**ЗМІСТ**

ВСТУП

ІНСТИТУЩЙНА ФІНАНСОВА ІНФРАСТРУКТУРА УКРАЇНИ:

СУЧАСНИЙ СТАН ТА ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ

ВИСНОВОК ТА РЕКОМЕНДАЦІЇ

ВИКОРИСТАННІ ДЖЕРЕЛА

**ВСТУП**

Тема контрольної роботи «Інстутиційна фінансова інфраструктура України».

У роботі досліджено проблематику формування й розвитку в Україні інституційної фінансової інфраструктури в умовах світової фінансової кризи. Дано оцінку нинішньої ситуації і загроз розвитку окремих її сегментів — кредитного, страхового й фондового ринків.

Світова фінансова криза, що не оминула й Україну, вкотре поставила перед наукою і практикою надзвичайно складні й багатогранні питання: як керувати економічним циклом? Як не допускати, з одного боку, "перегріву" економіки, з другого — вберегтися від її спаду, що значною мірою обумовлюється попередніми надмірними темпами зростання? Якщо спад все-таки настав, як вийти з нього з мінімальними втратами? Чи є кризи виключно об'єктивним явищем, що обумовлюється циклічним характером економічного розвитку, чи в їх основі лежать прорахунки економічних агентів — держави, домогосподарств і суб'єктів підприємництва, чи це є поєднанням дії об'єктивних і суб'єктивних чинників? Крім того, в умовах глобалізації економіки та інтернаціоналізації фінансів постає ще одне питання: чи можна сховатися від кризи за національними "парканами"? Зазначені питання містять багато аспектів філософського й морального, економічного й екологічного, політичного й геополітичного характеру. Кожен із них потребує ґрунтовного дослідження і навряд чи коли-небудь людство зможе віднайти однозначну відповідь на поставлені запитання.

Скажімо, хіба не є філософською, моральною, економічною й екологічною проблемами бажання людства жити все краще, споживати все більше різноманітних товарів і послуг? Адже саме це бажання у процесі економічної діяльності призводить до неконтрольованого знищення природи й виснаження природних ресурсів. Скільки потрібно людині тих чи інших благ для забезпечення її потреб і якими саме мають бути ці потреби? Світовій спільноті давно вже пора від розмов про обмеженість запасів природних ресурсів перейти до контролю за їх використанням. І це лише один аспект проблеми. Інший полягає в тому, що людство постійно розвивається і зупинити прогрес не можна. Відтак суперечності економічного розвитку, які, по суті, й розв'язуються у період криз, є невід'ємним атрибутом прогресу.

Проблематиці макроекономічного регулювання на основі використання інструментарію фіскальної та монетарної політики присвячено праці видатних учених сучасності, зокрема, Дж.М. Кейнса, Дж. Сакса, П. Самуельсона, С. Фішера, М. Фрідмена, Г. Хаберлера, Й. Шумпетера та багатьох інших. Належну увагу цим питанням приділяють і вітчизняні дослідники, серед яких слід назвати праці А. Гальчинського, В. Лагутіна, І. Луніної, І. Лютого, Ю. Пахомова, А. Чухна та інших.

Водночас зазначимо, що універсальних рецептів протидії кризовим явищам ні економічна наука, ні фінансова практика не виробили. Це й не дивно, оскільки кожна нова криза має свої причини, форми прояву й характер розвитку. Кризи постійно еволюціонують, що можна порівняти, скажімо, з мутацією вірусів грипу. Відповідно вчорашні, цілком ефективні "ліки" — заходи й засоби економічної і фінансової політики — можуть виявитися малоефективними або взагалі непридатними в нових умовах. Нині уряди вдаються до заходів, які певною мірою можна розглядати як повернення до кейнсіанських рецептів, хоча поки що їх ніхто так не ідентифікує. Водночас інструментарій впливу суттєво оновлений і наразі не має ні достатнього теоретичного обґрунтування, ні досвіду практичного використання.

**ІНСТИТУЩЙНА ФІНАНСОВА ІНФРАСТРУКТУРА УКРАЇНИ: СУЧАСНИЙ СТАН ТА ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ**

На думку фахівців витоки нинішньої фінансової кризи слід шукати в заходах урядів, спрямованих на протидію на основі здійснення політики "дешевих" грошей уповільненню темпів економічного зростання, яке відбувалося на початку нинішнього століття у провідних економіках світу. Так, наприклад, Федеральна резервна система США у 2003 році знизила облікову ставку до 1 % порівняно з 6,5 % у 2000 році. Надмірна пропозиція грошей, по-перше, цілком закономірно призвела до зростання рівня інфляції, по-друге — до утворення надлишку кредитних ресурсів, що, у свою чергу, спонукало комерційні банки до розширення обсягів кредитування, у тому числі іпотечного. Це позитивно вплинуло на розвиток будівельної й суміжних галузей, а отже, й на економічну динаміку. Одночасно кредитний бум супроводжувався зростанням обсягів і частки надмірно ризикових угод з клієнтами, які не мали достатньої платоспроможності. Реально оцінюючи ситуацію, банки вдавалися до страхування своїх ризиків, внаслідок чого відбувалася дивна метаморфоза: кредити, проблемні за суттю, перетворювалися на високоякісні за формою — рейтингові агентства класифікували їх як найнадійніші. Ринок заполонили відповідні іпотечні цінні папери, які завдяки високим рейтингам набули популярності в інвесторів і спекулянтів.

Цілком очевидно, що було штучно створено і пропозицію, і попит, отже рано чи пізно на такому ринку мав статися обвал. На початку 2005 року в США, Великобританії, Японії почалося зниження цін на нерухомість, а в середині 2006-го вони впали настільки, що ринкова вартість житла стала меншою від суми заборгованості банкам за кредитами на його придбання чи будівництво. Оскільки значна частина позичальників фактично були інвесторами, які вкладали гроші в нерухомість з метою вигідного її перепродажу, то їм і іншим позичальникам було вигідніше відмовитися від погашення кредитів, віддавши банкам заставне майно. Проте в умовах падіння цін на ринку нерухомості банки були не в змозі його продати та змушені були списувати такі проблемні борги за рахунок своїх резервів, які швидко вичерпалися. Першими постраждали інвестиційні банки, в яких подібні безнадійні активи значно перевищували власний капітал. Причому йдеться про найпотужніші банківські установи, які були основними учасниками на світових фінансових ринках: так, компанія "*Lehman Brothers*" проголосила себе банкрутом, а банк "*Merrill Lynch*" з метою уникнення банкрутства готується до продажу"*Bank of America*".

Саме цей період можна вважати початком повномасштабної фінансової кризи. Нормальне функціонування фінансової системи забезпечується стабільним кругообігом фінансових ресурсів, і будь-які порушення в цьому процесі негативно позначаються на економіці. У даному разі можна говорити про утворення "тромбу", який становив смертельну загрозу. Якщо до цього часу на світових фінансових ринках мав місце певний надлишок ресурсів і проблемою було знайти, куди їх інвестувати (до речі, завдяки цьому інвестиції спрямовувалися на нові ринки, у тому числі й в Україну), то внаслідок іпотечної кризи в США ситуація практично миттєво змінилася на протилежну — фінансових ресурсів уже катастрофічно не вистачало. Безмежна, нічим не підкріплена довіра банків до будь-якого позичальника змінилася недовірою до всіх. Ситуацію погіршила й паніка на фондових ринках, оскільки інвестори намагалися позбутися цінних паперів, причому не лише сумнівних, а й надійних. Відповідно почали скорочуватися обсяги кредитування як унаслідок обмеженості в ресурсах, так і загальної недовіри, що, у свою чергу, негативно позначилося на діяльності підприємств і платоспроможності громадян. Ця ланцюгова реакція, що докотилася й до України і нині набирає обертів, може призвести до глибокої фінансово-економічної кризи, якщо терміново не вжити відповідних антикризових заходів.

Поточна ситуація у світових економіці й фінансовій системі має всі ознаки глобальної кризи на відміну від фінансової кризи 1998 року, яка мала регіональний характер. Кризу 1998 року, що почалася з азійського регіону і поширилася на країни пострадянського простору, у тому числі Україну, було локалізовано в досить стислі терміни. Безумовно, будь-яка криза має декілька причин, але завжди можна виділити ключовий чинник її продукування. Так, у нашій країні головною причиною кризи була необґрунтована боргова політика держави, зумовлена дефіцитом державного бюджету, рівень якого у 1992 році становив 13,8 %, у 1994-му — 8,9 % до ВВП. При цьому до 1996 року переважало його емісійне фінансування, що стало одним із чинників гіперінфляції. З метою стабілізації національної грошової одиниці, починаючи з 1996 року, було здійснено перехід до боргового фінансування бюджетного дефіциту за рахунок як зовнішніх, так і внутрішніх державних позик. Хоча у структурі державного боргу України протягом усієї історії його формування зовнішня складова становить дві третини, у 1997 році внутрішні державні позики, що дорівнювали 4,95 млрд. грн.., більше ніж утричі перевищили зовнішні — 1,5 млрд. грн.

Запозичення на внутрішньому ринку мали явні ознаки так званої фінансової піраміди, а на зовнішніх ринках — певною мірою авральний характер. Позичаючи гроші, по суті, у всіх, хто їх давав, українська держава вочевидь не розрахувала свої фінансові можливості й у 1998 році опинилася на грані дефолту. Проблему вдалося розв'язати лише шляхом реструктуризації зовнішнього боргу перед Лондонським і Паризьким клубами кредиторів і перед позичальниками на внутрішньому фінансовому ринку. Внаслідок цього багато українських банків, які були основними кредиторами держави на внутрішньому ринку (при цьому держава їх усіляко заохочувала засобами податкової й регуляторної політики), опинилися у скрутному становищі, а деякі навіть збанкрутували.

Сьогодні є всі підстави стверджувати, що уроки згаданої фінансової кризи певною мірою пішли на користь державі, яка наразі здійснює досить зважену політику дефіцитного фінансування: починаючи з 1998 року й дотепер, бюджетний дефіцит перебуває у припустимих межах, не перевищуючи 2—3 % ВВП. Значно зменшилася частка вкладень у державні цінні папери у структурі активів комерційних банків. Якщо на кінець 1998 року співвідношення вкладень у державні цінні папери і кредитів, наданих в економіку, становило 14,5 %, то на кінець 2000-го — лише 3,0 %. Причому основним кредитором уряду став, як це й має бути, Ощадний банк України. Саме активне кредитування економіки в кінці 90-х років минулого століття стало одним із чинників макроекономічної й макрофінансової стабілізації та виходу на траєкторію економічного зростання. Це, у свою чергу, сприяло оздоровленню ситуації у сфері державних фінансів.

Водночас, як засвідчує нинішня економічна й фінансова ситуація в Україні, не всі уроки кризи 1998 року вітчизняні політики й фінансисти добре засвоїли. Так, у сфері державних фінансів продовжувалася непродумана й необґрунтована політика, яку варто було переглянути. Повернення громадянам їх знецінених вкладів в установах Ощадбанку, проте лише за умови забезпеченості цього процесу достатніми ресурсами. Однак політична нестабільність, що супроводжувалася частими змінами уряду, призвела до того, що практично всі гілки влади і представники всіх політичних сил у тій чи іншій формі віддавали перевагу популізму, заграючи з виборцями. Подібна політика спричинила те, що й мала спричинити, — розкручування інфляції і, врешті-решт, падіння курсу національної валюти. Ці чинники обумовлюють нестабільність в економіці й фінансах, підривають довіру до фінансових установ, вкрай ускладнюючи ситуацію. Саме тому наразі знову гостро постали питання макроекономічної й макрофінансової стабілізації, визначення місця й ролі фінансів у забезпеченні потреб соціально-економічного розвитку.

Нинішню кризу у світі визначають як фінансову за походженням і змістом, хоча безперечно її підґрунтям є глибинні внутрішні процеси в економіці, пов'язані з циклічністю її розвитку. Найближчими роками вона значною мірою зумовлюватиме характер, напрями і специфіку розвитку всіх країн світу. Зазначимо, що фінансовий чинник продукування криз поступово стає одним із домінуючих. Якщо Велика депресія 30-х років XX століття була започаткована кризою перевиробництва, то нинішня фінансова криза розпочалася з іпотечної кризи у США. І хоча методи боротьби з нею схожі за змістом, проте є різними за спрямованістю. Нині, як і тоді, уряди вдаються до своєрідних грошових ін'єкцій, спрямованих на відновлення кругообігу фінансових ресурсів, що призвів до неплатоспроможності окремих суб'єктів. Та якщо з метою подолання наслідків Великої депресії влада на основі кейнсіанських рецептів стимулювання сукупного попиту й теорії мультиплікатора вдавалася до державного фінансування так званих громадських робіт, то нині спрямувала зусилля на підтримку інституцій фінансової інфраструктури — комерційних і інвестиційних банків, страхових і інших фінансових компаній. По суті, кризу намагаються приборкати там, де вона сфокусувалася. Така ситуація потребує глибокого дослідження засад функціонування фінансової інфраструктури та її впливу як на процеси зародження і загострення фінансових криз, так і їх подолання. Актуальним у теоретичному і практичному аспектах стає питання: чим є нинішня фінансова інфраструктура в умовах глобалізованої економіки — чинником генерування кризи чи макроекономічної стабілізації?

На жаль, фінансовій інфраструктурі ринкової економіки на сьогодні не приділено належної уваги в науковій літературі.

Вважаємо, що фінансова інфраструктура може розглядатися у двох вимірах: по-перше, враховуючи забезпечувальну роль фінансів відносно економіки, у їх розумінні як однієї з вихідних, основоположних і домінуючих складових економічної інфраструктури, по-друге — як сукупність різних елементів, що забезпечують функціонування фінансів як суспільного інституту, в організаційному й інструментальному наповненні.

Організаційна фінансова інфраструктура являє собою сукупність відповідних структур, що забезпечують функціонування фінансів й управління ними, та включає три складові: управлінську, інституційну й обслуговуючу. Управлінська фінансова інфраструктура представлена сукупністю фінансових органів, на які покладено функції оперативного управління у сфері державних фінансів і регуляторної діяльності щодо інституцій фінансового й страхового ринків і ринку фінансових послуг, а також фінансовими службами галузевих міністерств, відомств, підприємств, організацій і установ. Інституційна фінансова інфраструктура — це сукупність фінансових інституцій, які функціонують на фінансовому й ринку фінансових послуг, виконуючи функції з мобілізації, переміщення й інвестування грошових ресурсів. Обслуговуюча фінансова інфраструктура включає суб'єкти, одні з яких виконують функції організаційних посередників на фінансовому ринку (біржі, брокерські й дилерські контори тощо), інші — допоміжні функції на ринку цінних паперів (реєстратори, депозитарії, клірингові центри та ін.). До неї належать також юридичні особи, які, не будучи фінансовими за змістом своєї діяльності, надають послуги різним суб'єктам у сфері фінансової діяльності (аудиторські й консалтингові фірми, інформаційні, рейтингові й аналітичні агенції, ріелтерські контори, бюро кредитних історій тощо).

Суб'єкти організаційної фінансової інфраструктури виконують свої функції, використовуючи сукупність різноманітних фінансових інструментів (інструментальне наповнення фінансової інфраструктури). Результативність і ефективність їх діяльності багато в чому залежать від дієвості, надійності, передбачуваності й керованості використання цих інструментів. Фінансовий інструментарій постійно розвивається у частині як удосконалення діючих інструментів, так і запровадження нових їх видів. Фінансовий інжиніринг — розробка і впровадження нових фінансових інструментів — наразі є одним із головних напрямів розвитку фінансів, тому державні органи й фінансові інституції приділяють йому велику увагу.

З огляду на проблематику фінансової кризи у контексті подій на світових фінансових ринках основний інтерес становить інституційна фінансова інфраструктура як з боку внутрішніх засад її функціонування, так і взаємодії з суб'єктами управлінської інфраструктури. На наш погляд, до інституційної інфраструктури належать суб'єкти підприємництва, що формують фінансовий сектор економіки: комерційні банки й небанківські кредитні установи, страхові компанії й недержавні пенсійні фонди, факторингові й лізингові компанії, інститути спільного інвестування й компанії з управління активами. В Україні управлінська фінансова інфраструктура представлена державними фінансовими органами (Міністерство фінансів, Державна податкова адміністрація, Державне казначейство, Державна контрольно-ревізійна служба, Рахункова палата, Державний департамент з фінансового моніторингу), органами управління Пенсійним фондом і фондами соціального страхування та органами, що здійснюють регуляторну діяльність (Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг). Особливе місце в організаційній фінансовій інфраструктурі належить центральному банку. З одного боку, це державний регулятор у банківській системі, і за цими функціями він має бути віднесений до управлінської фінансової інфраструктури. Але, з другого боку, банк є фінансовою інституцією. І хоча він функціонує на відмінних від комерційних банків засадах, усе ж більше належить до інституційної інфраструктури, хоча й не є складовою фінансового сектору економіки.

У складі інституційної фінансової інфраструктури можна виділити три сегменти — страховий, кредитний ринки й ринок цінних паперів (фондовий). Усі вони об'єднані спільним полем діяльності (фінансовий сектор економіки), при цьому по-різному пов'язані з нинішньою кризою як у світовому, так і національному масштабах. Це зумовлюється специфікою і спрямуванням діяльності кожного з них, а також різним характером послуг, які вони надають. Якщо інституції кредитного й фондового ринків безпосередньо забезпечують рух фінансових потоків в економіці, то страхування — насамперед надання фінансового захисту від певних подій. До нинішньої фінансової кризи всі сегменти розвивалися досить активно і стабільно, про що свідчать дані таблиці. Це стосується насамперед показників, що характеризують обсяги й рівень їх профільної діяльності.

Таблиця. Динаміка розвитку основних складових інститудійної фінансової інфраструктури в Україні

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Сегменти інфраструктури | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 1 півріччя 2008 |
| Кредитний ринок | | | | | |
| Кількість: |  |  |  |  |  |
| - комерційних банків | 181 | 186 | 193 | 198 | 196 |
| - кредитних спілок | 622 | 723 | 764 | 840 | 849 |
| Статутний капітал, млрд. грн..: |  |  |  |  |  |
| - комерційних банків | 11,6 | 16,1 | 26,4 | 43,1 | 55,1 |
| - кредитних спілок | 0,2 | 0,7 | 1,1 | 1,5 | 1,7 |
| Залучені ресурси, млрд грн: |  |  |  |  |  |
| - комерційних банків | 83,0 | 132,7 | 184,2 | 279,7 | 321,1 |
| - кредитних спілок | 0,6 | 1,2 | 1,9 | 3,5 | 4,0 |
| Заборгованість за кредитами, млрд. грн..: |  |  |  |  |  |
| - комерційних банків (в економіку) | 88,6 | 143,4 | 245,2 | 426,9 | 518,1 |
| - кредитних спілок | 0,7 | 1,4 | 2,6 | 4,5 | 5,4 |
| Страховий ринок | | | | | |
| Кількість страховиків | 387 | 398 | 411 | 446 | 469 |
| Статутні фонди, млрд. грн.. | 5,5 | 6,6 | 8,4 | 10,6 | 12,0 |
| Чисті страхові премії, млрд грн | 9,7 | 7,5 | 8,8 | 12,4 | 7,6 |
| Чисті страхові виплати, млрд грн | 1,4 | 1,5 | 2,3 | 3,9 | 3,2 |
| Фондовий ринок | | | | | |
| Кількість: |  |  |  |  |  |
| - інститутів спільного інвестування | 105 | 284 | 519 | 577 | 716 |
| - компаній з управління активами | 88 | 159 | 228 | 334 | 394 |
| - фондових бірж | 8 | 8 | 8 | 9 | 9 |
| Обсяги емісії цінних паперів, млрд грн, у тому числі: | 34,8 | 62,0 | 84,1 | 133,3 | - |
| - акції | 28,3 | 24,8 | 43,5 | 50,0 | 27,8 |
| - корпоративні облігації | 4,1 | 12,8 | 22,1 | 44,5 | 20,0 |
| - інвестиційні сертифікати | 2,2 | 23,9 | 18,4 | 36,6 | 41,9 |
| Обсяги торгів цінними паперами, млрд грн, у тому числі: | 321,3 | 403,8 | 492,8 | 754,3 | - |
| - неорганізований ринок | 311,9 | 387,4 | 463,7 | 719,1 | - |
| - організований ринок, | 9,4 | 16,4 | 29,1 | 35,2 | 17,9 |
| у тому числі ПФТС | 8,3 | 14,5 | 28,0 | 30,8 | 15,7 |

*Джерело:* складено за даними Національного банку України, Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку і Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг.

Загалом можна стверджувати, що сформована мережа установ інституційної фінансової інфраструктури поступово наближається до потреб розвитку економіки України, хоча досі, як видно з наведених даних, мають місце відчутні диспропорції в розвитку її окремих сегментів. Деякі складові, не наведені в таблиці (ломбарди, факторингові й лізингові компанії, недержавні пенсійні фонди та інші), ще не відіграють відчутної ролі.

Нині основним сегментом інституційної фінансової інфраструктури є кредитний ринок. Основні показники його розвитку в банківському секторі — обсяги залучених ресурсів і кредитування економіки — у докризовий період мали просто вражаючі темпи зростання. Так, упродовж 2005—2007 років статутний капітал комерційних банків щороку зростав у середньому на 55 %, обсяги залучених ресурсів — на 50 %, кредитний портфель — на 69 %. Разом із тим саме цей сектор виявився найбільш уражений кризою. Хоча у першому півріччі 2008 року проявилися перші ознаки сповільнення розвитку (обсяги залучених ресурсів зросли лише на 15 %, кредитний портфель — на 29 %), явних ознак кризи не відчувалося. Однак протягом жовтня — листопада 2008 року ситуація у банківській системі кардинально змінилася. І навряд чи можна стверджувати, що для цього не було об'єктивних передумов. Вони були і полягали, насамперед, у агресивній політиці нарощування обсягів кредитування, яка не відповідала ресурсному потенціалу українських банків і спричинила стрімке зростання ресурсного дисбалансу в їхній діяльності (рис. 1).

З рисунка видно, що до 2006 року комерційні банки вели досить обережну й зважену політику, здійснюючи кредитування в межах свого ресурсного потенціалу (сума статутного капіталу й залучених від юридичних і фізичних осіб коштів).

У подальшому вони значно активізували діяльність, допустивши значний розрив між кредитними вкладеннями в економіку і ресурсним потенціалом: якщо у 2006 році він становив 34,9 млрд. грн.., то у 2007-му — вже 104,1 млрд., а в першому півріччі 2008-го — 141,9 млрд. грн.., тобто обсяги кредитування в 1,4 раза перевищували наївні можливості. Нестачу власних і залучених ресурсів банки компенсували заповненнями на міжбанківському й зовнішніх фінансових ринках, а також емітуючи корпоративні облігації й розміщуючи їх на внутрішньому фондовому ринку.

Обсяги міжбанківського кредитування стрімко зросли: у 2007 році — 48,5 млрд. грн.. порівняно з 19,8 млрд. у 2006-му і 10,9 млрд. грн.. у 2005 році. Зростання тривало й упродовж 2008 року, сягнувши за дев'ять місяців 54,5 млрд. грн... Наразі вони компенсують майже третину дисбалансу між ресурсним потенціалом комерційних банків та їх кредитними вкладеннями в економіку. Даючи оцінку цього ринку, зазначимо, що вона є досить неоднозначною. З одного боку, він відображає інституційні можливості банківської системи у внутрішньому продукуванні ресурсів, забезпечуючи їх перелив між банками. Це сприяє максимально ефективному використанню фінансових ресурсів, зводячи до мінімуму їх "простої": свої тимчасово вільні кошти один банк позичає іншому. З другого боку, загальний ресурсний потенціал банків від такого переливу не збільшується. Ринок міжбанківських позичок криє в собі відчутні ризики, оскільки за будь-яких ускладнень кожний банк піклуватиметься насамперед про власні інтереси, а відтак обсяги цього ринку можуть досить швидко й істотно скоротитися.

Останніми роками також значно зросла активність комерційних банків на ринку корпоративних облігацій України. Якщо у 2004 році їх випустили на суму всього 0,2 млрд. грн.., то у 2005-му — 2,6 млрд., у 2006-му — 5,0 млрд., а у 2007-му — 18,9 млрд грн. При цьому на даному ринку банки займають 42 % від загальної емісії зазначених фінансових інструментів. Корпоративні запозичення останнім часом забезпечують покриття 18 % дисбалансу між обсягами кредитування й ресурсним потенціалом банків. Разом внутрішні джерела (міжбанківський кредит і облігаційні позички) забезпечують цей дисбаланс наполовину, відповідно інша половина фінансується із зовнішніх джерел, які і становлять основну загрозу. За даними Національного банку України зовнішня заборгованість комерційних банків останніми роками, особливо у 2007—2008-му, стрімко зростала (рис. 2).Залучення українськими банками зовнішніх джерел фінансування зумовлено кількома причинами. По-перше, економіка країни була на підйомі й потребувала значних вкладень. По-друге, внутрішні ресурси, як би їх не оцінювати, дотепер залишаються й обмеженими, й дорогими. Так, середньозважена процентна ставка за строковими депозитами суб'єктів господарювання у 2007 році становила 6,9 %, за депозитами фізичних осіб — 11 %. У зв'язку зі світовою фінансовою кризою наразі спостерігається подорожчання депозитів: за дев'ять місяців 2008 року процентні ставки дорівнювали відповідно 8,1 % і 13,6 %. На зовнішніх ринках до 2007 року спостерігався, як уже зазначалося, певний надлишок досить дешевих ресурсів і тому, по-третє, не скористатися з цієї ситуації було б просто безглуздо. По-четверте, виходячи на міжнародні ринки капіталів, українські банки поступово інтегрувалися у світову фінансову систему.

Водночас така політика, сприяючи розвитку національної економіки й покращанню добробуту громадян, містила й відчутні загрози. Слід зауважити, що період значного розширення обсягів кредитування й активізації виходу комерційних банків України на міжнародні ринки капіталів характеризується істотними змінами й у структурі кредитного портфеля за позичальниками (рис. 3).

Як видно з наведених даних, за досить короткий термін — три з половиною роки — частка кредитів, виданих фізичним особам, збільшилася у 2,2 раза. Водночас структура кредитування за видами валют істотних змін не зазнала, хоча збільшилася частка кредитів у іноземній валюті. Так, якщо на кінець 2004 року заборгованість фізичних осіб за кредитами, наданими в іноземній валюті, становила 55,1 % від їх загальної заборгованості, то на кінець першого півріччя 2008-гo — 62,1 %. У частині кредитування юридичних осіб ці показники станови-відповідно 39,6 % і 42 %.

У подібному підході до розвитку кредитування фізичних осіб навряд чи все кожна оцінити позитивно. Дійсно, значна частина цих кредитів мала споживчий характер і спрямовувалася на придбання імпортних товарів (автомобілів, побутової техніки тощо), тобто, по суті, українські банки кредитували іноземних виробників. Але ж це кредитування значною мірою і здійснювалося за рахунок зовнішніх запозичень банків. Тому стверджувати, що саме Україна кредитувала розвиток економік інших країн навряд чи буде коректно. Подібні переміщення ресурсів в умовах глобалізованої світової економіки є цілком природним явищем. Можливо українська економіка й не мала прямої вигоди від цього, але таке кредитування справило помітний позитивний вплив на зростання рівня життя населення, адже кредити стали доступними не лише заможнім громадянам, а й тим, хто за вітчизняними мірками мав середній рівень доходів, а у певних випадках — нижчий за середній.

Взагалі слід відзначити, що українські банки нарешті повернулися обличчям до клієнтів, змінивши стратегічне бачення своєї місії та діяльності. Якщо на початку нинішнього століття не всі банки сприймали громадян як надійних і важливих партнерів, а в середині 90-х років минулого століття взагалі приділяли їм мало уваги, то нині роздрібний банківський бізнес стає все вагомішим напрямом розвитку. Подібні тенденції у кредитній діяльності комерційних банків є характерною ознакою ринкової економіки та заслуговують на позитивну оцінку.

Проблеми зовнішнього покриття нестачі ресурсів на внутрішньому фінансовому ринку, як і з будь-яких інших запозичень, визначаються забезпеченням платоспроможності банків за своїми борговими зобов'язаннями. Саме в цій площині проявилися перші ознаки кризових явищ у окремих банків, які свого часу активно виходили на ринки зовнішніх запозичень. Доки на світових фінансових ринках було достатньо ресурсів, і відносно дешевих, проблем із рефінансуванням боргів за рахунок нових запозичень (саме на це орієнтувалися українські банки-позичальники) не було. Однак світова фінансова криза кардинально змінила ситуацію, і на початку осені 2008 року окремі вітчизняні банки опинилися у скрутному становищі, не маючи власних ресурсів для вчасного погашення зовнішніх боргів. Водночас це були проблеми лише окремих банків, хоча й досить відчутні, але навряд чи критичні для банківської системи загалом. Певною мірою ситуацію підправило проведене НБУ рефінансування проблемних банків.

Ця ситуація спричинила найбільшу загрозу для банківської системи — панічні настрої у вкладників банків: побоюючись за свої заощадження, вони почали їх масово знімати, причому не лише з депозитних рахунків у проблемних, а й в інших банках. У таких умовах завжди потрібні вчасні й рішучі дії, щоб приборкати негативні тенденції на початку їх зародження. Цікаво, що саме Україна має позитивний досвід урегулювання подібних ситуацій. У набагато складніший період політичного протистояння — під час "помаранчевих" подій 2004 року — НБУ прийняв рішення про тимчасову заборону на зняття коштів з депозитних рахунків до закінчення їх терміну, що досить швидко стабілізувало ситуацію.

Восени 2008-го замість того, щоб діяти, керівництво центрального банку почало обговорення ситуації, у тому числі в засобах масової інформації, отримавши цілком закономірно зворотний ефект: чим більше вкладників переконували у відсутності загрози, тим менше вони вірили в це. В остаточному підсумку тимчасову заборону на зняття коштів із депозитних рахунків було запроваджено, але невчасність цього рішення призвела до відчутного вимивання коштів із банківської системи і зменшення її ресурсного потенціалу, а отже й потенціалу української економіки. Безумовно, подібне рішення створює певні незручності для вкладників і порушує їхні права, визначені у кредитній угоді (хоча дострокове зняття коштів із депозитних рахунків теж можна розглядати як порушення прав уже банків, адже кошти перебувають в обороті). Однак подібні незручності не можна й порівняти з наслідками для економіки, а також вкладників і суспільства, від потенційно можливої кризи в банківській сфері.

Фактично подібні дії спровокували подальше загострення ситуації, і не лише в банківській системі, а й загалом в економіці — стався, по суті, обвал національної валюти. До того ж, падіння курсу гривні зумовлюється не тільки, а можливо, й не стільки світовою фінансовою і кризою в банківській системі України. Справжні, глибинні причини походять від внутрішніх проблем, адже курс національної валюти є відображенням стану економіки й політичної стабільності. При цьому головною проблемою була й залишається відсутність реалістичної й обґрунтованої стратегії розвитку економіки й фінансової системи7, внаслідок чого він має непослідовний і хаотичний характер. Загрози й ризики розвитку не визначаються, отже, і не формується система упереджувальних заходів.

Наприклад, хіба загрози розвитку вітчизняної чорної металургії, яка забезпечувала основну частину валютних надходжень, були абсолютно не передбачуваними? Ні, про них було відомо давно, але мало що робилося для модернізації галузі. Фактично, користуючись сприятливою ситуацією на світових ринках, власники підприємств галузі збирали "вершки", що не могло тривати безкінечно. Після різного падіння попиту на метал передусім унаслідок скорочення обсягів будівництва, зумовленого іпотечною кризою, підприємства галузі виявилися неконкурентоспроможними, їхні власники й керівники звертаються до влади по допомогу. Та чому вони раніше (криза, яка безпосередню їх стосувалася, розпочалася ще у 2006 році) практично нічого не робили дія модернізації виробництва? Аналогічне стоиться й інших експортно-орієнтованих галузей економіки, а також будівництва згадаємо лише "роздуті" ціни на житло в Києві).

Звернення про допомогу до держави є проявом рецидивів мислення часів адміністративної економіки, хоча з моменту переходу до ринкових відносин минуло багато часу. До того ж, наразі взагалі чітко не визначені концептуальні підходи до надання фінансової допомоги окремим підприємствам і галузям, а їх звернення до влади побудовані, як правило, на залякуванні наслідками кризи. Справді, криза досить глибока і державна підтримка, очевидно, потрібна. Виникають лише запитання: за рахунок кого, з якою метою і в якій формі вона має надаватися? Що отримаємо сьогодні та у перспективі і, врешті-решт, де взяти стільки коштів (які нині просять підприємства майже всіх галузей) у поки що досить бідній країні?

Не заглиблюючись в аналіз ситуації, що склалася в економіці України та на валютному ринку (що є предметом окремого дослідження), зупинимося на окремих діях центрального банку, які зумовили, і не лише з нашої точки зору, загострення ситуації в банківській системі. Якби НБУ не мав позитивного досвіду стабілізації національної валюти у другій половині 90-х років минулого століття, його окремі дії можна було б розцінити як непрофесіоналізм, адже деякі з них навіть не піддаються логічному поясненню. Насамперед це стосується проведеної влітку 2008 року ревальвації гривні (офіційний курс НБУ опустився до позначки 4,84 грн. за долар США, на готівковому ринку — до 4,60 грн.). Враховуючи високий рівень інфляції (станом на кінець липня — 114,9 % у річному обчисленні), нестійкий стан економіки, від'ємне сальдо торговельного балансу, визнати ці дії як обґрунтовані навряд чи можна. Більше того, керівництво НБУ заявляло, що у перспективі курс гривні має дорівнювати приблизно 4 грн. за долар, і саме це відображатиме реальну вартість гривні в контексті рівня розвитку економіки України. Досі реального пояснення подібній політиці НБУ так і не надав.

Ще більш незрозумілу позицію (по суті, стороннього спостерігача) зайняв центральний банк у період загострення ситуації на валютному ринку. Адже ніхто інший, як він згідно з чинним законодавством має забезпечувати стабільність національної валюти. Своєю ж бездіяльністю, як би її не інтерпретували, НБУ спровокував стрімку девальвацію гривні. Пояснення щодо переходу до ринкового курсоутворення ще можна було б якось прийняти, якби не попередня ревальвація гривні. А загалом подібні маніпуляції на валютному ринку наводять на думку про чиюсь зацікавленість у подібних спекулятивних коливаннях курсу, адже в таких діях жодного натяку немає на врахування інтересів національної економіки, фінансової системи в цілому й банківської зокрема, не кажучи вже про пересічних громадян.

Пояснювати, чим загрожує валютна нестабільність, немає потреби. З огляду на проблематику даної статті зауважимо, що для інституційної фінансової інфраструктури ця загроза є досить відчутною. Безумовно, комерційні банки в умовах нестабільності можуть заробляти на валютних спекуляціях, що завжди й роблять, їх можна звинувачувати у корпоративному егоїзмі (хоча ринкова економіка фактично на ньому й засновується), але тоді у цьому ж треба звинувачувати й центральний банк. Однак треба враховувати незаперечний факт — доходи від валютних спекуляцій, що є одномоментними, ніколи не зможуть компенсувати наступних втрат, яких можуть зазнати банки.

Загалом стосовно банківського сегмента інституційної фінансової інфраструктури в Україні зазначимо, що наразі існують істотні загрози його стабільності подальшому розвитку. Їхня внутрішня складова поки що не досить відчутна. Так, якщо на кінець 2007 року частка прострочених кредитів, наданих суб'єктам господарювання, становила 0,8 %, сумнівних — 0,9 %, то станом на кінець вересня 2008-го — відповідно 1,1 % і 0,8 %. Стосовно кредитів, наданих фізичним особам, показники становили відповідно 1,1 %, 0,5 % та 1,5 % і 0,9 %. Щоправда ситуація може значно погіршитися внаслідок дії ключової зовнішньої загрози — поглиблення кризи в реальному секторі економіки — і зумовлюватиметься глибиною й тривалістю рецесії. Для мінімізації наслідків цього чинника банки ні в кому разі не повинні без належних підстав обмежувати чи припиняти кредитування економіки. Намагання окремих комерційних банків мінімізувати кредитну діяльність як з власної ініціативи, так і з боку НБУ в остаточному підсумку можуть зашкодити самим банкам (крім того, поки що реальних альтернатив кредитним операціям, які дають левову частку прибутків, немає). Водночас зазначимо, що нинішня ситуація в економіці й фінансовій системі, хоча і є досить загрозливою, проте залишається керованою, а відтак усе залежить від виваженості економічної й фінансової політики держави, дій НБУ й комерційних банків.

Інший важливий сегмент інституційної фінансової інфраструктури — страховий ринок — ні в національному, ні в міжнародному масштабах не мав відчутного впливу на зародження й розвиток фінансової кризи. Швидше навпаки, досить потужні всесвітньо відомі страхові компанії опинилися у скрутному становищі внаслідок нинішньої кризи, оскільки не завжди в змозі фінансово забезпечити сплеск страхових подій. Так, заявила про загрозу банкрутства одна з найпотужніших у світі — американська страхова компанія "*AIG*", яка була одним із лідерів з перестраховки фінансових ризиків, у тому числі у сфері іпотечного кредитування. В Україні (де "*AIG*" теж працювала) поки що подібної ситуації не спостерігається з простої причини — страхування охоплює трохи більше 10 % страхового поля, а розвиток цієї сфери в останні роки забезпечувався переважно за рахунок його номінально добровільних, а фактично обов'язкових форм, насамперед страхування автотранспортних засобів при їх придбанні в кредит, а також страхування майна при іпотечному кредитуванні і страхування у сфері туризму. Так, якщо загалом чисті страхові премії у 2006 році порівняно з 2005-м зросли на 17,3 %, у 2007 році порівняно з 2006-м — на 40,9 %, то зі страхування наземного транспорту (крім залізничного) — відповідно на 82,8 % і 173,7 %. При цьому значно зросла частка цього виду страхування в загальній сумі чистих страхових премій: у 2005 році - 13,9 %, у 2006-му — 21,7 %, у 2007-му - 27,6 %. Поступово цей вид страхування витіснив страхування фінансових ризиків, частка якого мала таку динаміку: 2005 рік - 19,7 %, 2006-й - 17,0 %, 2007-й - 13,0 %.

Цілком очевидно, що фінансова криза негативно позначиться на діяльності українських страхових компаній. Насамперед можуть відчутно скоротитися суми страхових премій у зв'язку зі зменшенням доходів громадян (як за рахунок наслідків згортання виробництва, так і в результаті падіння курсу національної валюти), а також згортання банківського кредитування фізичних осіб. Стосовно страхових виплат зазначимо, що основною загрозою може бути страхування фінансових ризиків, оскільки в умовах кризи їх імовірність істотно збільшується. Тому зниження частки цього виду страхування в останні роки відчутно зменшує загрози для страхового сегмента. Щодо вищезгаданих напівобов'язкових видів страхування зазначимо, що, безумовно, вони містять певні ризики, але через їх специфіку не є надто загрозливими. Безперечно, криза позначиться і вже позначається на туристичному бізнесі, а відтак і на обсягах страхування. Проте загалом це скорочення практично пропорційно відіб'ється на обсягах і страхових премій, і страхових виплат унаслідок зменшення кількості застрахованих туристів. Отже, це можна розглядати як загрозу розвитку страхового ринку, а не банкрутства страхових компаній.

Складнішою є ситуація у страхуванні, пов'язаному з кредитним сегментом фінансового сектору. Розвиток страхування автотранспортних засобів в Україні наразі прямо залежить від активності банків. Хоча поки що обсяги продажів автомобілів не скорочуються (а до певного періоду можуть і зростати — громадяни переорієнтовують свої заощадження з фінансових активів у дорогі товари тривалого користування), кредитування їх купівель банки практично призупинили. Відповідно зменшується і кількість страхових угод зі страхування автотранспортних засобів, оскільки загалом воно є добровільним. Однак у частині зростання страхових виплат, які можуть бути зумовлені кризою, прямої загрози українським страховим компаніям наразі не існує, адже вони страхують ризики, пов'язані з пошкодженням, повною загибеллю чи втратою автотранспортного засобу, що є предметом застави. За фінансові ризики, які обумовлюються неплатоспроможністю позичальника, страхова компанія перед кредитною установою відповідальності не несе. Цей ризик комерційного банку чи кредитної спілки забезпечується власне заставою. Подібна ж ситуація має місце й у сфері страхування при іпотечному кредитуванні. Припиняється будівництво, згорнуто кредитування придбання чи будівництва житла — отже, зменшаться й обсяги страхових премій. Але фінансові ризики, які можуть виникнути при неплатоспроможності позичальників, нині страхові компанії беруть на себе неохоче.

Таким чином, можна стверджувати, що страхові компанії поки що не відчули такого впливу фінансової кризи, як комерційні банки, які до певної міри і провокували кризу, і водночас відчутно постраждали від неї. Неістотним і опосередкованим впливом на зародження фінансової кризи в Україні можна вважати те, що своєю страховою підтримкою вони сприяли банкам у розвитку кредитування автотранспортних засобів, будівництва і придбання житла. Більше того, вони налагодили співпрацю на основі укладання угод, а окремі банки створили власні страхові компанії. Без такої підтримки кредитні установи не змогли б так успішно й прискорено розвивати згадані досить ризикові напрями кредитування. З позицій розвитку інституційної фінансової інфраструктури цю співпрацю можна однозначно вважати позитивною тенденцією. Нинішні проблеми у фінансовій сфері, що можуть поглибитися в майбутньому, з цією співпрацею не пов'язані, а зумовлюються іншими чинниками, що сформувалися у кредитній системі і про які йшлося вище.

Досить складною є ситуація на українському фондовому ринку. На значних проблемах у його функціонуванні, насамперед структурних диспропорціях, наголошують багато дослідників. Зауважимо, що, хоча за кількісними параметрами (див. табл.) він розвивається досить динамічно, його головна проблема — закритість і непрозорість — залишається нерозв'язаною тривалий час (у 2003 році на ринку цінних паперів неорганізований ринок займав 97 %, у 2006-му — 94,1 %, у 2007-му — 95,3 %). Якщо раніше це можна було пояснити його формуванням заново у зв'язку з переходом до ринкових відносин, а на початковій стадії функціонування — націленістю на розв'язання завдань приватизації, то наразі відсутність прогресу в посиленні його транспарентності є неприйнятною для економіки й суспільства. Скажімо, чи може індекс ПФТС, на зразок фондових індексів провідних торговельних майданчиків світу, відображати реальні процеси в економіці України, якщо обсяги угод, укладених на цій біржі, не охоплюють і 5 % ринку цінних паперів? Відповідно ні біржа ПФТС, ні інші вісім українських бірж не відіграють тієї ролі, яку мають відігравати як організатори торгівлі і провідні суб'єкти обслуговуючої фінансової інфраструктури.

Фондовий ринок України, як і інших країн світу, негативно реагує на загострення економічної кризи і насамперед зниженням інвестиційної активності. Можна стверджувати, що суб'єкти його інституційної інфраструктури відчутно постраждали і можуть ще більше постраждати внаслідок зменшення як обсягів операцій з цінними паперами, так і їхньої дохідності. Це, у свою чергу, негативно позначиться й на суб'єктах підприємництва, для яких ускладнюється доступ до ресурсів. При цьому зазначимо, що фондовий ринок на відміну від банківської системи і страхування може набагато сильніше впливати на кризові процеси, провокуючи й загострюючи їх. І чим розвиненішим і потужнішим він є, тим сильнішим може бути цей вплив. І хоча поки що, враховуючи нинішній стан його розвитку, негативний вплив навряд чи можливий, варто зупинитися на питаннях взаємозв'язку функціонування фондового ринку й економіки. Йдеться про дуже важливий, на наш погляд, теоретико-методологічний аспект, що визначає засади функціонування цього ринку — наукові і практичні засади ціноутворення на цінні папери, передусім на акції.

**ВИСНОВОК ТА РЕКОМЕНДАЦІЇ**

В умовах розвиненої інфраструктури фондового ринку основою ціноутворення є біржова торгівля. Ціни на окремі фінансові інструменти, що формуються на біржі, можна, з одного боку, визнавати як реальні й обґрунтовані, оскільки вони є ринковими й відображають урівноваженість попиту і пропозиції. За таких умов неорганізований ринок теж орієнтується на біржу, маючи чіткі цінові параметри. Але, з другого боку, рушійні сили ринку, домінуючими серед яких є спекулятивні мотиви (основа доходів інвесторів і торговців — курсові різниці), спричиняють постійні коливання на ньому, адже за цінової стабільності рівень доходів від гри на біржі обмежується дивідендами, процентами чи дисконтом, що не влаштовує гравців. Тому вони постійно розхитують ринок, граючи або на підвищення, або на пониження. Подібні коливання часто є штучними, а відтак ціни на окремі фінансові інструменти відхиляються від економічних реалій.

Помітний тиск на процеси ціноутворення на ринку акцій чинять також їхні емітенти — корпорації. І якщо спекулянти зацікавлені в коливаннях ринку, то діяльність корпорацій спрямована лише на постійне зростання курсу акцій, що забезпечує підвищення рівня капіталізації акціонерного товариства. Сьогодні існує думка, що головною метою корпоративного управління й фінансового менеджменту є максимізація ринкової вартості фірми, "оскільки досягнення цієї мети, як правило, свідчить про значний економічний потенціал підприємства, забезпечення добробуту акціонерів, максимальні та стабільні прибутки". Такий підхід поділяє більшість вітчизняних і зарубіжних науковців. Разом із тим щодо сучасного визначення основної мети корпоративного управління виникають декілька важливих питань.

Перше. Що реально змінюється у фінансовому забезпеченні діяльності акціонерного товариства при зростанні його ринкової вартості? Чи приводить зростання цін на акції до зміцнення його фінансового потенціалу? Практично нічого, адже це доходи інвестора від зростання ринкової вартості або спекулянта — у вигляді різниці між цінами придбання й продажу. Фінансовий потенціал корпорації збільшується на основі додаткової емісії акції чи залучення позикового капіталу. Безумовно, рівень капіталізації корпорації відчутно впливає на можливості використання цих джерел, але сам по собі він ресурсів не дає. Тому рівень капіталізації варто швидше розглядати як один із важливих оціночних показників діяльності акціонерного товариства, що використовується в загальній системі фінансових коефіцієнтів.

Друге. До якої межі може зростати ринкова вартість і чи може процес зростання мати безперервний характер? Знову відповідь є очевидною — ні. Будь-який товар, а акції (ринкові, звичайно) — це не що інше, як фінансовий товар, має граничну корисність і, відповідно, граничну ціну, яка відображає рівень можливості продажу. У разі його перевищення товар практично не можна продати. У зв'язку з цим виникає питання: якою буде мета корпоративного управління при досягненні граничного рівня капіталізації? Не може ж вона зникати. Саме тому періоди зростання змінюються періодами спаду. Така циклічність може як збігатися з економічним циклом, так і відхилятися від нього, адже без неї практично втрачається сенс як у фінансовому управлінні, так і в діяльності окремих суб'єктів на фондовому ринку.

Третє. Які наслідки має реалізація основної мети фінансового менеджменту в корпораціях? Потенційно можливими серед них є відхилення на певному етапі ринкових цін на акції від фінансових реалій, тобто формування тих самих "мильних бульбашок", які, врешті-решт, лопаються. І якщо вони охоплюють широке коло суб'єктів, то спричиняють зародження фінансової й економічної криз, оскільки негативні тенденції на фондових біржах також вкрай негативно позначаються на економіці. Отже, саме в меті управління фінансами корпорацій, що нині є домінуючою формою організації бізнесу, закладено не що інше, як продукування криз. Тому, з нашої точки зору, питання корпоративного управління фінансова наука має переосмислити в контексті згладжування циклу й запобігання кризам.

**ВИКОРИСТАННІ ДЖЕРЕЛА**

1. Льовочкін С., Опарін В., Федосов В. Реформування фінансової моделі як основа макроекономічної стабілізації в Україні // Економіка України. — 2008. — № 10. — С. 23.
2. Льовочкін С.В. Макрофінансова стабілізація в Україні у контексті економічного зростання: Моногр. — К.: Наша наука і культура, 2003. — С. 330.
3. Льовочкін С., Опарін В., Федосов В. Фінансова інфраструктура ринкової економіки: концептуальні підходи // Економіка України. — 2008. — № 11. — С. 57—71.
4. Федосов В., Опарін В., Льовочкін С. Фінансова реструктуризація в Україні: проблеми і напрями: Моногр. / За наук. ред. В. Федосова. — К.: КНЕУ, 2002. — С. 206—220
5. Опарін В. Фінансова система України (теоретико-методологічні аспекти): Моногр. — К.: КНЕУ, 2009. — С. 162—168.
6. Шелудько В.М.Фінансовий менеджмент: Підруч. — К.: Знання, 2006.