

## **Монетарне стимулювання економічного відновлення України: потенційні можливості та реальні обмеження**

**Владислав Зимовець,**

завідувач відділу фінансів реального сектора  
ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»

**Наталія Шелудько,**

завідувач відділу грошово-кредитних відносин  
ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»

Глобальна економічна криза 2008-2009рр., а згодом боргова криза в ЄС засвідчили обмеженість традиційного інструментарію монетарного стимулювання для відновлення економічного зростання. Унаслідок активізації використання нестандартних підходів до протидії дефляційним ризикам та стимулювання ділової активності економічні системи країн світу стали залежнішими від монетарного стимулювання. Особливо виразним це стало у розвинених економіках, де кількісне пом'якшення з антикризового арсеналу перейшло до стандартного набору засобів макроекономічного стимулювання, а функції центральних банків вийшли за межі просто кредиторів останньої інстанції. І хоча поки розвинені країни перебувають у зоні дефляційного тиску та низьких темпів макроекономічної динаміки, спрямованість їх монетарних стратегій невіддільна від орієнтації на фінансове забезпечення технологічного прогресу в умовах розгортання четвертої промислової революції.

В Україні, яка протягом останніх років перебувала під потужним тиском вкрай несприятливих геополітичних чинників, що не дозволило подолати, а лише поглибило нагромаджені протягом попередніх років макрофінансові дисбаланси, прорахунки у грошово-кредитній політиці запустили ланцюгову реакцію загострення проблем у всіх секторах економіки України, посилюючи деградацію вітчизняного виробництва і закріплюючи сировинну модель економіки.

Для України, де спостерігається прямий вплив світових цін на сировину не лише на рівень вітчизняної інфляції, але також і на динаміку реального ВВП, питання монетарного стимулювання економічного розвитку за нинішніх обставин невіддільне від контексту подолання сировинного статусу економіки країни. На цьому тлі з-поміж ключових деструктивних чинників, що не дозволяють відмовитись від принципу «нейтральності» структурної і монетарної політики та їх підпорядкування цілям технологічного розвитку виробництва, виділяємо: низький рівень видатків на економічну діяльність та недостатня інвестиційна активність держави, декапіталізація фінансового сектора, особливо його банківського сегмента, посилення деформованості моделі фінансування бізнесу.

### **Низький рівень видатків на економічну діяльність та недостатня інвестиційна активність держави**

Втрата державою активів та контролю за виробничою діяльністю на окупованих сусідньою державою територіях поряд із несприятливими тенденціями на ринках експортних товарів зумовили відчутне падіння ВВП в 2015р. і звуження бюджетного потенціалу держави. Об'єктивна необхідність суттєвого збільшення витрат на оборону у наступні роки та значна обтяженість держави борговими зобов'язаннями не дозволять здійснювати фінансування програм соціального захисту населення в таких обсягах, які б дозволили відновити довоєнний рівень життя.

За таких умов значну загрозу для фінансової безпеки держави створюватимуть політичні популісти, які, намагаючись протягнути законодавче закріплення підвищення соціальних стандартів, перешкоджатимуть роботі Уряду та

Парламенту з раціоналізації структури державних видатків та бюджетної консолідації. Також зберігатимуться високі ризики збільшення державних витрат, пов'язані із непередбачуваністю дій сусідньої країни на східному фронті та знеціненні національної валюти.

Упродовж останніх двох років державний та гарантований державою борг збільшився майже втричі, що підірвало довіру до держави як позичальника і значно погіршило умови запозичень. Наслідком стрімкого зростання державного боргу стало суттєве збільшення витрат на його обслуговування, на які в 2015р. було використано кожен шосту гривню з доходів державного бюджету.

Державний та гарантований державний борг майже втричі перевищує доходи державного бюджету і наблизився впритул до рівня 100% ВВП. Лише протягом 2015р. державний борг збільшився майже у півтора рази і перевищив 1,5 трлн. грн. Можливості держави запозичувати на внутрішньому ринку на сьогодні практично вичерпані у зв'язку із слабкістю банківської системи, на швидке відродження якої після найглибшої у посткомуністичний період кризи розраховувати не варто.

Можливості запозичень України на зовнішніх ринках залишатимуться вкрай несприятливими навіть у разі продовження програми співпраці з МВФ, оскільки ключовим суверенним ризиком України для зарубіжних кредиторів залишатиметься окупація частини території сусідньою країною-агресором. Складність доступу держави до фінансування створює високі ризики подальшого розбалансування та дестабілізації державних фінансів у разі покриття дефіциту за рахунок емісійних коштів.

Втрата значної частини виробничого потенціалу та територій суттєво звузили фіскальний простір та можливості держави щодо здійснення гнучкої бюджетно-податкової політики. Україна змушена виконувати зобов'язання по боргах, маючи набагато менший порівняно із довоєнним ресурсний потенціал, і при цьому нести високі витрати на стримування агресії сусідньої держави. За таких умов державі було дедалі складніше фінансувати програми соціального захисту, освіти і медицини, а також довелося згорнути програми в сфері економічного розвитку. У зв'язку з цим у 2015р. не вдалося розпочати вирішення системних проблем у сфері бюджетно-податкової політики, які перешкоджають розвитку економіки країни.

**Рівень державного перерозподілу ВВП через бюджетно-податкову систему залишається високим.** Відношення державних витрат, включаючи видатки фондів соціального страхування, до ВВП в 2015р. становило 45%, і дещо знизилося порівняно із 45,4% в 2014р. Це означає, що країні у вкрай складних умовах вдалося стримати зростання державних витрат. За часів керування країною антиукраїнськими силами в 2012-2013рр. цей показник досягав 49%, що й стало однією з причин дисбалансів у бюджетній сфері.

В умовах зумовленого об'єктивними причинами зростання витрат на оборону від агресора та на обслуговування боргів, держава була змушена «заморозити» витрати на оплату праці у бюджетній сфері та лише частково збільшити соціальні виплати. Але це не дозволило суттєво знизити рівень державного перерозподілу ВВП та податкового навантаження на економіку.

У ситуації втрати доступу до зовнішніх джерел фінансування, держава не мала можливості дозволити собі знизити податки. Якщо в 2014р. доходи зведеного бюджету становили 28,7% ВВП, то в 2015 р. – 32,9% ВВП, а їх обсяги зросли в 1,4 рази. При цьому основна частина зростання доходів була забезпечена за рахунок підвищення акцизів та рентних платежів за користування надрами, а також неподаткових надходжень. Доходи бюджету від податку на прибуток у 2015р. зменшились порівняно із 2014р., що пояснюється вкрай складним

фінансовим станом підприємств. Вирішення ж проблеми високого рівня державного перерозподілу ВВП бачимо не у зниженні ставок оподаткування, а у системній раціоналізації державних витрат на загальнодержавні функції, зниженні рівня тінізації економіки та зростання ВВП.

**Дефіцит державного бюджету в 2015р. залишається високим, хоч і скоротився порівняно із 2014р. більш ніж удвічі.** Вкрай обтяжливий для державних фінансів розмір державного боргу та витрат на його обслуговування не дозволяє далі зводити баланс зведеного бюджету з дефіцитом. Для виходу на траєкторію стійкого економічного зростання країна має позбутися боргового ярма, залишеного їй у спадок антиукраїнськими силами, які перебували при владі до 2014р. Проте в умовах звуження фіскального простору, зумовленого втратою територій та виробництва в Криму та на Сході країни, державі вкрай складно забезпечити достатній для виконання своїх функцій рівень доходів. Навіть за таких умов в 2015р. вдалося знизити дефіцит зведеного бюджету з 4,5% ВВП до 1,6% ВВП, тобто майже втричі. Звичайно цього вдалося досягти у тому числі за рахунок перш за все непропорційного до темпів інфляції підвищення соціальних стандартів та заробітної плати.

**Об'єктивно обумовлене вимушене зростання державних видатків.** Зростання видатків зведеного бюджету в 2015р. до 680 млрд. грн., або майже на 30% порівняно із 2014р., було зумовлене збільшенням витрат на обслуговування боргових зобов'язань на 68,5% та на оборону на 90%. В 2015р. держава витратила на ці цілі на 60 млрд. грн. більше порівняно із 2014р., а це майже 40% усього обсягу зростання видатків зведеного бюджету.

Водночас доводилося стримувати зростання видатків на освіту, охорону здоров'я, соціальний захист та соціальне забезпечення, які загалом зросли на 26%. Витрати на оплату праці і нарахування на заробітну плату у бюджетній сфері зросли лише на 14%, що дозволило компенсувати лише третину зростання цін (42%). Слід визнати суттєве відставання темпів зростання соціальних видатків та оплати праці у бюджетній сфері держави від темпів інфляції. У той же час вирішення цієї проблеми стане можливим лише у разі зламу тенденцій до падіння ВВП.

**Низький рівень видатків на економічну діяльність та недостатня інвестиційна активність держави.** Хоча в 2015р. номінальні обсяги видатків на економічну діяльність зросли на 29% – з 43,6 до 56,2 млрд. грн., проте їх частка у ВВП майже не зросла і залишається вкрай низькою – в 2014р. вона становила 2,7% ВВП, в 2015р. – 2,8% ВВП. Критично низький рівень видатків на економічну діяльність створює загрозу не лише консервації, але й погіршення структури економіки України у перспективі. До того ж зберігається неефективна структура видатків на економічну діяльність, яка залишається націленою на підтримку діючих виробництв, а не на фінансування структурних зрушень.

#### **Декапіталізація банків та проблема відновлення кредитування**

Масштабна декапіталізація банківського сектора економіки послабила його функціональну спроможність щодо трансформації заощаджень в інвестиції. Наслідком декапіталізації банків стала втрата довіри до фінансового сектора і зниження рівня монетизації економіки країни, що не дозволяє пом'якшити існуючі ризики та загрози для фінансової безпеки держави, у т.ч. відновити кредитування підприємств корпоративного сектора економіки.

Фундаментальними передумовами декапіталізації банківського сектора в Україні в 2014-2015рр. були низька норма чистих заощаджень та «проїдання» капіталу

протягом 2010-2013рр.<sup>109</sup> На початок 2014р. досягнення ризиками, зумовленими нагромадженням макрофінансових дисбалансів, критичного рівня і неможливість їх подолання традиційними інструментами фінансової політики в умовах розгортання широкомасштабної воєнної, інформаційної та фінансової агресії проти України призвели до банківської паніки, втечі капіталу з країни, припинення діяльності багатьох банків та інших фінансових установ.

Криза ліквідності у поєднанні з незадовільним фінансовим станом підприємств корпоративного сектора призвели до масштабних збитків і декапіталізації банківського сектора, яка матиме довготривалі негативні наслідки для економіки України. Недостатність капіталу банків залишатиметься однією із основних перешкод для відновлення боргового фінансування корпоративного сектора економіки, що ускладнюватиме процеси економічного поживлення в країні.

Декапіталізацію банківського сектора спричинили взаємопов'язані між собою тенденції знецінення активів і дефіциту ліквідності, обумовлених втратою частиною банків спроможності виконувати зобов'язання перед вкладниками та кредиторами.

**Погіршення якості та знецінення активів.** Основною складовою активів банківського сектора є кредити, які вже на початок 2014р. мали низьку якість, зумовлену як об'єктивними (незадовільним фінансовим станом позичальників), так і суб'єктивними чинниками (зокрема, поширеною практикою кредитування пов'язаних із банками осіб). Протягом 2014-2015рр. падіння внутрішнього і зовнішнього попиту, знецінення гривні, втрата контролю за активами на тимчасово окупованих територіях призвели до погіршення фінансового стану підприємств корпоративного сектора, зростання рівня їх боргової залежності та погіршення спроможності виконання зобов'язань за кредитами. Погіршення якості кредитного портфеля вимагало збільшення обсягів витрат банків на формування резервів під кредитну заборгованість: якщо в 2013р. сума цих відрахувань становила 28 млрд. грн., то в 2014р. – майже 104 млрд. грн., за 2015р. – 114,5 млрд. грн., за січень-лютий 2016р. – 1,3 млрд. грн.<sup>110</sup>

Частка прострочених кредитів у загальній сумі заборгованості протягом 2014-2015рр. стрімко зростала – з 7,7% на початок 2014р. до 21,2% на початок грудня 2015р.<sup>111</sup> Це й зумовило зростання витрат банків на резервування, які загалом з початку 2014р. склали майже 220 млрд. грн. Враховуючи, що на банківський кредит припадає не більше 20% сукупного боргу підприємств, переобтяженість підприємств кредиторською заборгованістю (не в останню чергу це було зумовлено дефіцитом ліквідності у підприємств, який утворився внаслідок недоступності їх коштів у неплатоспроможних банках) розкручувала спіраль декапіталізації – втрати підприємствами коштів у неплатоспроможних банках означали втрату ліквідних активів, але не зменшували їх зобов'язань перед кредиторами.

**Втрата банками спроможності виконувати зобов'язання перед вкладниками.** На початку 2014р., 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 зумовило аномально високий відсоток вилучення коштів: лише протягом 2014р. домогосподарства вилучили 22% депозитів у національній і 40% – в іноземній валюті.

<sup>109</sup> Даниленко А., Зимовець В, Шелудько Н. Декапіталізація фінансового сектора економіки України: причини і наслідки. // Економіка і прогнозування. – 2015, №4, с.8.

<sup>110</sup> Доходи та витрати банків України. – <http://www.bank.gov.ua/>.

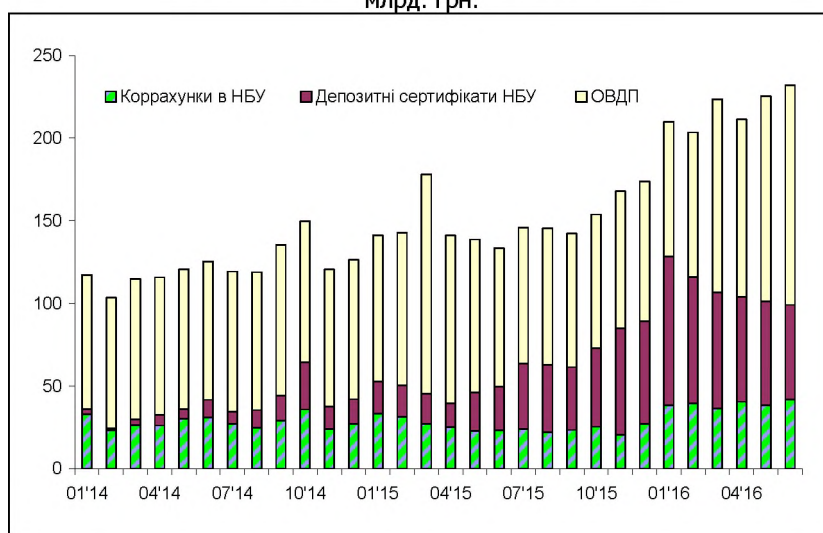
<sup>111</sup> Кредити / Інфляційний звіт. Січень 2016 року. – <http://www.bank.gov.ua/>.

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 2014р. до 116 на 1 лютого 2016р. (без неплатоспроможних банків))<sup>112</sup>. Не сприяла відновленню довіри до банків репресивна тактика НБУ щодо виведення з ринку проблемних банків, яка фактично означає перетворення регулятора на інструмент перерозподілу банківського капіталу.

### **Потенціал банківського кредитування та обмеження його реалізації.**

Криза ліквідності у банківському секторі пройдена: залишки коштів на коррахунках банків та в депозитних сертифікатах НБУ свідчать про надліквідність (діаграма «Ліквідні кошти банків України»), тобто потенційна можливість нарощувати кредитування у банків є, насамперед, враховуючи значний запас ліквідних цінних паперів (депозитних сертифікатів НБУ та ОВДП).

**Ліквідні кошти банків України,**  
млрд. грн.



Однак, незважаючи на значний обсяг ліквідності, потенційно доступної для кредитування підприємств, активізації відновлення кредитної діяльності не відбувається, що обумовлено як негативною макроекономічною динамікою, відповідно, високими ставками та різким звуженням кола платоспроможних позичальників, так і наявністю альтернатив вкладення вільних коштів у державні цінні папери та сертифікати НБУ. Також гальмує відновлення кредитування недостатній капітал банків, що обмежує їх можливості нарощувати обсяги кредитних вкладень.

Частка проблемної заборгованості продовжує зростати (за методикою НБУ – понад 22%, за методикою рейтингового агентства *Moody's* рівень прострочки складає 60%). На платоспроможність позичальників корпоративного сектора негативно вплинуло фактичне закриття багатьох ринків збуту, падіння доходності, а також стагнація внутрішнього ринку.

Антистимулом кредитної діяльності банків є наявність менш ризикових альтернатив для вкладення коштів: банки активно фінансують вкладення у фактично безризикові ОВДП (що важливо при недостатній капіталізації), враховуючи доходність, цей інструмент для них однозначно є пріоритетним порівняно з кредитуванням.

<sup>112</sup> Основні показники діяльності банків України – <http://www.bank.gov.ua/>.

Ще одна причина, яка стримує кредитування, – практична відсутність захисту прав кредиторів (у парламенті залишаються не розглянутими низка законопроектів). Недобросовісні позичальники активно використовують прогалини у законодавстві та корумпують судову систему для реалізації схем уникнення погашення кредитів. Найбільш поширеними схемами є визнання недійсними кредитних угод, псевдовтрата / псевдопошкодження (знищення) заставного майна або ж його виведення на іншу адресу, кероване банкрутство, уникнення відповідальності поручителями, штучне затягування судового розгляду.

Останнім часом дедалі активніше набирає обертів практика ухилення від виконання зобов'язань за кредитними угодами позичальниками, активи та/або бізнес яких сконцентровано в зоні АТО та в АРК: в ситуаціях, коли позичальник продовжує бізнес-активність в цих регіонах, використовуються хиби в законодавстві для уникнення погашення кредитів.

Не сприяє відновленню довіри до банків специфіка проведення реформ у фінансовому секторі. Реформи, офіційно проголошені з метою оздоровлення та виведення з ринку проблемних фінансових інститутів, фактично спрямовані на реолігархізацію економічних відносин<sup>113</sup>.

### **Деформована фінансова модель національного бізнесу як чинник попиту на кредити з боку підприємств корпоративного сектора**

Застосування традиційних інструментів монетарної політики стимулювання економічного зростання в Україні ускладнюється не лише внаслідок системних макроекономічних диспропорцій та дисбалансів, а й у зв'язку з існуванням специфічної, стійкої до впливу монетарних імпульсів деформованої моделі фінансування бізнесу, яка сформувалась під впливом збігу несприятливих макроекономічних та інституційних чинників. Одним із проявів цієї моделі є слабкий попит на кредити з боку корпоративного сектора економіки.

Невід'ємним елементом попиту на кредити є достатність власного капіталу підприємств корпоративного сектору. Загальновідомо, що фундаментом фінансово-економічних відносин у ринковій економіці є категорія власного капіталу, яка показує готовність власника взяти на себе частину ризиків, які виникають у процесі економічної діяльності. Водночас цивілізовані боргові відносини, в т.ч. кредитні, можуть розвиватись лише за умови збереження у межах розсудливого діапазону пропорцій між власним капіталом і боргами підприємств.

Ми дотримуємось точки зору, що зростання боргової залежності збільшує вірогідність банкрутства підприємства відповідно до теорії «компромісу» С.Майерса, згідно з якою структура капіталу підприємств може зміщуватися на користь боргової складової лише до того моменту, коли вірогідність фінансової скрути стає відчутною<sup>114</sup>. Відповідно до теорії надмірне нарощування боргів є неможливим у зв'язку із зростаючою протидією ринкових механізмів, які забезпечують самоочищення фінансової системи від переобтяжених боргами підприємств («токсичних» елементів) через процедуру банкрутства та інші механізми переходу прав власності на активи.

Нами встановлено, що фінанси підприємств корпоративного сектора економіки України розвиваються за іншими, досить специфічними сценаріями, а параметри

---

<sup>113</sup> В Украине происходит перераспределение банковского капитала в рамках "реолігархізації" економіки. – [http://zn.ua/ECONOMICS/v-ukraine-proishodit-pererazdel-bankovskogo-kapitala-v-ramkah-reoligarhizacii-ekonomiki-galchinskiy-208526\\_.html](http://zn.ua/ECONOMICS/v-ukraine-proishodit-pererazdel-bankovskogo-kapitala-v-ramkah-reoligarhizacii-ekonomiki-galchinskiy-208526_.html).

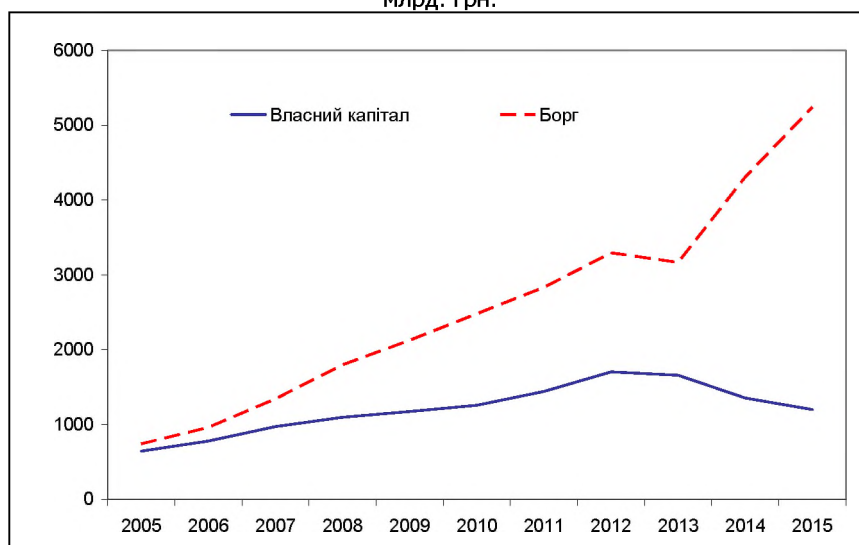
<sup>114</sup> Myers S. The capital structure puzzle // Journal of Finance, 1984, № 39, pp.575–592. – [http://ecsocman.hse.ru/data/851/126/1231/myers\\_-\\_cs\\_puzzle\\_1983.pdf](http://ecsocman.hse.ru/data/851/126/1231/myers_-_cs_puzzle_1983.pdf).

їх функціонування (в частині структури капіталу, або рівня боргової залежності) не вписуються у загальноприйняті для ринкової економіки пропорції.

Особливість фінансів підприємств корпоративного сектора економіки України полягає в тому, що жодна із існуючих різновидів теорії структури капіталу не може пояснити тенденції щодо стрімкого нарощування боргу, яка спостерігається протягом останніх років. Якщо в 2005р. борги підприємств корпоративного сектора економіки майже не перевищували власний капітал, то протягом 10 наступних років мала місце тенденція до випереджаючого нарощування боргів підприємств порівняно із власними капіталом (діаграма «*Різновекторні тенденції власного капіталу і боргу...*»<sup>115</sup>).

### Різновекторні тенденції власного капіталу і боргу у корпоративному секторі економіки України

млрд. грн.



Якщо до 2013р. мало місце відставання темпів зростання власного капіталу від нарощування боргів, то з 2014р. сформувались різновекторні тенденції – власний капітал підприємств корпоративного сектора зменшується, а борги зростають. Упродовж 2013-2015рр. власний капітал підприємств зменшився більш ніж на 500 млрд грн. або на 30%, порівняно з його обсягами на кінець останнього довоєнного року<sup>116</sup>. Основними причинами декапіталізації підприємств корпоративного сектора у цей період були збитки внаслідок скорочення попиту на внутрішньому та зовнішньому ринках, а також у зв'язку зі знеціненням гривні, припиненням бізнесу та фізичною втратою активів внаслідок окупації Росією значної частини території України.

Водночас відбулося стрімке зростання боргів підприємств – з 3,1 трлн. грн. на кінець останнього довоєнного року до 5,2 трлн. грн. на початок 2016р., або майже на 2 трлн. грн. (таблиця «*Структура капіталу у корпоративному секторі...*»). В умовах стагнації банківського кредитування, про що йшлося вище, зростання цін виробників на 65,3% за два воєнні роки, або майже на дві третини, призвело до гострого дефіциту коштів для розрахунків та зростання кредиторської та дебіторської заборгованості на 60%. Якщо у мирний час термін оборотності дебіторської заборгованості (*Days Sales Outstanding (DSO)*) в Україні становив близько 150 днів, що вдвічі вище «нормального рівня» для країн

<sup>115</sup> Структура балансу підприємств за видами економічної діяльності. – <http://ukrstat.gov.ua/>.

<sup>116</sup> Структура балансу підприємств за видами економічної діяльності. – <http://ukrstat.gov.ua/>. Кредити, надані депозитними корпораціями. – <http://www.bank.gov.ua/files/3.3-Loans.xls>.

з висхідною (*emerging*) економікою, то на кінець 2015р., за нашими оцінками, цей показник досяг 175 дні при тому, що для висхідних ринків – 71 день<sup>117</sup>.

### Структура капіталу у корпоративному секторі економіки України

млрд. грн., на початок року

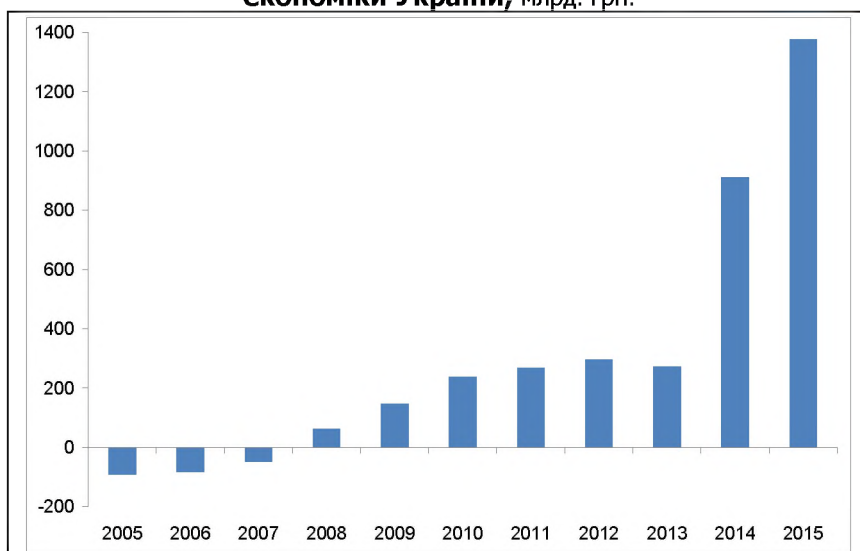
Показник	2005	2008	2010	2013	2014	2015*
Власний капітал	643,3	1094,6	1256,0	1657,9	1352,2	1198,0
Борг	740,0	1797,1	2480,0	3166,2	4306,7	5239,7
Банківський кредит	106,1	443,7	501,0	691,9	778,8	787,8
Інші зобов'язання	633,9	1353,4	1979,0	2474,3	3527,9	4451,9
Боргова залежність, рази	1,2	1,6	2,0	1,9	3,2	4,4
Дефіцит власного капіталу	90,0	-62,1	-238,4	-271,8	-911,4	-1377,1
Дефіцит обігового капіталу	-58,6	-100,4	-191,4	-239,9	-580,6	-1263,6

\* попередні оцінки.

Таким чином **рівень іммобілізації активів** підприємств корпоративного сектора у дебіторську заборгованість натепер в Україні **є в 2,5 рази вищим, ніж в інших країнах з ринками, що формуються**. Наслідком стрімкого нарощування боргів та декапіталізації підприємств корпоративного сектора економіки стало **зростання системного кредитного ризику**.

Дефіцит власного капіталу підприємств корпоративного сектора зріс з 295,5 млрд. грн. в 2013р. до 1377,1 млрд. грн. на початок 2016р. (діаграма «Дефіцит власного капіталу підприємств...»), або в 4,7 рази. Обсяги дефіциту власного капіталу майже в 1,5 рази перевищують обсяги валового нагромадження капіталу за чотири довоєнні роки (2010-2013 рр.)<sup>118</sup>. Реалістично оцінюючи перспективи, можна стверджувати, що **для відновлення капіталу підприємств корпоративного сектора економіки до довоєнного рівня знадобиться не менше 5 років**.

### Дефіцит власного капіталу підприємств корпоративного сектора економіки України, млрд. грн.



<sup>117</sup> Payment behavior: Who's paying the piper?. –

<http://www.eulerhermes.com/mediacenter/Lists/mediacenter-documents/Economic-Insight-Payment-Behavior-DSO-Jun15.pdf>.

<sup>118</sup> Розраховано за: Структура балансу підприємств за видами економічної діяльності. – <http://ukrstat.gov.ua/>.



На початок 2016р. боргова залежність корпоративного сектора досягла рівня 4,4 (таблиця вище «*Структура капіталу у корпоративному секторі...*»), що перевищує «нормальний» для країн з висхідними економіками рівень більш ніж втричі (фінансовий леверидж, розрахований як відношення власного капіталу до сукупних зобов'язань підприємств, в 2013р. становив від 0,8 (країни ЦСЄ) до 1,1 (Латинська Америка) та 1,2 (КНР))<sup>119</sup>. Надмірно високий рівень боргової залежності підприємств корпоративного сектора України є проявом «квазіринковості» фінансової системи України та її нездатності до самозбалансування внаслідок системної інституційної неспроможності.

Аномально висока частка боргу у структурі капіталу підприємств корпоративного сектора економіки України є **фундаментальною причиною формування стійкої недовіри фінансових інститутів до бізнесу**. Оскільки фінансовий стан підприємств реального сектора має значення для їх доступу підприємств до позичкового капіталу<sup>120</sup>, це стало однією з основних причин стагнації попиту на фінансові ресурси підприємств корпоративного сектора економіки. Навіть якщо окремо взяте підприємство може мати достатньо пристойні показники фінансової стійкості, то загалом бізнес-середовище в Україні оцінюється нами як вкрай ненадійне, переобтяжене великою кількістю токсичних ланок – неплатоспроможних підприємств.

Також слід взяти до уваги такий аргумент, як незадовільна кредитна історія переважної більшості позичальників. Діючі підприємства втратили довіру банків, а для її отримання новими підприємствами знадобиться достатньо тривалий час. У зв'язку з цим прірву у відносинах між підприємствами і фінансовими інститутами швидко подолати не вдасться.

Стрімке зростання системних ризиків **загальмувало розвиток фінансових відносин підприємств з банками** та ініціювало процеси «кредитного стиснення» зі сторони попиту. Починаючи з 2009р., сформувалась виразна тенденція до послаблення ролі банківського кредиту у фінансуванні підприємств корпоративного сектора економіки. Якщо на початок 2009р. на банківський кредит припадало 25% зобов'язань підприємств, то на початок 2016р. – лише 15%.

Водночас упродовж 2014-2015рр. мала місце тенденція заміщення банківського кредиту сурогатними формами фінансування. Відомо, що поширення саме сурогатних форм боргового фінансування, а саме кредиторської заборгованості, є властивим для фінансів підприємств у країнах з перехідною економікою. Відповідно до узагальнень Р. де Хааса та М. Пеетерс, кредиторська заборгованість є альтернативною формою фінансування для тих підприємств, які **стикаються з надвисокими преміями при залученні зовнішнього фінансування**, у т.ч. банківського кредитування<sup>121</sup>.

З іншого боку, нарощування «небанківських» боргів ініціює процеси сегментації фінансової системи та посилює автономність сегменту нефінансових корпорацій. Це призводить до подальшого погіршення фінансового стану підприємств та зумовлює майже тотальну відсутність «платоспроможного» попиту на кредити з боку підприємств корпоративного сектора економіки.

---

<sup>119</sup> Vulnerabilities, Legacies, and Policy Challenges. Risks Rotating to Emerging Markets // Global Financial Stability Report. – IMF. – October 2015. – [Електронний ресурс]. – Доступний з: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2015/02/pdf/text.pdf>.

<sup>120</sup> The transmission channels between the financial and real sectors: a critical survey of the literature // BCBS Working Papers, 2011 (February), № 18.

<sup>121</sup> De Haas R., Peeters M. The dynamic adjustment towards target capital structures of firms in transition economies. –

[http://www.ebrd.com/downloads/research/economics/publications/EoT\\_by\\_RDH.pdf](http://www.ebrd.com/downloads/research/economics/publications/EoT_by_RDH.pdf).

Деформована фінансова модель ведення бізнесу в Україні, властивими ознаками якої є надвисока боргова залежність, незначна роль банків у фінансуванні та нагромадження капіталу у тіньовому секторі (офшорних юрисдикціях), **склалась унаслідок слабкого рівня захисту прав кредиторів та недовіри до банківської системи.** Проявом слабкості захисту інтересів кредиторів є вкрай низький рівень відшкодування у разі банкрутства: якщо після завершення процедур банкрутства кредитори отримують у США 80,4%, у Польщі – 58,3%, у Німеччині – 83,7%, то в Україні – лише 8,3%<sup>122</sup>.

Отже ризики втрат у разі банкрутства підприємств в Україні є в рази вищими, ніж у розвинутих країнах. Відповідно до А.Кортевега для підприємств з потенційно високими втратами від фінансової скрути (*financial distress costs*) навіть незначне зростання боргової залежності призводить до нелінійного зростання ризиків<sup>123</sup>, **що паралізує кредитні відносини та є основною причиною нарощування сурогатних боргів.** Дисциплінуючий вплив банків на фінансовий стан підприємств послаблюється.

Водночас власний капітал не зростає унаслідок впливу як об'єктивних чинників, про які згадано вище, так і у зв'язку із недовірою до банківської системи. Лише протягом 2014-2016рр. втрати підприємствами капіталу у ліквідній формі (коштів на рахунках) оцінюються в обсягу не менше 270 млрд. грн.<sup>124</sup>, що стало наслідком заходів по «очищенню» банківської системи із застосуванням дуже дискусійного механізму «виведення неплатоспроможних банків з ринку». Закономірною реакцією на ризики втрати ліквідності підприємствами у банках України є т.зв. «офшоризація» (виведення прибутків за межі країни), та, як наслідок, декапіталізація корпоративного сектора.

Отже, вплив саме інституційних чинників є домінантою формування фінансової моделі ведення бізнесу в Україні. **Іррелевантність до надмірної боргової залежності є специфічною властивістю фінансової моделі ведення бізнесу, що суттєво утруднює розвиток відносин з фінансовими ринками.** Це уповільнює міжгалузевий рух капіталу та не сприяє очищенню фінансової системи від токсичних елементів (неплатоспроможних підприємств).

Дефіцит власного капіталу та недоступність позичкового капіталу, поряд із впливом інших чинників<sup>125</sup>, спричинили наймасштабніше з часів «перебудови» падіння інвестиційної активності. В 2015р. порівняно з 2011р. в цілому по економіці реальні обсяги капітальних інвестицій скоротились майже на 60%.

Основними причинами інвестиційного колапсу стали декапіталізація підприємств, делеверидж (згортання банками кредитної активності), переддефолтний стан країни і недоступність зовнішніх ринків капіталу. Можна стверджувати не лише про тимчасову зупинку механізмів фінансування підприємств корпоративного сектора, і й про функціональну неспроможність існуючої інституційної основи запустити ринкові механізми ефективної реалокатію капіталу в економіці України.

---

<sup>122</sup> Resolving Insolvency // Doing Business. World Bank. –

<http://www.doingbusiness.org/data/exploretopics/resolving-insolvency>.

<sup>123</sup> Korteweg A. The Costs of Financial Distress across Industries. – [http://papers.ssm.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN\\_ID1015963\\_code340494.pdf?abstractid=945425&mirid=1](http://papers.ssm.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID1015963_code340494.pdf?abstractid=945425&mirid=1).

<sup>124</sup> Украинская рулетка: граждане и бизнес потеряли в банках-банкротах свыше 300 млрд. гривен. Можно ли построить в Украине европейскую систему гарантирования вкладов. – <http://forbes.net.ua/business/1416943-ukrainskaya-ruletka-grazhdane-i-biznes-poteryali-v-bankah-bankrotah-svyshe-300-mlrd-griven>.

<sup>125</sup> Насамперед йдеться про руйнівний вплив надмірного державного боргу на фінансову систему в цілому та фінанси реального сектора, зокрема («ефект витіснення»), напад країни-агресора та захоплення частини східних територій.

## Висновки і рекомендації

Для нинішніх умов України монетарне стимулювання економічного розвитку є невіддільне від проблеми подолання сировинного статусу економіки країни. Необхідно відмовитись від принципу «нейтральності» структурної і монетарної політики та підпорядкувати їх цілям технологічного розвитку виробництва.

Доцільно підвищити рівень державних видатків на економічну діяльність в Україні до 5% ВВП за умови кардинальної зміни її структури в бік інноваційної діяльності та розвитку сучасних виробництв.

До здобутків 2015р. можна віднести те, що державі вдалося збільшити номінальні обсяги капітальних видатків зведеного бюджету 2,31 рази, що дозволило підвищити їх рівень з 1,3% ВВП в 2014р. до 2,4% ВВП в 2015р. Проте, в умовах інвестиційної паузи в економіці, зумовленої зростаючою військовою загрозою та окупацією частини промислових та рекреаційних регіонів України, інвестиційна активність держави має бути вищою.

Пріоритетним завданням бюджетної політики держави є підвищення частки державних капітальних видатків до 4-5%ВВП.

Оздоровлення банківської системи і відновлення кредитування підприємств корпоративного сектора економіки потребує таких системних кроків як:

- усунення системної розбалансованості у взаємодії Уряду та НБУ, насамперед, в частині підтримки цінової стабільності і забезпечення економічного зростання, для чого необхідно:

- ✓ скоригувати основну мету діяльності НБУ у бік її розширення, доповнивши завданням стимулювання економічного зростання;

- ✓ забезпечити механізми функціональної взаємодії (координації) Уряду та НБУ у реалізації монетарної політики;

- ✓ скоригувати стратегію переходу НБУ до режиму таргетування інфляції;

- ✓ забезпечити формування нової каденції Ради НБУ;

- припинення репресивної і непрозорої тактики НБУ в питаннях виведення з ринку проблемних банків;

- забезпечення прозорості реалізації майна ФГВФО і зниження корупційних ризиків у діяльності Фонду;

- пріоритетний розгляд Верховною Радою пакету законопроектів, пов'язаних із посиленням прав кредиторів.