не податковий тиск, а чистий відплив доходів від власності.

Той факт, що в корпоративних секторах економіки відбувається небезпечно високий за рівнем відплив доходу із сектора нефінансових до сектора



фінансових корпорацій, є наразі основною причиною зменшення інвестиційного потенціалу національних заощаджень в цілому. Нагадаємо, що за останні десять років внесок фінансового сектора у валове нагромадження основного капіталу досягає в середньому менше 3% із загального обсягу капітальних інвестицій, що становить 0,5% від ВВП. Аналогічні показники щодо нефінансових корпорацій відповідно становлять 77,5% та близько 20% [1], що демонструє значимість рівня заощаджень саме цього сектора економіки.

На вартість кредитування прямо та опосередковано впливає Уряд, який в умовах зменшення доступності зовнішнього фінансування *підвищує роль внутрішніх запозичень як джерела фінансування бюджетного дефіциту* та чинника утримання боргової стійкості. При цьому Уряд не тільки нарощує свій внутрішній борг, але й, як вже наголошувалося, витісняє реальний сектор із ринку запозичень.

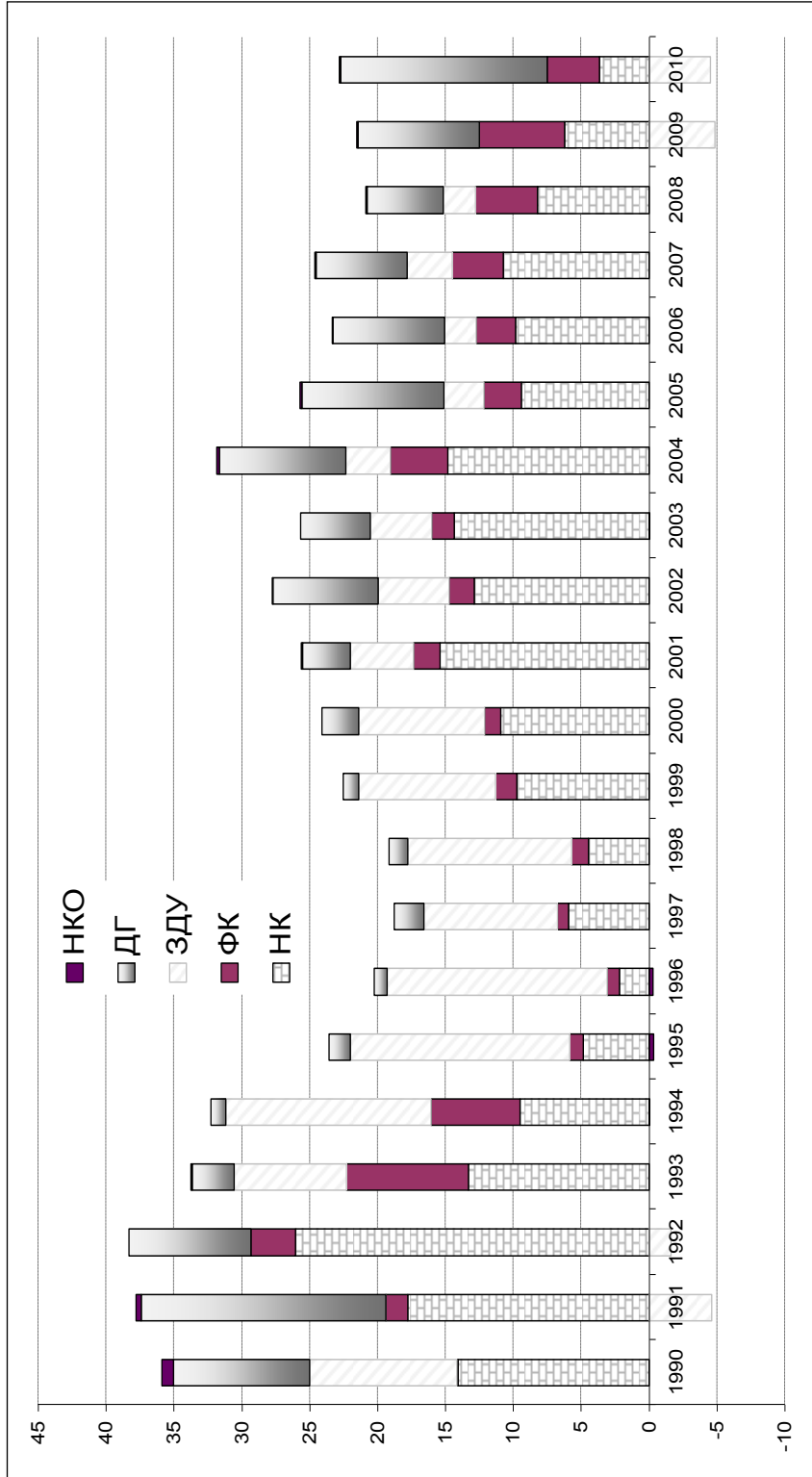
На думку Т.Богдан (ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАНУ") механізм впливу Уряду на вартість внутрішніх запозичень відбувається через ринок ОВДП. Незважаючи на те, що в Україні ОВДП не вважаються цінними паперами, повністю позбавленими ризиків, існує взаємозв'язок між ставками за ОВДП різної строковості і ринковими ставками за кредитами/депозитами банків⁵. Тобто відсоткові ставки за банківськими кредитами і депозитами можуть навіть обчислюватися як сума відсоткової ставки за ОВДП і банківської ризикової премії. Остання включає додаткові відсотки за ризики: валютно-курсіві, інфляційні, шокового впливу капіталу під впливом світової кризи, кредитні тощо.

Накопичений високий рівень запозичень під покриття дефіциту державного бюджету в умовах падіння рівня національних валових та мінусових валових заощаджень сектора загальнодержавного управління (рис. 1), із яких необхідно виплачувати борги, впливають на **підвищення відсоткової ставки за ОВДП** (базової для ставок за кредитами/депозитами).

На рис. 1 бачимо, що в 2009 та 2010 рр. рівень валових заощаджень сектора загального державного управління (ЗДУ) набув від'ємних значень. За даними Державної служби статистики, хоча у 2011 р. та першому півріччі 2012 р. валові заощадження і були позитивними – на рівні відповідно 0,7 та 0,2% ВВП, однак чисті заощадження були від'ємними і становили відповідно -0,7 та -1,5% ВВП [1]. Це означає, що сектор ЗДУ фактично не мав власних фінансових ресурсів ані для капітальних витрат, ані для виплати боргів. Єдиним ресурсом покриття таких витрат були нові запозичення, які ставали дедалі дорожчими.

Прикладом такого перебігу подій слугує Греція, де від'ємні валові заощадження сектора ЗДУ накопичувались роками. За період із 1995 по 2010 рр. у середньорічному вимірі вони становили -3,7% від ВВП (-11,9% у 2009 р.).

⁵ Виявлений фахівцем Інституту, д.е.н. Т.Богдан доволі щільний кореляційний зв'язок між відсотковими ставками за ОВДП і ставками за кредитами банків (ставками за гривневими кредитами банків нефінансовим підприємствам строком від 1 до 5 років) може стати навіть основою для моделювання ставки за банківськими кредитами на основі відсоткової ставки за ОВДП. Коефіцієнт парної кореляції вказаних змінних становить 0,64.



Примітка: НК – нефінансові корпорації, ФК – фінансові корпорації, ДГ – домогосподарства, НКО – некомерційні організації, що обслуговують домогосподарства.

Рис. 1. Рівні заощаджень по секторах економіки, % до ВВП

Джерело: розраховано автором за даними: "Рахунки інституційних секторів економіки" Державної служби статистики України за відповідні роки.



У результаті державний борг лише центрального уряду країни виріс у 2010 р. до 147,8% від ВВП [15], а країна опинилася в глибокій кризі, що мало негативний резонанс у ЄС.

У 2012 р. в Україні навіть в умовах дефляції рівень відсоткових ставок за внутрішніми позиками Уряду залишається доволі високим: доходність гривневих облігацій державної позики наприкінці листопада 2012 р. становила 13,79% у національній валюті [13]. Для порівняння слід зазначити, що, за висновками європейських експертів, при зростанні ринкових відсоткових ставок за довгостроковими зобов'язаннями уряду до удвічі меншого рівня порушується нормальний процес залучення позик і рефінансування боргу.

За результатами моделювання, проведеного фахівцями Інституту за [15–24] для економіки України, встановлено: збільшення дефіциту бюджету, приріст суми ОВДП в обігу, зростання абсолютної та відносної суми державного боргу стає рушійною силою підвищення загального рівня відсоткових ставок в Україні. Зростання рівня державного боргового навантаження обертається підвищенням кредитних ризиків для інвесторів у державні цінні папери і відбивається на рівні відсоткових ставок за ОВДП, які в свою чергу впливають на вартість кредитних/депозитних ресурсів.

Використання фахівцями ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України" регресійно-кореляційного аналізу дозволило встановити, що суттєвими чинниками впливу на коливання номінальної відсоткової ставки за ОВДП є: ставка рефінансування НБУ, відношення державного і гарантованого державою боргу до ВВП, приріст державного і гарантованого державою боргу, темпи приросту строкових депозитів у банках, нетто-надходження іноземного позичкового капіталу до корпоративного сектора, різниця відсоткових ставок між короткостроковими депозитами в національній та іноземній валюті, мінливість темпів інфляції [13]. Це означає, що стан державних фінансів є головним фактором, що прямо та опосередковано впливає на вартість позичкових ресурсів для всіх учасників ринку.

З огляду на рівень заощаджень найбільш значущим сектором для України, особливо з урахуванням рівня готівкових заощаджень в ВКВ, є сектор домогосподарств. На рис. 2 видно, що 2010 р. став піковим для підвищення рівня заощаджень домогосподарств у ВНД в цілому, а також і їхньої частки у валовому наявному доході країни. Це відбувалося на тлі приросту обсягів та рівня валового наявного доходу. Однак зазначимо, що після кризи 2009 р. значна частка населення була змушена скоротити свої споживчі витрати через необхідність повернення раніше накопичених боргів, тому мало місце деяке відставання приросту споживчих витрат населення проти приросту валового наявного доходу, а лівова частка заощаджень ішла на повернення боргів, приріст же фінансових активів виявився на 38% меншим, ніж у 2010 р. [17].

У 2011 р. рівень чистих заощаджень домогосподарств України становив 122,3 млрд грн, або 12,4% їхнього валового наявного доходу. Для порівняння, серед країн ОЕСР найбільш заощадливі громадяни Франції, Бельгії, Швейцарії, Німеччини (рис. 3).

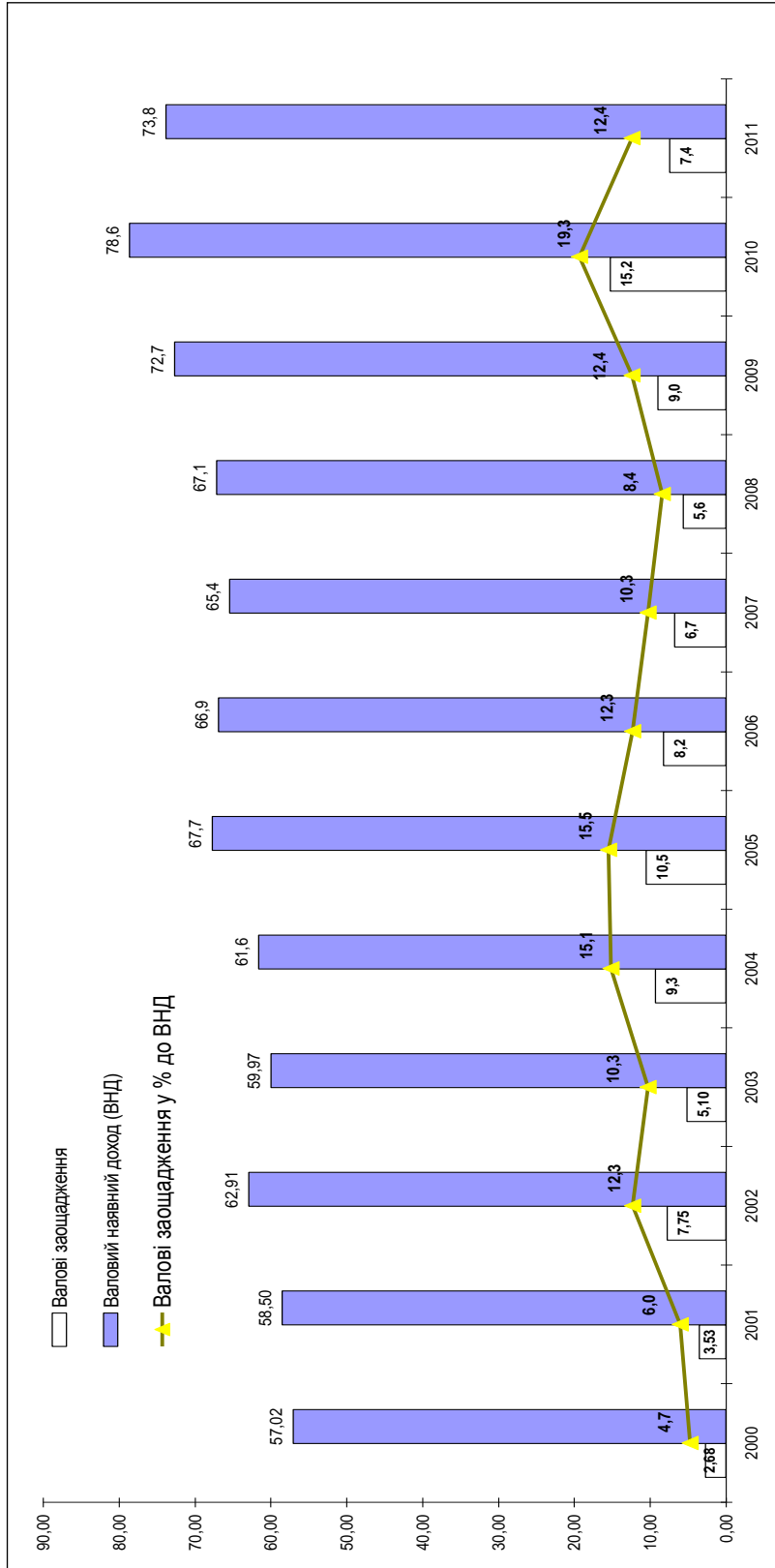


Рис. 2. Рівень валового наявного доходу та заощаджень сектора домогосподарств, % до ВНД та частка заощаджень у ВНД домогосподарств

Джерело: розраховано на базі річних звітів "Рахунки інституційних секторів економіки"; [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://www.ukrstat.gov.ua/>>.

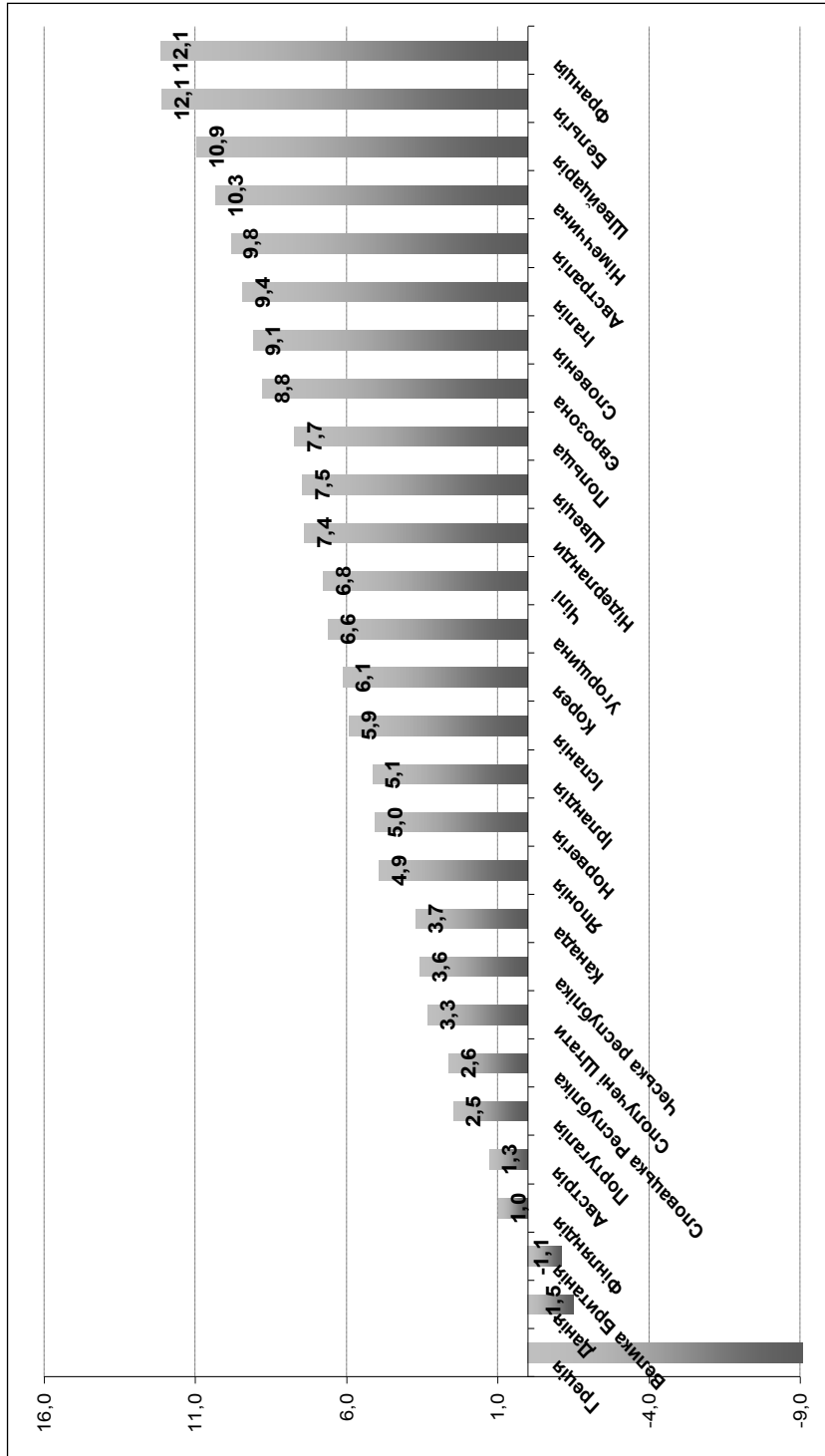


Рис. 3. Рівень чистих заощаджень домогосподарств, % до їхнього валового наявного доходу, в середньорічному вимірі за 1999–2009 рр.

Джерело: побудовано за даними ОЕСР: [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://stats.oecd.org/index.aspx#>>.



Повноцінне вливання в легальний оборот високих за рівнем заощаджень населення є вагомим резервом для розширення ринку позичкового капіталу та фінансових ринків загалом, а отже, і чинником зменшення їхньої вартості. В інституційно та ринково розвинених країнах заощадження населення трансформуються у різні форми, серед яких готівка та депозити займають важливу, але далеко не головну позицію. Система побудована так, щоб заощадження населення працювали як на житлове будівництво, так і на економіку загалом, а модель залучення заощаджень спонукала населення бути "активними рантьє".

Серед країн ОЕСР найзаможнішими за активами домогосподарств, розрахованих на одну особу населення в паритетних цінах, є такі країни, як Швейцарія, США, Нідерланди, Люксембург, Велика Британія, Канада, Японія тощо (див. рис. 4) [15].

За нашими розрахунками та беручи до уваги розрахунковий паритетний курс долара США у 2010 р., загальний обсяг фінансових активів усіх секторів економіки в Україні становив майже 38 тис. дол. США за ПКС на одну особу населення. Однак, якщо взяти до уваги накопичену готівку у ВКВ (де лівова частка осідає у домогосподарствах) хоча б за період 2003–2012 рр., то чисте сальдо купівлі населенням готівкової ВКВ становило 57,7 млрд дол. США [18], що в середньому додає на одну особу ще понад тисячу доларів до коштів заощаджень. Із урахуванням заощаджень домогосподарств у ВКВ поза банками Україна не була би останньою у списку країн щодо активів на одну особу населення, однак значна частка заощаджень домогосподарств країни не інтегрована в її економіку. Звідси проблемою розвитку економіки України є непрацюючі фінансові активи домогосподарств на тлі дефіциту фінансових ресурсів для інвестування економіки. Навіть ті заощадження домогосподарств, що трансформуються у банківські депозити, функціонують у межах моделі "пасивних рантьє".

Серед країн ОЕСР найбільш активна модель заощаджень домогосподарств спостерігається в США (рис. 5), де частка заощаджень домогосподарств у формі готівки та депозитів найменша. Протилежна ситуація в Японії і Норвегії, де частка заощаджень у акціях становить лише 12% від загальних заощаджень домогосподарств. Але так чи інакше у більшості ринково розвинених країнах не вітається пасивне розміщення грошей на банківських депозитах, тому є країни, де нормативно обмежуються відсоткові ставки за депозитами.

У більшості банків європейських країн відсотки за депозитними вкладеннями фізичних осіб є меншими за один відсоток річних. Наприклад, у серпні та листопаді 2012 р. такими були пропозиції банків HSBC France (Франція) – 0,19%, Postbank – 0,3% (Німеччина), BNP Paribas Fortis (Бельгія) – 0,6, ABN AMRO (Нідерланди) – 0,9% [19].

Причиною низьких ставок є не "скупість" банків, а сформована система стимулів для "активних" рантьє, де ставки підвищуються за умови заощаджень у більш активних формах: в акції, страхові фонди, цінні папери тощо.

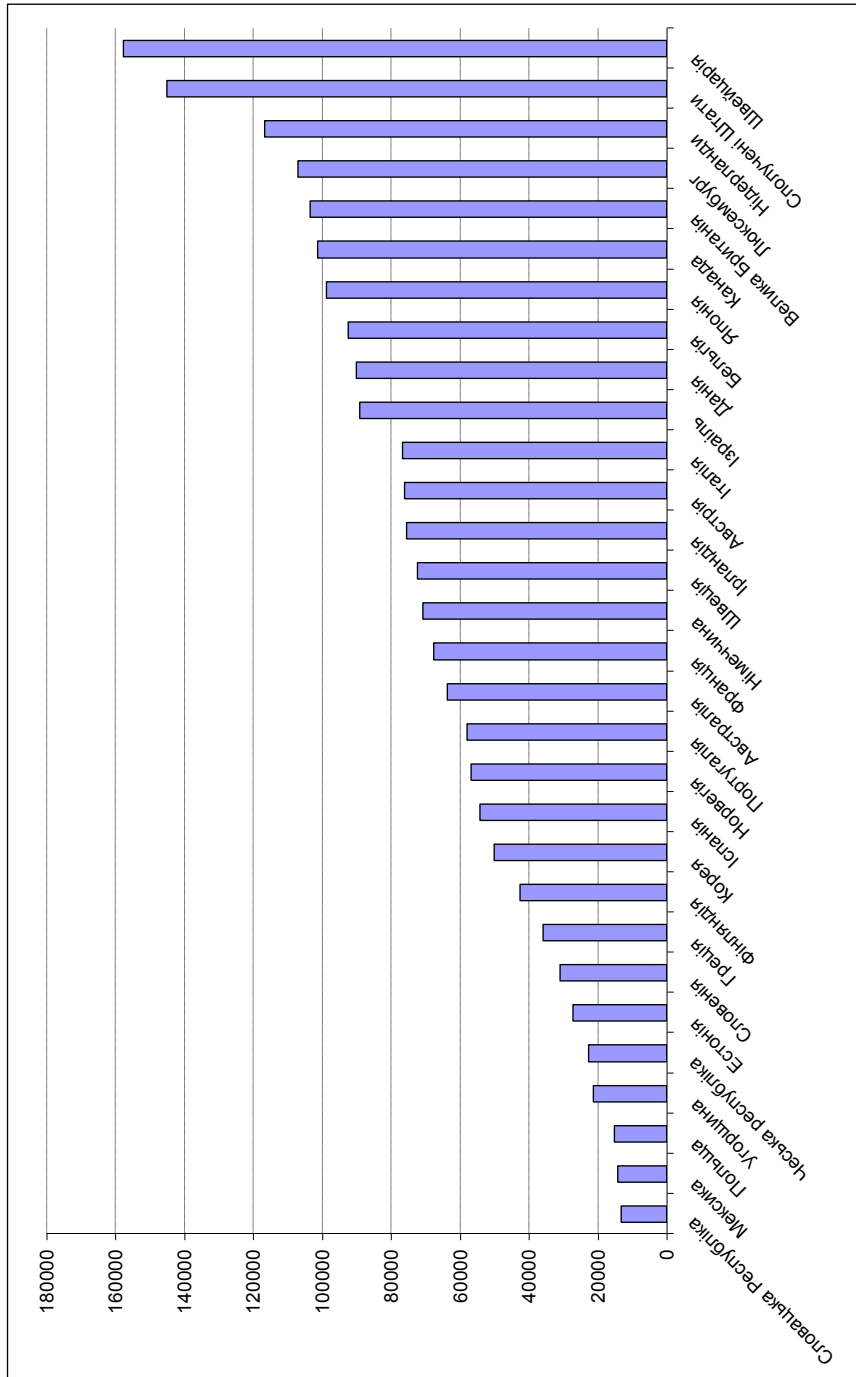


Рис. 4. Фінансові активи домогосподарств на кінець 2009 р. на одну особу населення за паритетами купівельної спроможності, дол. США

Джерело: побудовано за даними ОЕСР: [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://stats.oecd.org/index.aspx#>>.

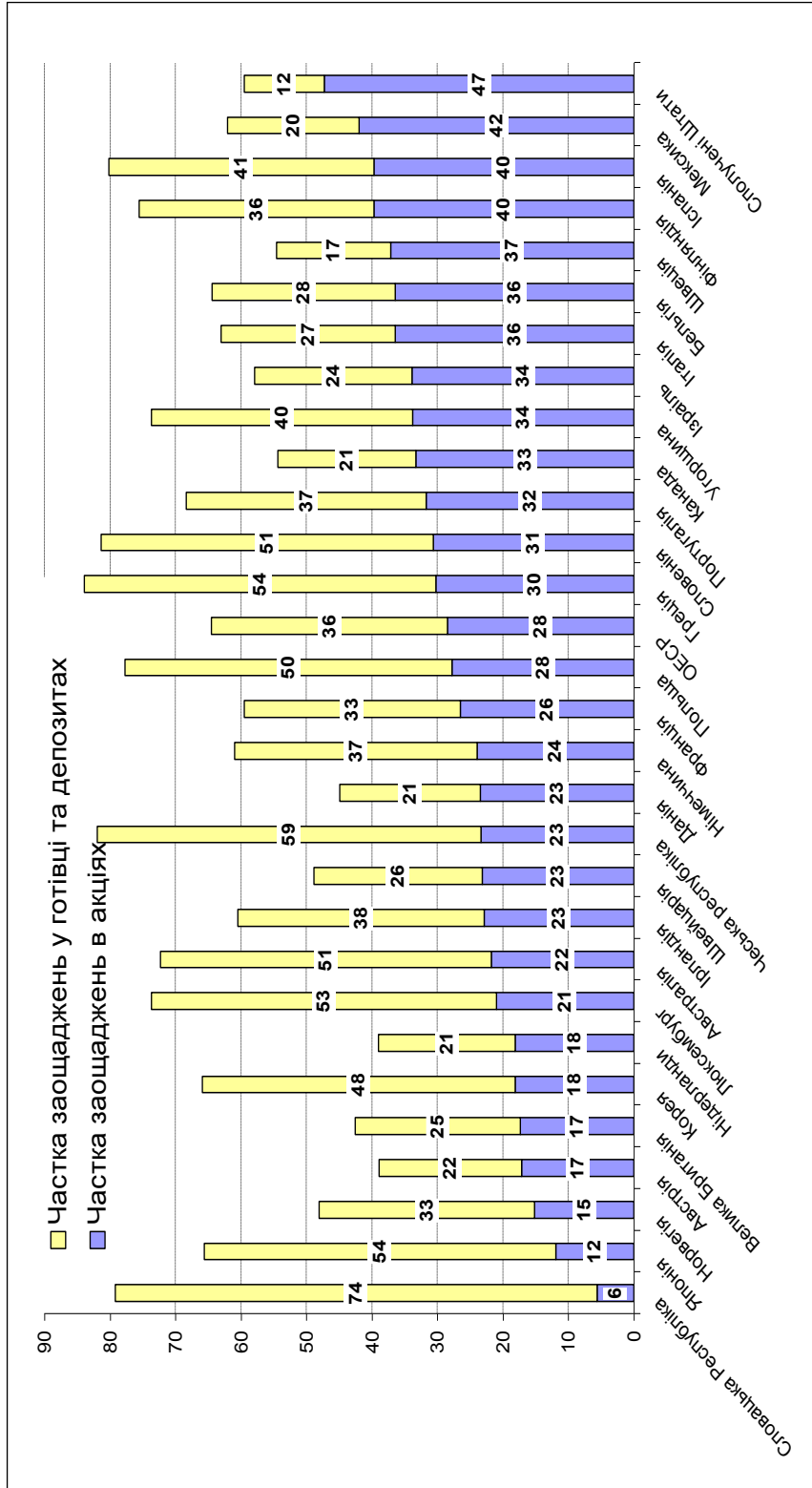


Рис. 5. Основні форми заощаджень в середньорічному вимірі за 1997–2010 рр.,

% до фінансових активів домогосподарств

Джерело: побудовано за даними ОЕСР. [Електронний ресурс]. – Доступний з: <<http://stats.oecd.org/index.aspx#>>.



В Україні "включення" заощаджень населення в обіг відбувається не тільки за край пасивною та неефективною моделлю, але й в умовах високих ризиків. По-перше, у домогосподарств невеликий вибір щодо форм фінансових заощаджень; по-друге, найбільш простим і, на перший погляд, вигідним є зберігання активів на банківських депозитах. Саме тут і генеруються високі ризики, оскільки високими відсотковими ставками банки по суті спокушають населення вкладати кошти у фінансові піраміди. В свою чергу, високі ставки за депозитами створюють підґрунтя під високі ставки за кредитами, що формує маховик викачування доходів із реального сектора економіки. Тобто усій системі використання заощаджень населення в Україні *бракує стимулів щодо диверсифікації форм залучення активів домогосподарств на фінансовому ринку*. В цьому контексті Уряд може розширити свої пропозиції щодо залучення заощаджень населення, використовуючи як цінні папери, так і інші інструменти.

Наші рекомендації щодо заходів та механізмів державної політики структурної гармонізації стосуються насамперед необхідності *оздоровлення державних фінансів із метою зниження рівня та вартості державних запозичень на внутрішньому ринку*. Зменшення присутності Уряду на ринку запозичень автоматично переорієнтує ринок на кредитування реальної економіки зі зменшенням відсоткових ставок за рахунок зниження обсягів та вартості ОВДП, а також поліпшення внаслідок цього загальноекономічної ситуації.

Тобто поетапне зменшення бюджетного дефіциту та попиту Уряду на позичкові кошти є основним важелем державного впливу на зниження відсоткових ставок за ОВДП та, відповідно, – ставок за кредитами/депозитами.

На наш погляд, зменшення дефіциту державного бюджету потребує розроблення загальнодержавної середньострокової програми оздоровлення державних фінансів зі встановленням жорстких меж щодо обсягів і структури державних витрат, особливо у сфері соціальних видатків. Необхідно припинити політичний популізм у підвищенні соціальних трансфертів (рис. 6) із високим відривом обсягів виплат від розміру їхніх надходжень у сектор ЗДУ. Саме це призвело до викривлень у структурі ВНД за сектором ЗДУ та домогосподарств і неможливості фінансування колективних та індивідуальних послуг, а також надання державних інвестицій у повному обсязі без нарощування боргової піраміди.

Надалі необхідно повністю узгодити процес підвищення пенсій і заробітних плат (у бюджетній сфері) із фінансовими можливостями сектора ЗДУ. Для підтримання стабільності та фінансового балансу валовий наявний доход сектора ЗДУ не повинен опускатися нижче рівня, що забезпечуватиме можливість здійснювати індивідуальні (освіта, охорона здоров'я) та колективні послуги (а це понад 18% від ВВП), а також капітальні інвестиції в транспортну та соціальну інфраструктуру (не менше 5% ВВП) і при цьому не збільшувати борги. Звідси безпечний рівень має перебувати близько позначки 23,4% від ВНД в цілому.

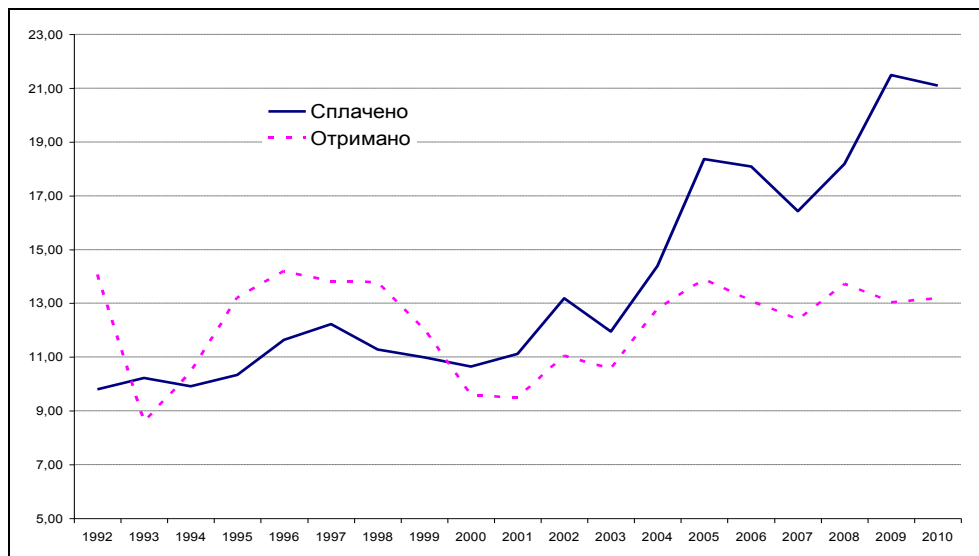


Рис. 6. Сплачені та отримані сектором ЗДУ соціальні трансферти, % до ВВП

Джерело: побудовано за даними річних звітів "Рахунки інституційних секторів економіки": [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://www.ukrstat.gov.ua/>>.

У майбутньому, коли економіка вийде на високі темпи зростання, формування профіцитного бюджету та скорочення державного боргу разом зі зменшенням рівня гарантованого державою боргу позитивно вплинуть на подальше зниження вартості запозичень як Уряду, так і по економіці загалом.

Іншим напрямом впливу Уряду на скорочення відсоткових ставок за кредитами є створення нових державних інструментів високої довіри із залученням заощаджень населення. Зокрема, розширення ринку державних цінних паперів для фізичних осіб, продаж акцій у державні іпотечні фонди тощо.

Основним, але не єдиним важелем впливу НБУ на зменшення вартості кредитних запозичень в економіку є його ставка рефінансування.

Центральний регулятор постійно впливає на обсяги пропозиції грошей через підтримку ліквідності банківської системи шляхом надання кредитів рефінансування та операцій із купівлі цінних паперів, а останнім часом – шляхом запровадження більш гнучких вимог до формування банками обов'язкових резервів.

Враховуючи те, що в 2012 р., незважаючи на низьку інфляцію (дефляцію у відсотках до грудня 2011 р.) мало місце небезпечне вибудовування фінансових пірамід шляхом економічно не обґрунтованого підвищення відсоткових ставок за депозитами в банківській системі, вважаємо за доцільне розглянути можливість законодавчого введення тимчасових обмежень відсоткових ставок за депозитами та кредитами з контролем НБУ та, водночас, коригування внесків банків у ФГВФО залежно від відсоткових ставок за депозитами. Чим більші ставки за депозитами – тим вищі внески до фонду.



Довідково: обмеження відсоткових ставок уперше ввів у 1933 р. Уряд США, ухваливши законодавчий акт, який заборонив банкам, що були членами Федеральної резервної системи США (ФРС), сплачувати відсотки за рахунками "до запитання", а ФРС надавалося право встановлювати стелю до максимальної відсоткової ставки за цими рахунками: на 1.11.1933 її було встановлено на рівні 3% [20].

У 1980 р., напередодні кризи 70-х років, коли високі відсоткові ставки стимулювали фінансові організації до випуску множини інструментів для залучення коштів, Конгрес США ухвалив найбільш узагальнений законодавчий акт відносно банківської системи та фінансового ринку. Тоді для контролю відсоткових стель було засновано Комітет з дерегуляції депозитних установ [21].

Приклад надання центральному банку права вводити обмеження по відношенню до відсоткових ставок за депозитами комерційних банків демонструє РФ: відповідно до законодавства там у період з 2004 р. до кінця 2006 р. ЦБ міг вимагати зниження відсоткових ставок за депозитами від банків, які мали фінансові труднощі [22]. Право обмежувати максимальний відсоток закладами Центрального банку РФ втратив у 2007 р., але через рік знову отримав на період кризи.

У листопаді 2011 р. уряд РФ підготував проект Федерального закону Російської Федерації "про внесення змін до Федерального закону "Про Центрального банку Російської Федерації", яким передбачалося введення обмежень максимальних ставок закладами фізичних осіб [23].

У пояснювальній записці до проекту Закону йшлося, що найбільш швидким та відносно дешевим засобом залучення грошей стали вклади під високі відсотки, що призвело до значного підвищення страхового відшкодування закладами фізичних осіб. "Ця ситуація дозволяє вкладникам нехтувати ризиками, пов'язаними з надійністю банків, і керуватися тільки величиною відсоткової ставки при виборі банківського вкладу. В результаті цього підвищується ймовірність загрози фінансової стійкості банків, що може негативним чином позначитися на інтересах кредиторів банків" [23].

У серпні 2012 р. прем'єр-міністр РФ Д.Медведев зауважив: "Ця норма була введена на початку кризи, діяла до 31 грудня 2010 р. і дозволила регулювати дії банків, які залучали гроші вкладників під необґрунтовано високі ставки, а також знизити обсяг виплат із Фонду страхування вкладів. Поки діяли антикризові заходи, ЦБ РФ кожні десять днів розкривав розмір середньої максимальної ставки банків із топ-10. Інші банки не могли перевищувати її величину спочатку на 2, потім на 1,5 відсоткового пункту" [24].

Відомо, що подібні механізми тимчасового регулювання відсоткових ставок у різні часи вводилися і в інших країнах – Японії, Китаї, Австрії. Щоб припинити заробляння фінансовими системами "грошей із грошей", деякі країни вдавалися до більш радикальних заходів. Так, Іран, Судан і Пакистан пішли на "знищення" відсоткових ставок – для переорієнтування кредиторів вкладати гроші в активи на партнерських засадах із виробниками, розділяючи з ними ризики [25]. Такий простий спосіб прив'язки грошей до реальної еко-



номіки мав певний сенс і, безумовно, протидіяв можливості "відриву" фінансових ринків.

Однак вважається, що жорстке регулювання відсоткових ставок за кредитами та депозитами дає певні вигоди впродовж короткого часу, але може негативно вплинути на економіку через розміщення вільних коштів не на банківських депозитах, а в інших формах. Наприклад, у нерухомість, іноземну валюту, дорогоцінні метали тощо [26].

Але простий аналіз доходності тих чи інших ринків дозволяє зробити висновок, що наразі ситуація із ринком депозитів, де пропонуються ставки у 28% і більше, за доходністю значно перевищує показники всіх інших ринків, робить їх нецікавими для інвесторів. Тому обмеження НБУ щодо вибудовування банківських фінансових пірамід не дозволить допустити зловживань довірою населення з метою досягнення тимчасового покращення балансових показників банків. Водночас такі заходи збережуть заощадження населення від ризикових вкладень і зроблять більш цікавими інші форми заощаджень, включаючи державні цінні папери, акції тощо.

Вважаємо за доцільне водночас запровадити регулювання кредитної стелі (різної для кожного з видів кредитів), що зменшить відсотковий гніт на рівень валового наявного доходу нефінансових корпорацій та звужить надто широкий канал відпливу доходу через "доходи від власності", а також гармонізує розподіл ВНД між нефінансовими та фінансовими корпораціями. Відновлення стабільно високих темпів нагромадження основного капіталу потребує підвищення планки валового наявного доходу нефінансових корпорацій до рівня 12,5% проти сьогоднішніх 1,4% (перше півріччя 2012 р.). А це потребує звуження чистого відпливу доходів від власності з реального сектора до сектора фінансових корпорацій зі зниженням маржі до 0,5–1,5% ВВП проти сьогоднішніх, відповідно, -3,9% [1].

Регулювання максимальних ставок за депозитами/кредитами вплине на зменшення нарахувань і виплат банківською системою відносно завищеного доходу від власності у сектор домогосподарств (понад 5% ВВП у першому півріччі 2012 р.) і, водночас, – на зменшення рівня виплат за кредитами реального сектора економіки. Це дозволить поступово перерозподілити дохід на користь нефінансових корпорацій і підняти їхній ВНД на безпечний для економіки рівень.

Серед інших напрямів зменшення відсотків за кредитами/депозитами – система заходів детінізації доходів та диверсифікації заощаджень населення із поступовим уведенням стимулів щодо розширення форм фінансових заощаджень, наприклад, у цінних паперах, акціях тощо.

Висновки

Таким чином, у поточному році посилилася *диспропорція в структуруванні валового наявного доходу (відповідно – в структурі національних заощаджень), насамперед у корпоративному секторі економіки, де спостерігається значне зменшення частки валового наявного доходу нефінансових корпорацій. Це звужує головне джерело фінансування нагрома-*



дження основного капіталу та створює небезпечну ситуацію щодо середньострокової перспективи розвитку, оскільки порушує базові умови відтворення ВВП.

Водночас у країні збільшується вплив факторних доходів і разом з тим – національних заощаджень за каналом погашення зовнішніх боргів сектором фінансових корпорацій, що посилює дефіцит внутрішніх ресурсів розвитку.

На відміну від кризи дев'яностих років основний вплив на скорочення валового наявного доходу нефінансових корпорацій чинить не податковий тиск, а чистий вплив доходів від власності, який за перше півріччя становив 75,6 млрд грн, або 11,7% від ВВП, що майже втричі вище за поточні податки на доходи нефінансових корпорацій.

Причиною ситуації, що склалася, є необхідність здійснення підприємствами високих за обсягами виплат відсотків за кредитами, що веде до стрімкого падіння власних коштів підприємств і згортання головного інвестиційного ресурсу економіки – заощаджень нефінансових корпорацій. У першому півріччі 2012 р. зазначені заощадження виявилися більш ніж у 6 разів меншими за економічно безпечний рівень, а валове нагромадження основного капіталу сектора покривалося головним чином чистими запозиченнями, які майже дорівнювали чистому прибутку підприємств за цей період. Спадна динаміка інвестицій у III кв. є вже результатом подій у першому півріччі.

Значне погіршення фінансових результатів та валового наявного доходу підприємств знижує не тільки їхню власну інвестиційну спроможність, але й кредитоспроможність, особливо в умовах, коли Уряд активно виходить на ринок позичкових ресурсів і витісняє з нього реальний сектор. Небезпечно зменшення рівня валового наявного доходу сектора загального державного управління відбулося на тлі виникнення відносного надлишку у рівні відповідного доходу в секторі домогосподарств, що й зумовлює потребу державного сектора у пошуку внутрішніх запозичень.

Погіршення державних фінансів веде до збільшення вартості запозичень. При цьому існує взаємозв'язок між ставками за ОВДП різної строковості і ринковими ставками за кредитами/депозитами банків. Тобто вартість ОВДП є по суті базовою щодо впливу на відсотки за кредитами/депозитами, тому Уряд прямо та опосередковано впливає на розширення впливу доходу нефінансових корпорацій через канал доходів від власності.

Падіння прибутковості та кредитоспроможності реального сектора в свою чергу впливає на підвищення премії за ризики кредитування, що пригнічує сам процес кредитування навіть в умовах високої вартості запозичень.

У ситуації, що склалася, необхідно посилити державний вплив на процес розподілу ВВП між інституційними секторами економіки та відновлення інвестиційних джерел реального сектора економіки.

По-перше, необхідно розробити загальнодержавну середньострокову програму оздоровлення державних фінансів (включаючи заходи щодо детінізації економіки та диверсифікації пенсійних джерел) із встановленням жорстких меж не лише щодо обсягів бюджетного дефіциту, але й щодо обсягів і струк-



тури державних витрат, особливо щодо соціальних трансфертів на увесь період (до 5 і більше років) із закладанням програмних цілей стосовно поступового досягнення повного балансу між отриманими та сплаченими соціальними трансфертами сектора загального державного управління, що автоматично зменшить потреби Уряду в запозиченнях та знизить відсотки за ОВДП.

По-друге, необхідно поступово звзунти ринок ОВДП і водночас розширити канал внутрішніх запозичень у населення (без посередництва банківської системи), через ринок державних цінних паперів для фізичних осіб. Для підвищення ступеня включення вагомого інвестиційного джерела – заощаджень населення в економічний оборот необхідно розробити стимули щодо диверсифікації форм залучення активів домогосподарств на фінансовому ринку і формування моделі "активних рантьє".

По-третє, законодавчо ввести обмеження відсоткових ставок за депозитами та кредитами з контролем НБУ (приклад – законопроект уряду РФ [27]), та встановити коригуючі коефіцієнтів щодо внесків банків у ФГВФО залежно від відсоткових ставок за депозитами. Це дозволить зменшити ризики населення, витрати ФГВФО, звзунти канал чистого відпливу доходів від власності з реального сектора економіки та підвищити його валовий наявний дохід до безпечного рівня, а також разом із зазначеними вище заходами поступово гармонізувати загальну інституційну структуру ВНД.

Список використаних джерел

1. Звіт "Квартальні національні рахунки за інституційними секторами" [Електронний ресурс] / Державна служба статистики України. – Доступний з : <<http://www.ukrstat.gov.ua/>>.
2. Індeksi капітальних інвестицій за видами економічної діяльності за 2012 рік [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://www.ukrstat.gov.ua/>>.
3. Монетарний огляд III квартал 2012 р. [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=126387>>.
4. Фінансові результати діяльності підприємств України за січень–вересень 2012 р. та у січні–вересні 2011 р. [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://www.ukrstat.gov.ua/express/expres_u.html>.
5. Монетарний огляд III квартал 2012 року [Електронний ресурс] / Національний банк України, генеральний департамент грошово-кредитної політики. – Доступний з : <<http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=126387>>.
6. У жовтні загальний обсяг операцій Національного банку України з підтримки ліквідності банків становив близько 20 млрд грн [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Доступний з : <http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=125822&cat_id=55838>.
7. Національний банк України встановив додаткові вимоги до банків, які беруть участь у тендерах з підтримання ліквідності строком понад 90 днів [Електронний ресурс] / Національний банк України. – 2012. – 28 вересня. – Доступний з : <http://bank.gov.ua/control/uk/publish/article;jsessionid=A59AD1D7A3D232E18C81F371DFC90404?art_id=122240&cat_id=80928>.
8. *Арбузов С.* Відновлення кредитування – головний біль НБУ [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://news.finance.ua/ua/~2/0/all/2011/04/29/236829>>.
9. Офіційний лист Генерального директора Асоціації "Український Кредитно-Банківський Союз" Г.І.Оліфера Голові НБУ України "Щодо вимог постанови правління НБУ № 327 від 13.07.2010 р. "Про затвердження положення про надання Національним



банком України стабілізаційних кредитів банкам України" [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://kbs.org.ua/index.php?get=19&law_id=3243>.

10. Здешевити кредитування може прозоре рефінансування від НБУ [Електронний ресурс] // Економічна правда. – 2012. – 26 листопада. – Доступний з : <<http://www.epravda.com.ua/news/2012/11/26/346827/>>.

11. Оцінка стану платіжного балансу у вересні 2012 р. [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Доступний з : <<http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=91917>>.

12. Аналітичні матеріали щодо державного боргу [Електронний ресурс] / Міністерство фінансів. – Доступний з : <http://minfin.kmu.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=224493>.

13. Основні тенденції грошово-кредитного ринку України за листопад 2012 року [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=100341&cat_id=58038>.

14. Грошово-кредитна статистика НБУ [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44579>.

15. OECD StatExtracts [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://stats.oecd.org/index.aspx#>>.

16. Богдан Т.П. Визначальні фактори впливу на рівень відсоткових ставок за ОВДП та економетричні моделі відсоткових ставок / Т.П.Богдан // Вісник Національного банку України. – 2012. – № 11. – С. 17–25.

17. Річні звіти "Рахунки інституційних секторів економіки" [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://www.ukrstat.gov.ua/>>.

18. Основні тенденції валютного ринку [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Доступний з : <http://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=58039>.

19. Срочные депозитные вклады [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://ru.deposits.org/term-deposits.html>>.

20. "Ку" по-російски [Електронний ресурс] // Sberex.ru. – Доступний з : <<http://www.sberex.ru/article/20>>.

21. Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980 (DIDMCA) [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://www.bos.frb.org/about/pubs/deposito.pdf>>.

22. RBK daily/ [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://www.rbcdaily.ru/2008/05/28/finance/562949979038481>>.

23. Проект Закона Российской Федерации [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://www.rg.ru/printable/2012/08/22/cbrf-site-dok.html>>.

24. ЦБ будет ограничивать ставки по вкладам [Електронний ресурс] // Buffett.ru. Портал об инвестировании. – Доступний з : <<http://www.buffett.ru/news/index.php?news=5811>>.

25. Interest [Електронний ресурс] // Wikipedia. – Доступний з : <<http://en.wikipedia.org/wiki/Interest>>.

26. Меры административного воздействия [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://bankor.org/bank/bank0028.php>>.

27. Проект Федерального закона Российской Федерации "О внесении изменений в Федеральный закон "О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)" [Електронний ресурс] // Российская газета. – 2012. – 22 августа. – Доступний з : <<http://www.rg.ru/2012/08/22/cbrf-site-dok.html>>.

*Надійшла до редакції
20.12.2012 р.*