

Україна – від кризи до кризи

Василь Юрчишин, директор економічних програм Центру Разумкова

Україна – єдина серед європейських країн, яка застрягла у міжкризовому просторі. Після глобальної кризи 2008-2009рр. більшості країн вдалося відновити позитивну економічну динаміку, Україна ж сьогодні знову потерпає від кризових проявів. Нинішня вкрай слабка економічна динаміка України – в умовах триваючої військової агресії, поглиблення і розширення негативних тенденцій в економіці, низького рівня довіри до системи державного управління, високої корупції, слабкої фінансової дисципліни, незадовільної інвестиційної привабливості та надмірного боргового навантаження – вказує на утримання «переддефолтних» ризиків для України і втрату країною достойного місця у світовій економіці. В пропонованій роботі увага сконцентрована на порівнювальних характеристиках двох кризових періодів в Україні, а також наслідках, які випливають з них, для стримування кризових шоків у середньостроковій перспективі, а з тим – і можливим відновленням стійкого економічного зростання.

За останні 5 років Україна вдруге намагається побороти кризовий шок. Кожен з шоків мав свої особливості, в основі кожного лежали свої чинники і складові. Водночас, спільність розгортання кризових процесів в Україні у 2008-2009рр. і 2013-2014рр. вказує на те, що результати і наслідки двох кризових процесів, ймовірно, також можуть виявитися близькими. У такому випадку сьогодні Україна, щоб не допустити чергового кризового шоку, вірогідно, може використати антикризові заходи і заходи з економічного відновлення, які належним чином не були враховані та задіяні в посткризовий період 2010-2012рр. Найвагоміше у нинішній ситуації – це прискорена інтеграція українських виробництв у світові виробничі, торговельні, фінансові мережі, що дозволило б країні припинити відставання від світових тенденцій.

Україна у світовій економічній динаміці. У світовій економіці посткризове економічне відновлення (після фінансової кризи 2008-2009рр.) відбувається повільніше, ніж очікувалося за оптимістичними сценаріями. Після відносно успішних 2010-2011рр. **світова економіка не змогла утримати новий тренд зростання**, а показники світового розвитку у 2012-2013рр. виявилися, хоча й переважно позитивними, проте помітно гіршими, ніж у попередні два роки (таблиця «Показники глобального зростання»¹).

Показники глобального зростання,

% до попереднього року

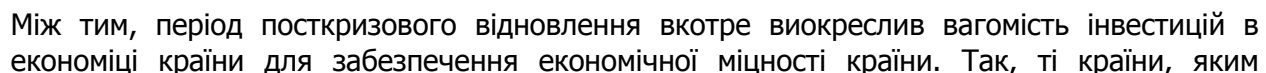
	2008	2009	2010	2011	2012	2013(о)	2014(п)
ВВП	1,4	-2,1	4,0	2,7	2,3	2,4	3,1
Торгівля	3,0	-10,4	12,6	5,8	3,2	4,5	5,8
Валові інвестиції	2,3	-5,6	5,3	4,8	4,6	5,3	6,0
Зайнятість	1,1	0,4	1,4	1,5	1,3	1,3	1,3
ПІІ	-9,5	-33,0	14,1	16,2	-18,7	7,7	17,1

Зрозуміло, що чинники і складові, які формували високу докризову динаміку (насамперед, експортна експансія країн, що розвиваються), в більшості випадків вже не зможуть виступати економічними рушіями зростання в окремих країнах і регіонах найближчим десятиліттям. Зазначимо, що модернізація виробництв, поширення нових технологій, підвищення кваліфікації працівників, оновлення менеджменту відбуваються не

¹ Джерело: Global Investment Trends Monitor (Випуски різнних років). – [http://unctad.org/en/Pages/Publications/Global-Investment-Trends-Monitor-\(Series\).aspx](http://unctad.org/en/Pages/Publications/Global-Investment-Trends-Monitor-(Series).aspx)

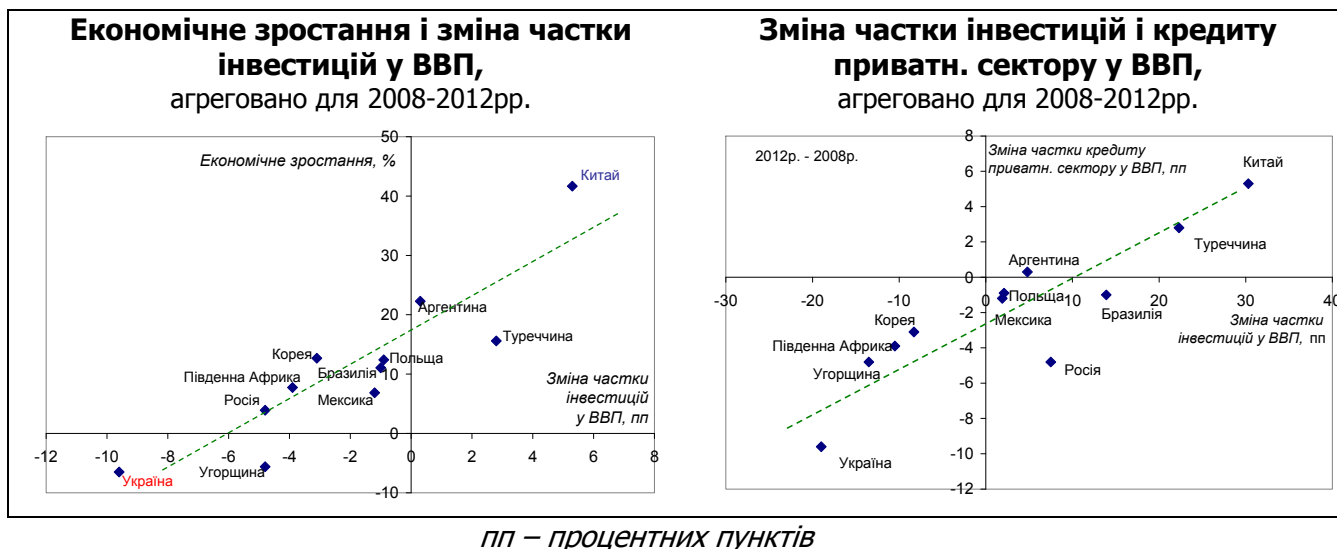
Звичайно, лідерами нинішнього періоду економічного відновлення виступають торгівля та інвестиції. Хоча всі погоджуються з необхідністю прискорення торгівлі, проте протекціоністські заходи, які стримуючи впливали на розвиток торгівлі, а з тим і інвестицій, залишаються вельми популярними. Втім, якщо міжнародна торгівля все ж поступово відновлює позитивну динаміку, то в умовах низької довіри між урядами та економічними агентами саме міжнародні інвестиційні потоки демонструють високу чутливість до політичних і економічних негараздів. Тому, боргові ускладнення в країнах ЄС і сповільнення темпів зростання Китаю призвели взагалі до різкого погіршення намірів інвесторів, і у 2012р.³ прямі іноземні інвестиції (ПІІ) зазнали суттєвого скорочення (хоча й значно меншого, порівняно з кризовим 2009р.) (таблиця «Показники глобального зростання»). Попередні показники 2013-2014рр. вказують на можливість відновлення інвестиційних потоків, що, втім, залежатиме від ступеня міжнародної економічної довіри.

Країни-лідери припливу ПІІ,
\$ млрд.



⁴ Водночас, майже третина світового вивезення ПІІ припадає також на країни, що розвиваються, що підтверджує тенденції розширення ПІІ з висхідних країн. – Джерело: World Investment Reports (різні випуски).

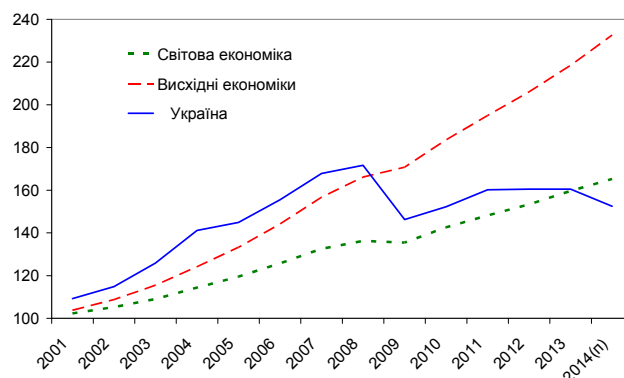
вдалося підтримати інвестиційну привабливість і не допустити інвестиційного обвалу в період глобальної кризи, **досягли значно кращих результатів посткризового відновлення** (діаграми «Економічне зростання і зміна частки інвестицій у ВВП», «Зміна частки інвестицій і кредиту приватн. сектору у ВВП»⁵). Чим меншими були втрати країн в інвестиційних обсягах, тим меншими були втрати як в економічній динаміці загалом, так і доступу приватного сектору до фінансових ресурсів.



Таким чином, **макроекономічна стійкість країн до зовнішніх шоків** значною мірою залежить від **спроможності країн не допустити інвестиційного обвалу**, втрати інвестиційної привабливості, скорочення інвестиційних ресурсів. Україні не вдалося запобігти інвестиційних втрат, а з тим – значимість країни для світової економіки помітно зменшилась.

Нагадаємо, з початку 2000-х років економіка України характеризувалася стійкою позитивною динамікою, середньорічні темпи економічного зростання упродовж 2001-2007рр. перевищували 7% (діаграма «Індекс економічної динаміки...»⁶), а відтак країна певний час належала до складу високо динамічних висхідних країн, і, хоча й помалу, проте ставала помітнішою в системі світової економіки (таблиця «Місце України у світовій економіці»⁷).

Індекс економічної динаміки світової економіки, 2000р. = 100



Криза ж 2008-2009рр. відкинула українську економіку на кілька років назад, а кризові процеси 2013-2014рр. дедалі більше погіршать позиції України у світовій економіці в середньостроковій перспективі. Слід визнати, що в посткризовий період 2010-2013рр., коли світовій економіці вдалося відновити відносно стійке зростання, а висхідні економіки навіть прискорили темпи економічного відновлення, українська економіка занурилась у довгострокову рецесію (бухливі події 2014р. лише акцентували кризовий стан – нагадаємо, впродовж 2012-2013рр. темпи зростання вітчизняної економіки фактично були нульовими). Відтак, нинішня динаміка української економіки все більше відстає від світових

⁵ Джерело: Emerging Market Quartely, Credit Suisse [EMQ], June 2013.

⁶ Джерело: IMF World Economic Outlook [WEO], 2012-2014.

⁷ Джерело: WEO, 2012-2014.

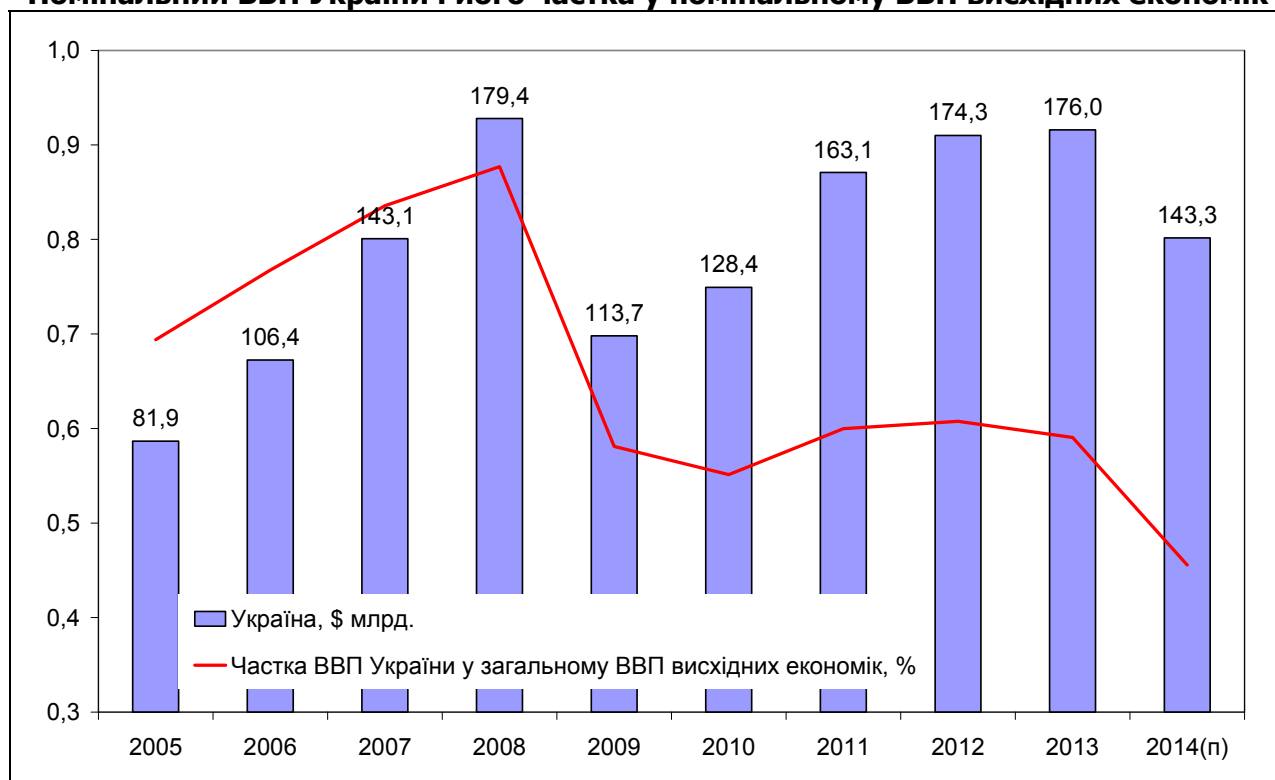
тенденцій і того прискорення, яке демонструють успішні висхідні економіки (діаграма вище «Індекс економічної динаміки світової економіки»).

Місце України у світовій економіці ВВП, \$ млрд.

	Світовий	Україна	Частка України у світовому, %
2000	30 971	31,8	0,10
2008	60 042	180	0,30
2011	70 202	163	0,24
2013(о)	74 900	176	0,23

Особливо відчутним було погіршення економічної динаміки України в контексті висхідних країн (до яких і належить Україна). Так, якщо у докризовий період частка України в загальному ВВП висхідних країн складала майже 0,9%, то в посткризовий період така частка скоротилася приблизно на третину, а у 2014р. відповідна частка ще скоротиться до рівня практично вдвічі меншого порівняно з кращими докризовими показниками (діаграма «Номінальний ВВП України і його частка у номінальному ВВП висхідних економік»⁸).

Номінальний ВВП України і його частка у номінальному ВВП висхідних економік



Небезпідставним є твердження, що в Україні **кризові процеси 2013-2014рр. можуть інтерпретуватись як поновлення і продовження кризових процесів 2008-2009рр.** Так, у 2008р. прояви глобальної кризи посилювались в країні, а 2009р. став обвальним для України. 2010-2012рр. може характеризуватися лише як період «виповзання» країни з-під кризового обвалу. Поглиблення ж економічних дисбалансів у

⁸ Джерело: [ЕМQ], 2012-2014.

2013р. суттєво послабило макроекономічну стійкість, що зрештою призвело до нового обвалу економіки України у 2014р., у т.ч. внаслідок зовнішньої агресії.

ВВП України: динаміка і структура

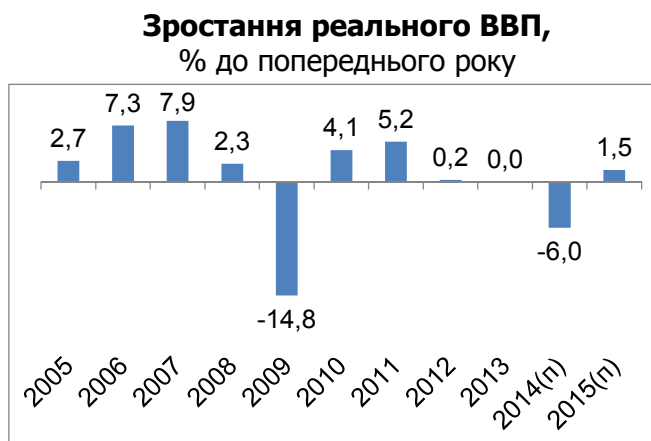
Хоча криза 2008-2009рр. вкотре засвідчила хиби української економіки, а відтак – повинна була б стимулювати трансформаційні процеси для створення більш сучасної конкурентної економіки, проте характерним для української економіки, принаймні упродовж останнього десятиріччя, залишається її:

- низькопродуктивність і енергозатратність,
- слабкодиверсифікованість і неконкурентоспроможність,
- залежність від монопольних зовнішніх джерел сировини та енергії.

Донині кризові хвилі не спонукали українську владу до необхідних структурних зрушень в українській економіці. Навіть 2010-2012рр., впродовж яких мали відбутися головні зміни, радше стали роками подальшого консервування структури національної економіки, посилення адміністрування і корупції, поглиблення втручання держави в економічну діяльність – наслідком чого стало, *з одного боку*, розчарування суспільства у правильності обраного країною шляху розвитку, *з іншого* – відновлення депресивних тенденцій в економічному середовищі. Тому й не було вироблено належних механізмів недопущення та протидії згубним результатам наступних кризових шоків.

Реальний сектор. Якщо криза 2008-2009рр. в Україні, як і в усьому світі, була дійсно неочікуваною, то до кризи 2013-2014рр. країна «наближалася» послідовно.

Хоча впродовж 2010-2011рр. спостерігалася позитивна динаміка реального ВВП, проте динаміку тих років не можна класифікувати як «стійке зростання», оскільки фактично відбувалася лише часткова «компенсація» втрат (падіння) кризового 2009р. (діаграми «*Зростання реального ВВП*»)⁹. Тому радше слід говорити, що позитивна динаміка ВВП 2010-2011рр. у багатьох аспектах була **зумовлена переважно «ефектом (низької) бази»**, а не структурним оздоровленням чи посиленням конкурентоспроможності.

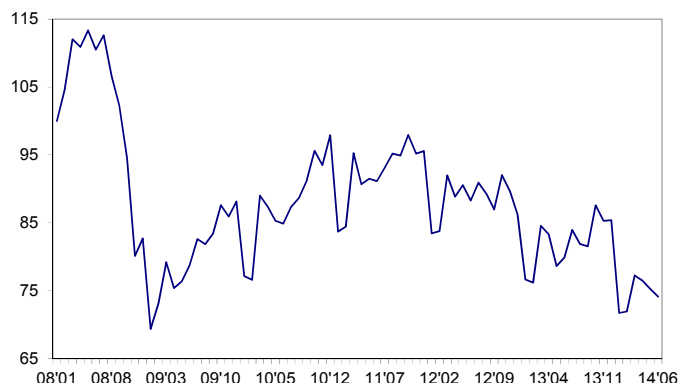


Фактично нульове зростання 2012-2013рр. означало, що в країні не створюється базис стійкого економічного відновлення і, по суті, відбувається консервація як виробничого сектору, так і добробуту населення, що, своєю чергою, обмежуючи впливало на сукупний попит, а відтак і підприємницьке середовище. Тому черговий економічний обвал варто було поргнотувати, в особливості в умовах посилення зовнішніх негативних впливів.

⁹ Джерело: Валовий внутрішній продукт (за відповідні роки). – Держстат. – <http://www.ukrstat.gov.ua/>. У цьому підрозділі, якщо не вказано інше, використані дані Держстату (<http://www.ukrstat.gov.ua/>) та НБУ (<http://www.bank.gov.ua/>).

Наголосимо, глобальна фінансова криза 2008-2009рр. руйнівним чином вплинула на Україну, насамперед, на сектор промисловості, обсяг виробництва якого протягом осінньо-зимового періоду 2008-2009рр. після кількарічного зростання скоротився удвічі (діаграма «Індекс промислового виробництва в Україні»). Період посткризового відновлення 2010-2011рр. не був успішно використаний в Україні, стимули для структурних змін залишалися слабкими, а імпульс виходу з «дна» вичерпався вже в середині 2011р.

Індекс промислового виробництва в Україні
(січ. 2008 = 100)



Тому й не дивно, що вже на початку 2012р. при гальмуванні європейської економіки (внаслідок нарощування боргових ускладнень у країнах ЄС) в економіці України **посилилися негативні тенденції**. Так, хоча падіння промисловості у 2012-2013рр. не мало шокового характеру, подібного до 2008-2009рр., проте втрати в промисловості інерційно продовжувались, і індекс промислового виробництва наприкінці I півріччя 2014р. знаходився на рівні найнижчих показників 2009р. («дна» глобальної кризи) (діаграма «Індекс промислового виробництва в Україні»). Підкреслимо, таке послідовне падіння відбувалося не як наслідок короткострокового політико-економічного шоку та російської агресії, а було саме **результатом слабкої економічної політики** влади попередніми роками.

Перманентні кризові прояви безпосередньо вплинули і на структуру ВВП, насамперед у частині витіснення інвестицій. Левова частка внутрішнього продукту використовується **на споживання**, рівень якого в Україні зріс з 77-80% ВВП у докризовий період до 90-93% останніми роками (таблиця «Валовий внутрішній продукт за категоріями кінцевого використання»¹⁰). Тобто, практично **всі отримувані ресурси** – як домогосподарств, так і державного сектору – витрачають на підтримання поточного рівня споживання і добробуту, насамперед, за рахунок відмови від нагромадження капіталу.

Валовий внутрішній продукт за категоріями кінцевого використання

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Валовий внутрішній продукт , млрд. грн.	720,7	948,1	913,3	1082,6	1302,1	1411,2	1454,9
у % ВВП							
Кінцеві споживчі витрати	77,5	80,1	84,7	84,5	85,5	88,3	92,8
у т.ч.							
домашніх господарств	58,7	61,4	63,7	63,4	66,5	68,2	72,7
сектору загального державного управління	17,9	17,9	20,2	20,3	18,2	19,5	19,4
Валове нагромадження основного капіталу	27,5	26,4	18,3	18,1	18,6	19,5	18,2
Зміна запасів матеріальних оборотних коштів	0,7	1,5	-1,3	0,3	2,1	0,2	-2,5
Експорт товарів і послуг	44,8	46,9	46,4	50,8	54,4	51,0	46,9
Імпорт товарів і послуг	-50,5	-54,9	-48,1	-53,7	-60,6	-59,1	-55,4

¹⁰ Держстат: Валовий внутрішній продукт. – <http://ukrstat.gov.ua/>.

За таких умов неодмінним наслідком посилення кризових процесів є обвал в інвестиціях. Так, якщо в докризовий період відбулося певне «накопичення» інвестицій, що заклало потенціал довгострокового зростання, то криза 2008-2009рр. фактично зруйнувала інвестиційну спроможність України. Недолуга ж інвестиційна політика 2010-2013рр. по суті відвернула (вітчизняних і міжнародних) інвесторів від України, наслідком чого стало подальше **вимивання інвестиційного потенціалу** (частка інвестицій у структурі ВВП так і залишилась на рівні 18-19%, що вкрай мало для реалізації прискореного економічного відновлення) (таблиця «*Валовий внутрішній продукт за категоріями кінцевого використання*»). З тим, у кризу 2013-2014рр. Україна увійшла у вкрай послабленому стані без видимих перспектив інвестиційного зміцнення. Тобто, **найближчими роками найкраще, чого слід очікувати, – лише слабого відновлення інвестиційних процесів**, що може й надалі стримувати економічне відновлення країни загалом.

Таким чином (діаграма «*Зростання реальних споживання та інвестицій*»¹¹):

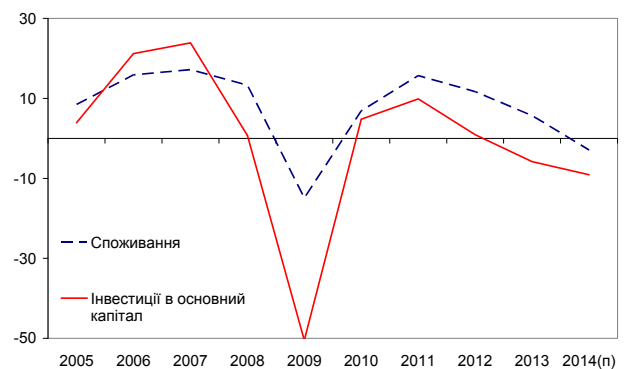
- у періоди економічного послаблення, «економія» ресурсів першочергово відбувається за рахунок скорочення довгострокових витрат, у т.ч. інвестиційного характеру, тому й зниження інвестиційних витрат є набагато суттєвішим, порівняно із зниженням споживчих витрат,

- у періоди економічного пожвавлення (зокрема, як спостерігалось в докризовий період) прискорене зростання більш виразно проявляється у розширенні інвестування, у т.ч. за рахунок підвищення рівня заощаджень населення,

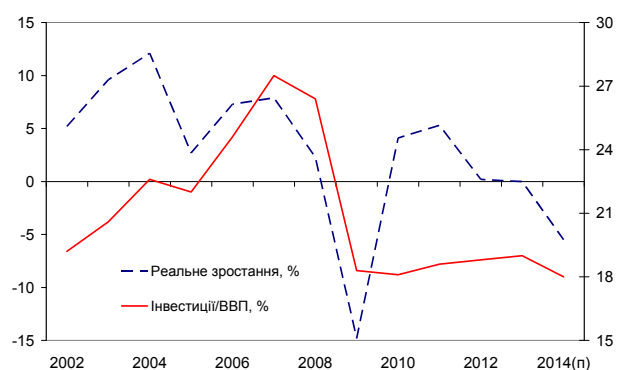
- падіння споживання зазвичай є значно меншим, ніж падіння інвестицій у кризовий період. Тому по завершенні кризи, споживання повертається на «звичний» рівень досить швидко (за кілька років, якщо економіка не зазнала повного краху). На відновлення ж інвестицій (зважаючи на необхідність повернення довіри інвесторів до економічної політики країни) вимагається десятиріччя (за відсутності стрімких реформаційних досягнень).

Підкреслимо, стримування інвестиційного розширення фактично означає і **неможливість економічного прискорення**, оскільки позитивна довгострокова динаміка ВВП необхідною складовою має зміцнення інвестиційного потенціалу (діаграма «*Зростання ВВП і частка інвестицій у структурі ВВП України*»). Проте сьогодні **не видно чинників, за рахунок яких вдасться помітно покращити** інвестиційні позиції країни («корупційний податок», який в Україні вимушено асоціюється з інвестиціями, не може бути ліквідований у короткостроковому горизонті).

Зростання реальних споживання та інвестицій
% до попереднього року



Зростання ВВП і частка інвестицій у структурі ВВП України (права шкала)



¹¹ Джерело: [ЕМQ], 2012-2014.

Крім того, невпевненість у стійкості споживчого попиту та постійні девальваційні очікування стримують економічних агентів від ризиків інвестування у нові виробництва.

Також зазначимо, що **українська модель зростання докризового періоду**, базована на експортній експансії товарів з низькою доданою вартістю, **вже не буде дієвою ані в середньо-, ані в довгостроковій перспективі**, зважаючи на зміну структури і чинників зростання глобальної економіки. Вірогідно, лише **інвестиційне розширення надасть Україні шанс на економічне відновлення**. Тому в сьогодишніх реаліях України, посилення інвестиційного сприяння є одним з найактуальніших завдань економічної політики держави.

Кризи 2008-2009рр. і 2013-2014рр. мали подібний вплив і на **інфляційну складову**. В обох випадках серед основних чинників стрімкого зростання цін були:

- стрімка та обвальна девальвація гривні,
 - адміністративне підвищення житлово-комунальних тарифів,
- а низький життєвий рівень населення (а з тим і низька купівельна спроможність) залишався вагомим обмежуючим чинником прискорення інфляції.



У 2014р. відбулися **дві значні інфляційні хвилі**: перша – у березні-травні, зумовлена девальваційним шоком (обвал курсу з 8 грн./\$1 до 12 грн./\$1), друга – влітку (з можливим продовженням восени), внаслідок суттєвого підвищення житлово-комунальних тарифів. Вірогідно, їх вплив протягом півроку послабне, тому в подальшому інфляція повернеться **до невисоких, але не достатньо стійких** показників (подібно інфляційній динаміці 2010-2012рр.).

Зазначимо, сьогодні спроможність влади впоратися з інфляцією залишається низькою. Фактично, єдиним стримуючим чинником (для продовження зростання споживчих цін та цін виробників) є вкрай низька купівельна спроможність населення, а також незадовільний фінансовий стан підприємств, які потерпають як від погіршення ситуації на національних ринках, так і практичної закритості для них зовнішніх ринків.

Основні інвестиційні ресурси підприємства отримують з власних джерел, власних нагромаджень. Тому слабка економічна динаміка і високі фінансові та валютні ризики призводять до погіршення фінансових результатів діяльності підприємств, а з тим – своєю чергою – подальшого зниження економічної загалом та інвестиційної зокрема активності. В таких умовах підприємства не можуть очікувати ані державної підтримки чи полегшення доступу до банківських вітчизняних ресурсів, ані іноземних інвестиційних ресурсів (насамперед, внаслідок продовження російської агресії).

В обидва кризові періоди (2008-2009рр. і 2013-2014рр.) фінансові результати демонстрували стрімкий обвал, у т.ч. в промисловості (таблиця «*Фінансові результати діяльності підприємств*»). Поряд з цим, сільське господарство з року в рік покращувало фінансові результати, а у 2014р. взагалі, видається, стане тією економічною основою, яка не допустить повного обвалу економіки.

Фінансові результати діяльності підприємств

млрд. грн.

	Фінансовий результат до оподатку- вання	Підприємства, які одержали прибуток		Підприємства, які одержали збиток	
		у % до загальної кількості підприємств	фінансовий результат	у % до загальної кількості підприємств	фінансовий результат
2008, у т.ч.	9,0	62,8	193,7	37,2	184,7
Промисловість	20,2	61,1	70,8	38,9	50,6
Сільське господарство	6,0	71,7	12,0	28,3	6,0
2009, у т.ч.	-42,4	60,1	144,1	39,9	186,5
Промисловість	-4,8	59,7	43,7	40,3	48,5
Сільське господарство	8,0	69,9	14,3	30,1	6,3
2013, у т.ч.	29,6	65,9	234,5	34,1	204,9
промисловість	13,2	63,2	80,5	36,8	67,3
сільське господарство	16,0	79,8	26,9	20,2	10,9
2014, I п/р у т.ч.	-136,0	54,6	159,7	45,4	295,7
промисловість	-66,2	52,3	44,2	47,7	110,4
сільське господарство	-0,5	88,6	0,1	11,4	0,6

Валютні шоки. Україна впродовж своєї короткої історії чи не найбільше серед європейських країн потерпала від нераціональної і слабкої валютної політики. З середини 1996р., коли була введена гривня, і до середини 2014р. гривня здешевшала практично на порядок (із значення курсу 1,8 грн./\$1 до 12,5 грн./\$1). Тобто, можна стверджувати, що Україна перебуває у стані перманентного негативного валютного очікування, і валютний обвал навесні 2014р. не може вважатися «надзвичайною» подією. Більше того, продовження валютних негараздів і влітку 2014р. (вже за нового керівництва НБУ) означає збереження високих валютних ризиків.

Валютна політика і валютна динаміка в обидва кризові періоди (2008-2009 і 2013-2014рр.¹²) має багато спільних рис, що й вказує на ігнорування (або слабку усвідомлюваність) уроків кризових явищ на валютному ринку України, а з тим ставить під сумнів можливості упередження валютних криз в Україні в найближчому майбутньому.

Хоча формально в Україні не застосовувався режим фіксованого валютного курсу, проте впродовж останнього десятиріччя (до весни 2014р.) НБУ й Уряд фактично реалізовували варіанти політики фіксованого курсу – офіційний курс змінювався лише адміністративно та обвалью, а коливання на міжбанківському та готівковому ринку допускалися мінімальні,

¹² Нагадаємо, що порівняння макроекономічних аспектів і складових двох кризових періодів в Україні є важливим завданням цього аналізу.

насамперед шляхом різноманітних адміністративних заходів (обов'язковий продаж частини валютної виручки експортерами, обмеження на купівлю населенням готівкової валюти, «паспортизація» готівкових обмінних операцій, посилення контролю над виконанням імпортних контрактів тощо).

Погіршення макроекономічної ситуації напередодні кризових шоків у 2008р. і 2013р. в Україні було достатньо виразним – спостерігалися високі зовнішньоторговельні дефіцити, посилювалося боргове навантаження, проявлялись дисбаланси між попитом і пропозицією на валютних ринках. Проте в жодний з періодів влада не допускала навіть найменших відхилень від обраної курсової фіксації. А відносно високі валютні резерви у 2008р. вводили в оману стосовно спроможності підтримати тогочасний курс, оскільки не ув'язувались із спроможністю влади впровадження раціональної валютної політики та упередження валютних шоків.

Тому, звичайно, перші ж напруження на валютних ринках України спонукали владу до значних і тривалих валютних інтервенцій на підтримку «звичного» курсу (у 2008р. – 5 грн./\$1, у 2014р. – 8 грн./\$1). Проте накопичені дисбаланси не дозволяли знизити девальваційний тиск, тому, зрештою, гривня втрачала близько 50% своєї вартості (в жовтні-листопаді 2008р. обвал курсу з 5 грн./\$1 до 8 грн./\$1, в лютому-березні 2014р. – з 8 грн./\$1 до 12 грн./\$1).

Проте навіть такі **значні знецінення вартості національної валюти не призводили до заспокоєння валютних ринків** і ще довгий час НБУ був вимушений проводити різноманітні заходи (далеко не завжди успішні) із «заспокоєння» ринків, оскільки не відновлювалася довіра до центрального банку країни та його спроможності проводити зважену валютну політику. Зокрема, навіть після девальваційного «обвалу» потреби в інтервенціях не зникали, і влада вимушена продовжувати втрачати резерви з метою гальмування девальваційної «інерції» і «фіксації» нового рівня курсу. Так, після «заспокоєння» гривні наприкінці 2008р., інтервенції продовжувались і, зрештою, в першій половині 2009р. (вже після «обвалу») Україна втратила майже \$10 млрд. валютних резервів (діаграми «*Валові валютні резерви НБУ і курс ... 2008-2009*»).

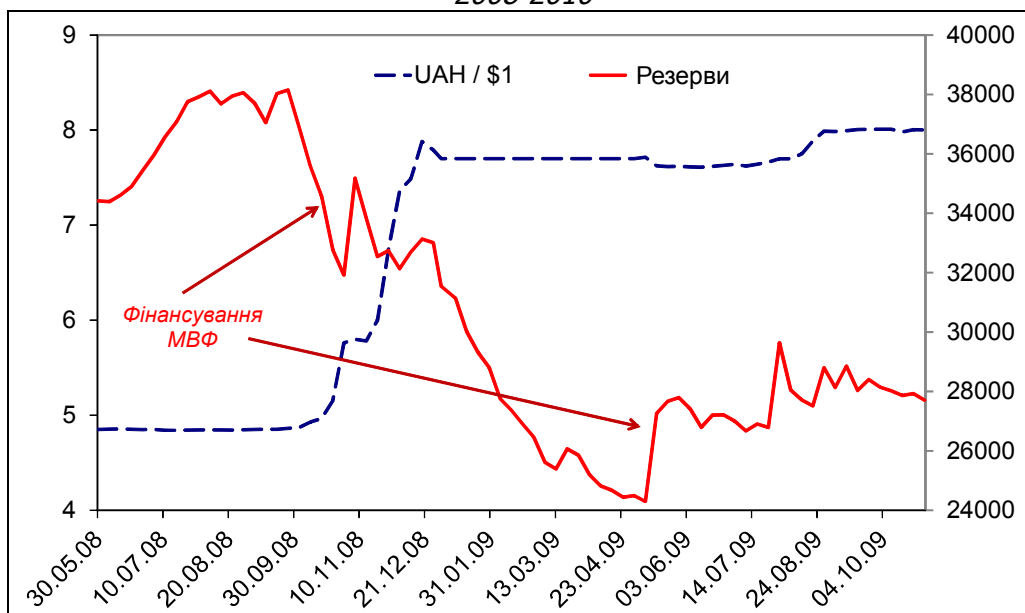
Подібним чином, не досягалося стабілізації рівня резервів в 2014р. (після обвалу курсу навесні), хоча формально НБУ мінімізував свою присутність на валютних ринках, аргументуючи це відмовою від підтримки валютного курсу і переходу до т.зв. «інфляційного таргетування»¹³ (діаграми «*Валові валютні резерви НБУ і курс ... 2013-2014*»), що призводило до подальшого ослаблення гривні. Між тим, в обох кризових випадках кредитні ресурси МВФ мали вирішальне значення для наповнення резервів, недопущення їх спустошення і підсилення макроекономічної стійкості.

¹³ Поряд з цим, слід підкреслити, що **інфляційне таргетування неможливе без валютної стійкості**, прогнозованості курсової динаміки, а низькі процентні ставки є неможливими в умовах постійних девальваційних очікувань. Це цілком засвідчується й найвагомішими фінансовими взаємозв'язками, зокрема:

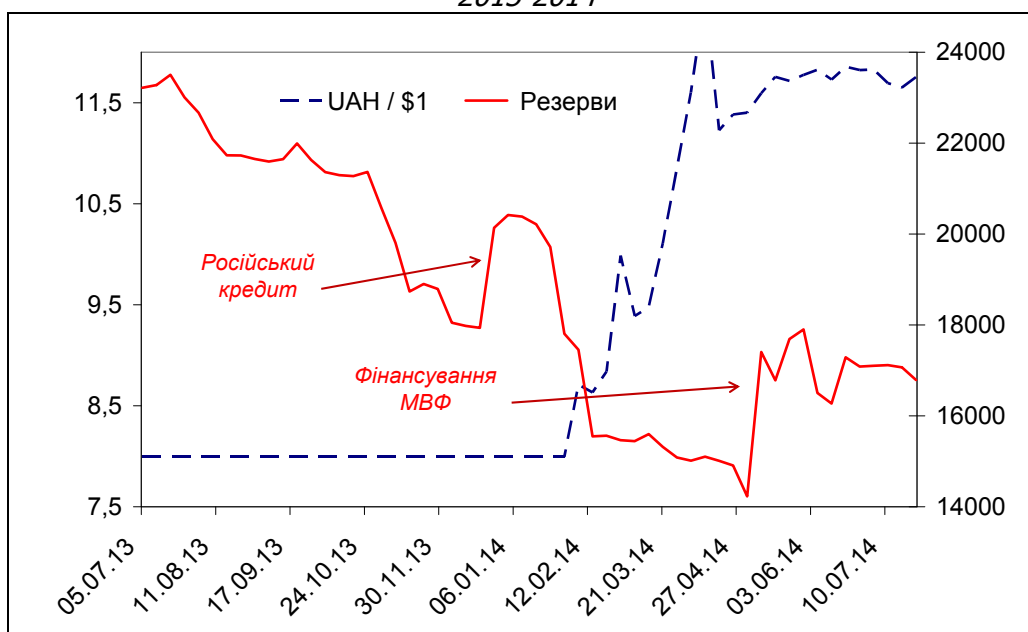
- т.зв. паритет процентних ставок і міжнародний ефект Фішера, які вказують, що процентні ставки чутливо реагують на співвідношення очікуваного або форвардного та поточного курсу (зростання очікуваного або форвардного курсу відносно поточного провокє підвищення внутрішніх ставок),
- паритет купівельної спроможності або законом єдиної ціни, за якого зміни у значеннях обмінного курсу "врівноважуються" змінами у рівні інфляції.

Слід також нагадати, що для європейських країн (поза зоною євро), а також країн, які мають наміри поглиблення **інтеграції з ЄС**, необхідним є **дотримання Маастрихтських критеріїв**, зокрема – забезпечення відносної стабільності валютного курсу, за якої коливання національної валюти відносно євро не можуть перевищувати певні граничні значення.

Валові валютні резерви НБУ (\$ млн.) і курс гривні до долара (зліва)
2008-2010



2013-2014



Низка спостережень стосовно валютних шоків в Україні може бути доречною:

- у випадку тривалого тиску на гривню постійні валютні інтервенції фактично призводять лише до втрати резервів без належного впливу на валютний курс. Для зменшення тиску поряд з інтервенціями потрібне впровадження адекватних інструментів фінансового зміцнення (зокрема, політики процентної ставки, форвардних операцій, недопущення «нескінченного рефінансування (ніби-то на підтримку ліквідності), страхування фінансів тощо);
- Україна, як і раніше, залишається вкрай обмеженою в доступі до валютних ресурсів. У кризові періоди фактично лише ресурси МФІ, насамперед, МВФ, слугували джерелом наповнення резервів, а також утримання чи недопущення обвалу важливих макроекономічних індикаторів, тому й співпраця з МВФ залишається серед політичних пріоритетів;
- навіть після курсового обвалу (і певного заспокоєння валютної напруги) попит на валюту залишається високим, що спонукає до подальшої (хоча й значно

меншої за обсягами) втрати резервів для додаткового заспокоєння і «коригування» валютного курсу. Тобто, слід враховувати потреби ще у певному часовому періоді, протягом якого мають відбуватись інтервенції НБУ та інші стабілізуючі заходи для зміцнення нового курсового рівня, в який би повірили і який би прийняли економічні агенти.

Водночас, **вагомість раціональних дій центрального банку країни навіть зростає** після припинення безпосереднього розгортання валютного шоку – центральний банк має запобігти появам нових хвиль, насамперед, спекулятивного характеру. Це повністю підтверджують події в Україні у вересні 2014р., коли, здавалося б після валютного заспокоєння після весняного (2014р.) обвалу гривні, в серпні сформувалася нова девальваційна хвиля, практично за повної неспроможності НБУ хоч якось її приборкати. Що означає відсутність належних стабілізаційних перспектив в Україні принаймні у 2014р. (що вже є актуальним питанням національної безпеки країни).

Зовнішньоекономічний сектор. Практична відсутність останнім десятиріччям структурних змін означає, що Україна лише накопичувала зовнішньоекономічні дисбаланси.

Насамперед, вкажемо на перманентне поглиблення торговельного дефіциту. Так, якщо ще в середині 2006р. Україна мала практично нульове зовнішньоторговельне сальдо (товарів і послуг), то надалі дефіцит зовнішньої торгівлі стрімко наростав, і у глобальну кризу восени 2008р. Україна увійшла із значним дефіцитом (діаграма «*Баланс товарів і послуг*»), що (за відсутності належного доступу до світових ринків капіталів) й стало одним із вагомих чинників валютного обвалу восени 2008р.

Слід визнати, що стрімка девальвація гривні сприяла суттєвому покращенню балансу зовнішньої торгівлі і в середині 2010р. Україні вдалося практично ліквідувати зовнішньоторговельний дефіцит. Проте відсутність структурних змін разом із зосередженістю на відновленні екстенсивної експортоорієнтованої моделі (товарів з низькою доданою вартістю) знов призвели до відновлення негативної динаміки стрімкого нарощування зовнішньоторговельного дефіциту (діаграма «*Баланс товарів і послуг*»). Тому вже з початку 2013р. вказаний дефіцит досяг \$15 млрд. і сформував потужний девальваційний тиск.

Тобто **ситуація в зовнішньоторговельній сфері** ще на початку 2013р. **вказувала на високу ймовірність девальваційного шоку**, однак із-за політизованих міркувань влада знехтувала такими ризиками (і обвал гривні навесні 2014р. стався б напевне навіть без лютневої 2014р. революції).

Зазначимо, що, якщо дефіцит близько \$14-15 млрд. у період глобальної кризи (у II половині 2008р.) утримувався лише упродовж двох кварталів, то протягом останнього періоду вказаний рівень дефіциту утримувався упродовж 6 кварталів, що означало значну втрату валютних резервів і неминуче підштовхувало гривню до чергового обвалу (діаграма «*Баланс товарів і послуг*»).

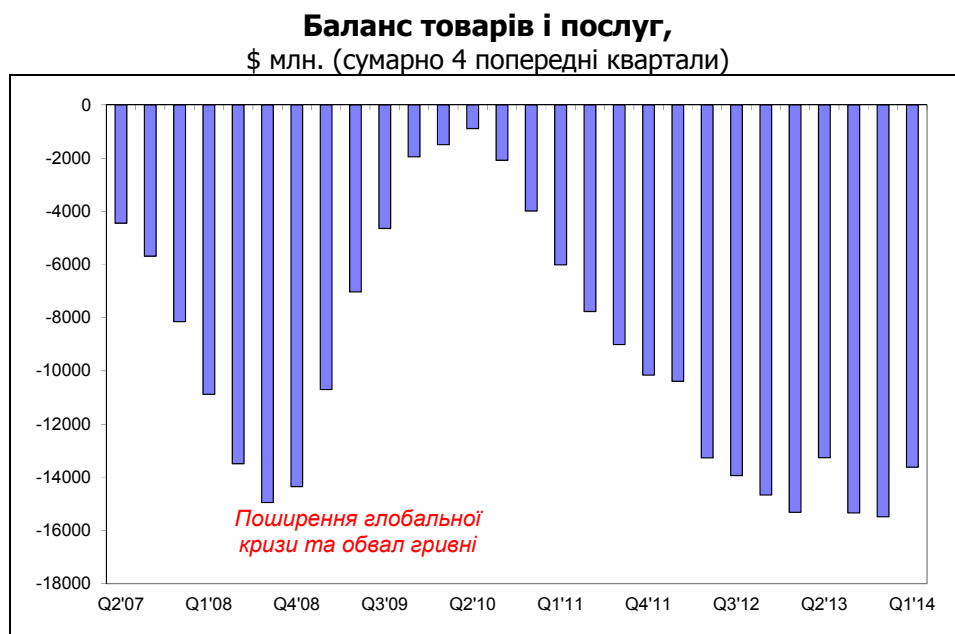
За попередніми даними, після обвалу гривні навесні 2014р. сальдо зовнішньої торгівлі знову повернулося практично до нульових рівнів, насамперед, внаслідок різкого зменшення імпорту (зокрема, енергоносіїв з Росії). Тобто Україна отримує **новий шанс через структурні зміни диверсифікувати зовнішню торгівлю** і посилити свою конкурентоспроможність.

Саме у **зміні структури зовнішньої торгівлі** може лежати **шлях до макроекономічного зміцнення**. Слід зазначити, що структура зовнішньої торгівлі

останніми роками хоча й повільно, але все ж зазнає певних змін. Так, якщо порівнювати торговельні структури за перше півріччя, то у 2008-2009рр. вони були дуже подібними, з високим домінуванням виробів металургійної промисловості (діаграма «*Товарна структура зовнішньої торгівлі*»). Структури ж 2012-2014рр. вже були дещо відмінними, із значно меншими частками продукції чорної металургії, хоча структури 2013р. і 2014р. виявилися надзвичайно близькими. Україна потребує закріплення тенденцій до розширення номенклатури, а також доступу до нових ринків, що, вірогідно, надасть змогу розширити експорт.

Підкреслимо, утримання високих торговельних дефіцитів традиційно розглядається як «небажане», оскільки вимогами до впроваджуваної економічної політики є не лише необхідність пошуку значних ресурсів на покриття зовнішнього дефіциту, але й збереження валютних резервів для відвернення валютного краху. Саме тут формується пересторога, притаманна українському економічному середовищу – **стрімке нарощування зовнішньоторговельного дефіциту** й утримання його впродовж кількох кварталів формує **високий девальваційний тиск**, який може «розрядитись» **шоковою девальвацією** національної грошової одиниці. Що й, зрештою, підтверджується валютним обвалом навесні 2014р.

Поряд з цим, навіть високі зовнішньоторговельні дефіцити можуть виявитися цілком допустимими, якщо мають надійні і стійкі джерела свого фінансування. В Україні ж ситуація в зовнішньому секторі ускладнюється тим, що країні так і не вдається задіяти найвагоміший ресурс фінансування торговельного дефіциту – прямі іноземні інвестиції (ПІІ), обсяги залучення яких на душу населення в Україні є ледь не найменшими в Європі.

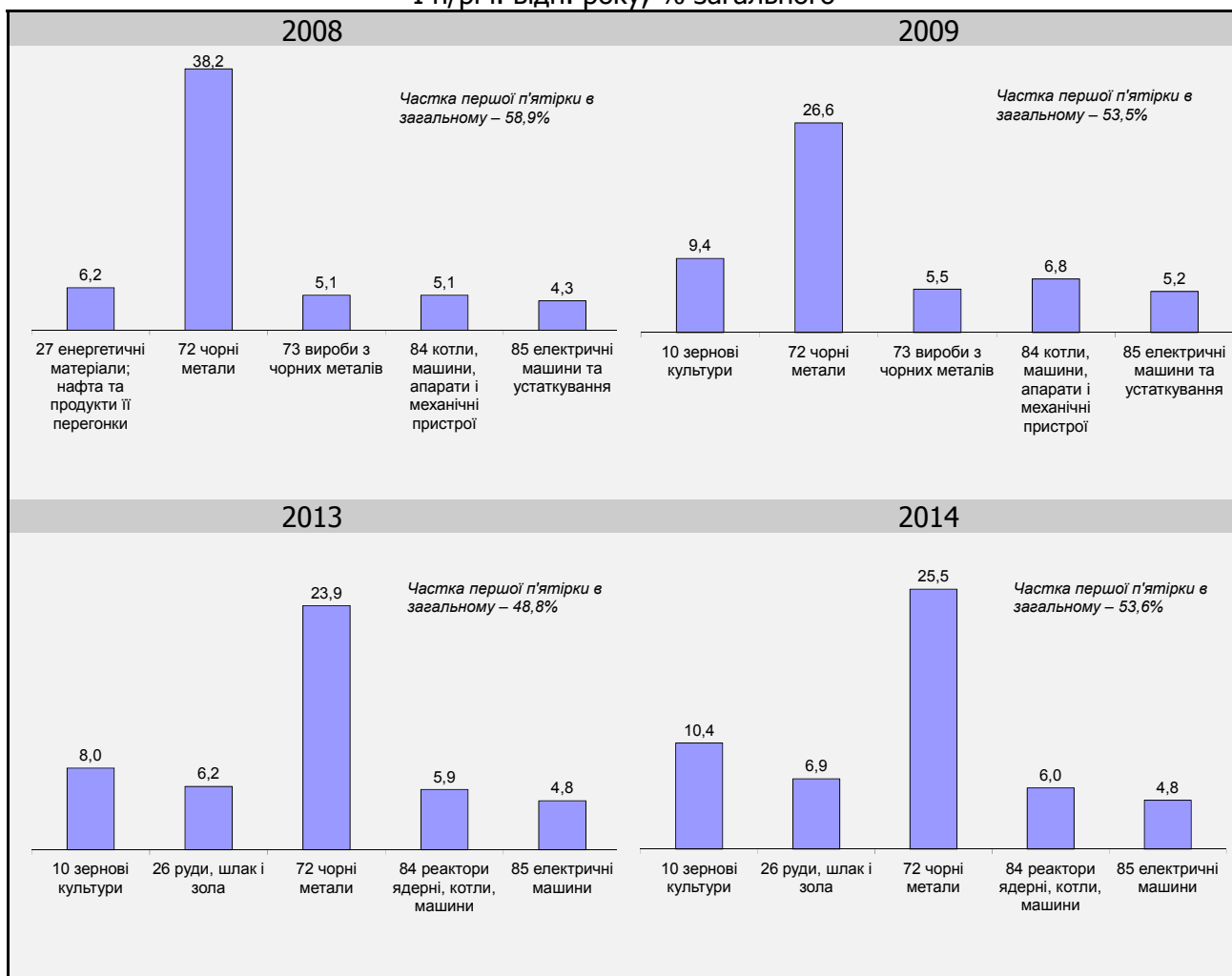


Кризові ж явища суттєво погіршують ситуацію в Україні. Так, якщо в I півріччі 2008р. приплив ПІІ в Україну складав \$5,5 млрд.¹⁴, то у I півріччі 2009р. приплив ПІІ скоротився більше ніж на \$3 млрд. і склав лише \$2,2 млрд. У 2013р. поведінка кредиторів та інвесторів була значно обережнішою. Як вказувалось, зменшилися загальні обсяги світових ПІІ, відтак, і Україна, в умовах слабкої економічної динаміки та «консервативної» політики не могла розраховувати на значні інвестиційні потоки. І дійсно, у I півріччі 2013р. приплив ПІІ склав всього \$1,6 млрд. Внутрішньополітична криза на початку 2014р. дійсно

¹⁴ Утім, слід зазначити, що в I півріччі 2008р. у всьому світі ще спостерігалась фінансова експансія і кошти досить вільно перетікали в різноманітні (навіть ризикові) проекти, що частково пояснює високий приплив ПІІ в Україну в той період.

«налякала» кредиторів та інвесторів, і в I півріччі 2014р. «приплив» склав негативну величину, тобто з України було виведено понад \$0,9 млрд. раніше введених ПІІ. Таким чином, ситуація в Україні цілком вписується у світові закономірності – **макроекономічне гальмування** в країнах **означає помітну відмову інвесторів від входу** до таких слабких країн.

Товарна структура зовнішньої торгівлі (експорту),
I п/річ. відп. року, % загального



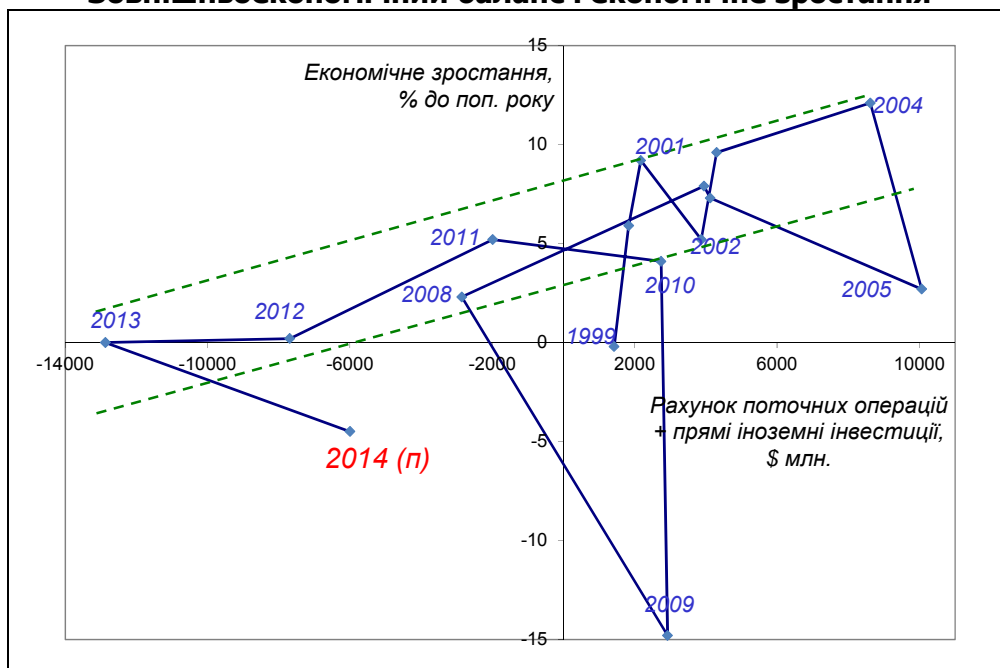
Також привернемо увагу до наступної макроекономічної закономірності. Поточні зовнішньоекономічні операції разом з ПІІ фактично формують ресурси, які швидко та безпосередньо вливаються в економіку. Тому в якості критерія зовнішньоторговельної стійкості країни часто розглядається сукупний рівень зовнішньоекономічного сальдо – сума рахунку поточних операцій платіжного балансу (який для багатьох країн незначним чином відрізняється від сальдо торгівлі товарами та послугами) і прямих іноземних інвестицій, а також відповідний зв'язок (вказаної сукупності) з економічним зростанням.

Значний торговельний дефіцит за низького рівня припливу ПІІ зазвичай зумовлює обмежувальний вплив на економічне зростання. Так, в Україні після негативного балансу рахунку поточних операцій і ПІІ у 2008р. вже у 2009р. стався економічний обвал. Подібний обвал очікується і у 2014р. після того, як у 2013р. вказаний негативний баланс (рахунку поточних операцій і ПІІ) досяг історичного мінімуму (-\$13 млрд.) (діаграма «Зовнішньоекономічний баланс і економічне зростання»).

Таким чином, як пересторога, **спрямування до негативних значень сумарного показника** сальдо рахунку поточних операцій та ПІІ в Україні може слугувати **чітким**

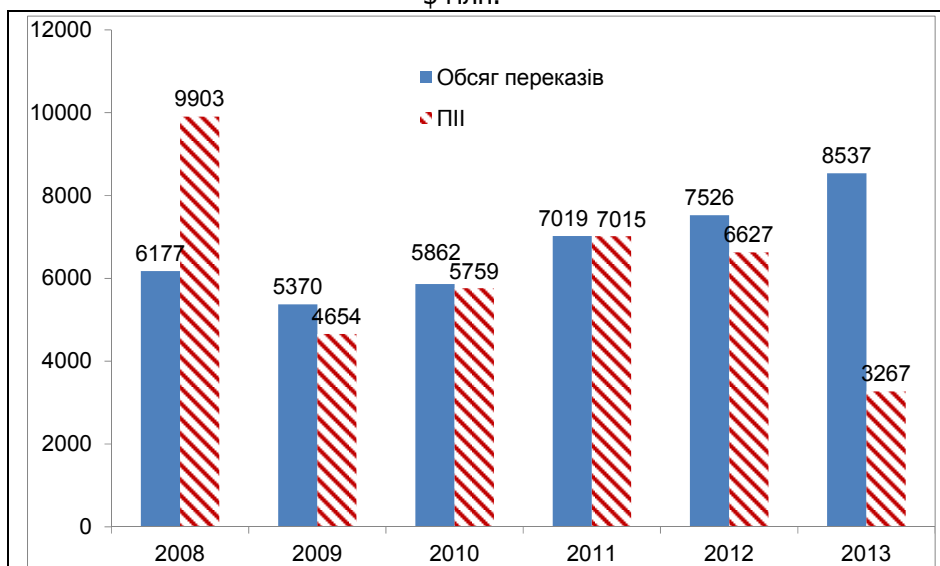
сигналом до суттєвого посилення **ризиків економічного обвалу** вже у найближчій перспективі.

Зовнішньоекономічний баланс і економічне зростання



Найближчими роками інвестиційна привабливість України, вірогідно, залишатиметься слабкою, тобто приплив ПІІ не зможе бути чинником підтримки макроекономічного середовища. Що ж може стати «замінником» ПІІ для сприяння економічному зростанню в Україні? Як не дивно, проте в Україні започаткувався цікавий феномен. З 2009р. після глобальної кризи, в Україну послідовно зростають грошові перекази громадян-українців з-за кордону, обсяги яких у 2012-2013рр. суттєво перевищили обсяги припливу ПІІ (діаграма «Грошові перекази громадян і ПІІ»).

Грошові перекази громадян і ПІІ, \$ млн.

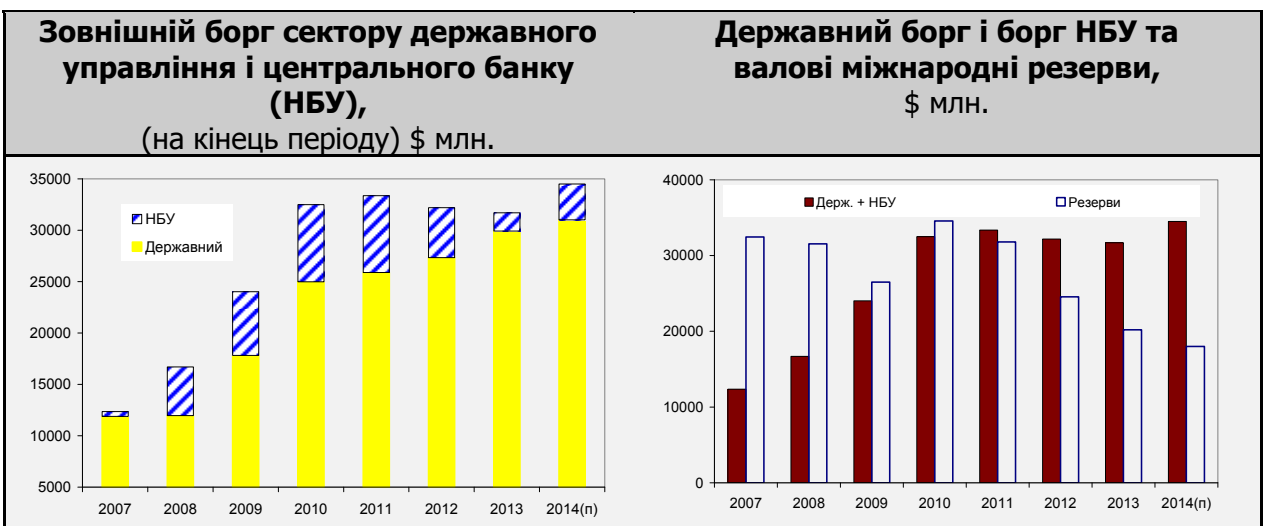


Поки такі кошти лише «обережно» входять в економічне середовище (переважно в будівництво власного житла), проте, зрозуміло, що за певного покращення ділового та інвестиційного середовища, отримані з-за кордону кошти зможуть бути широко залучені

до приватного бізнесу, в економіку загалом, що зможе стати «новим» джерелом економічного зростання.

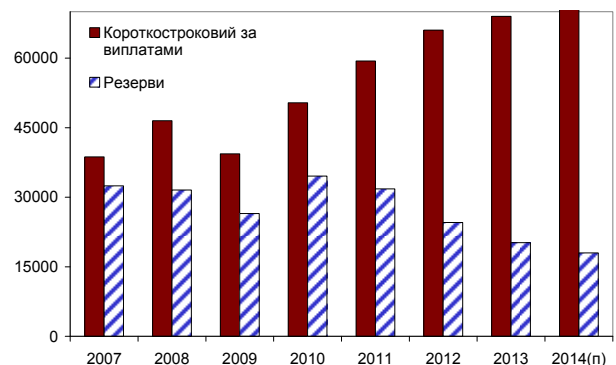
Зовнішній борг. Якщо в докризовий період зовнішньоборгові позиції України виглядали цілковито безпечними, то дві кризові хвилі поспіль сформували високо ризикове боргове середовище. Боргові ж сплати та обслуговування (в іноземній валюті) Україна може здійснювати лише в результаті успішної зовнішньоекономічної діяльності, що на сьогодні вкрай ускладнено.

Звернемо увагу, що з початку кризи 2008-2009рр. майже втричі зросли боргові зобов'язання Уряду і НБУ (діаграма «*Зовнішній борг сектору державного...*»). Проте, якщо НБУ після значних запозичень 2010-2011рр. надалі зумів зменшити свої борги, то Уряд продовжував активно виходити на зовнішні ринки. Відтак, вже у 2011р. сукупний зовнішній борг Уряду та НБУ вперше за останнє десятиліття **перевищив рівень валових валютних резервів країни** (діаграма «*Державний борг і борг НБУ та валові міжнародні резерви*»). Тому в кризову хвилю 2013-2014рр. Україна увійшла не лише із значним зовнішньоторговельним дефіцитом і зниженням інвестиційних залучень, але й з надмірним зовнішньоборговим тиском, який посилював і без того значний девальваційний тиск. І на сьогодні нема впевненості в тому, що девальваційний тиск може зменшитись, принаймні до кінця 2014р., оскільки як негативне сальдо рахунку поточних операцій, так і величина державного боргу залишаються високими.



Більше того, вкрай небезпечною характеристикою зовнішньоборгової позиції України є **надзвичайно високий рівень боргів** (державного і приватного) **короткострокового характеру**¹⁵ (діаграма «*Коротко-строковий зовнішній борг за залишковим терміном погашення*»). Якщо в період кризи 2008-2009рр. обсяг резервів незначним чином відрізнявся від величини короткострокового боргу, то в період 2013-2014рр. резерви утримуються на низькому рівні за стрімкого зростання обсягів короткострокових боргів.

Короткостроковий зовнішній борг за залишковим терміном погашення, (за виплатами), \$ млн.



¹⁵ ... короткострокових за формуванням або довгострокових, за якими в поточному році добігає термін погашення.

Сьогодні **короткостроковий борг в 4-5 разів перевищує рівень валютних резервів країни**, а відтак, є чинником стійкого зростаючого попиту на іноземну валюту¹⁶, що й формує значний девальваційний тиск на національну валюту.

Зовнішньоборгові складнощі посилюються тим, що в борговій структурі значна частка сформована як великими державними (або за державною участю) підприємствами (в т.ч. «системного» монопольного характеру – «Нафтогаз», «Укрзалізниця», «Укравтодор» тощо), так і підприємствами, які мають державні пільги та/або гарантії (а відтак, держава несе фінансову відповідальність). Діяльність таких підприємств й донині залишається непрозорою та низько результативною, що, крім іншого, спричиняє перманентний девальваційний тиск.

Нагадаємо, валютний шок коштує дорого для економіки країни не лише через втрату вартості національної грошової одиниці, але й у зв'язку із втратами резервних активів, що надалі, зазвичай, ускладнює як підтримку платіжного балансу, так і виконання державою зовнішньоборгових виплат. Причому, як вказувалось, неспокій на валютних ринках зберігається ще довго після припинення шоку безпосередньої дії.

Внутрішній борг. Внутрішній борг утворений переважно за рахунок розміщення облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП), кошти від яких спрямовуються на покриття дефіциту держбюджету або на т.зв. докапіталізацію державної НАК «Нафтогаз».

Стрімке зростання обсягів ОВДП почалося в період глобальної кризи 2008р., і потреби фінансування державних потреб у кризовому 2009р. вимагали дорогих внутрішніх залучень. Оскільки значна частка ОВДП має коротко- і середньостроковий термін погашення, то вже за 2-3 роки ринок ОВДП вичерпав свої можливості – у 2011-2012рр. чисте фінансування через ринок ОВДП було радше символічним (фактично залучалося лише для того, щоб забезпечити виплати за облігаціями попередніх років) (діаграма «Продажі і сплати ОВДП»).

У 2013р. потреби популістського розширеного фінансування дозволили отримати високе позитивне сальдо навіть незважаючи на найбільші виплати за облігаціями попередніх років. Проте оскільки у структурі державних цінних паперів, як і раніше, переважають короткострокові облігації, то й дорогі виплати за облігаціями 2013р. і попередніх років не дозволяють отримати значне фінансування потреб державного бюджету у 2014р. навіть за умов здорожчання¹⁷.

Ще однією особливістю ринку ОВДП є структура власності облігацій. Так, якщо напередодні кризи 2008р. із загального обсягу 8,8 млрд. грн. ОВДП, що знаходились в обігу, близько 7 млрд. грн. належали комерційним банкам і нерезидентам, то вже наприкінці 2008р. з 17 млрд. грн. половина належала НБУ, а нерезиденти практично вийшли з ринку. В середині ж 2014р. з загального обсягу 311 млрд. грн. ОВДП в обігу НБУ утримує облігацій обсягом 193 млрд. грн., інші українські банки (переважно державні) утримують облігацій ще на 85 млрд. грн., а на нерезидентів та решту учасників ринку припадає лише близько 10% всіх облігацій в обігу. Тобто лівова частка українського внутрішнього боргу профінансована НБУ, у т.ч. через державні українські банки.

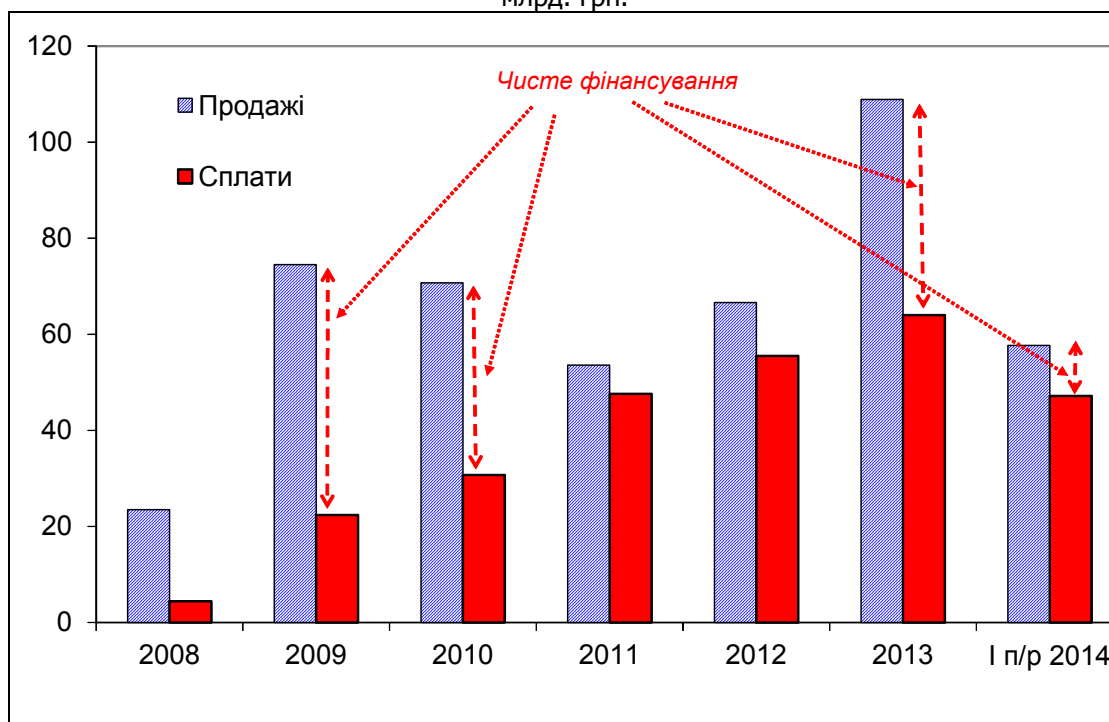
¹⁶ Хоча значна частина короткострокових боргів пов'язана з відновлюваними торговельними кредитами, а також кредитами від іноземних материнських компаній, проте й обслуговування таких боргів може створювати валютні напруження.

¹⁷ У 2014р. дохідність ОВДП перевищила 14%.

Тобто, динаміка і характер розміщення ОВДП вказують на фактичне формування дорогої боргової піраміди, переважно за рахунок ресурсів НБУ, яка в умовах слабкої економічної динаміки може привносити додаткові ризики в фінансовий та валютний ринки країни.

Продажі і сплати ОВДП,

млрд. грн.

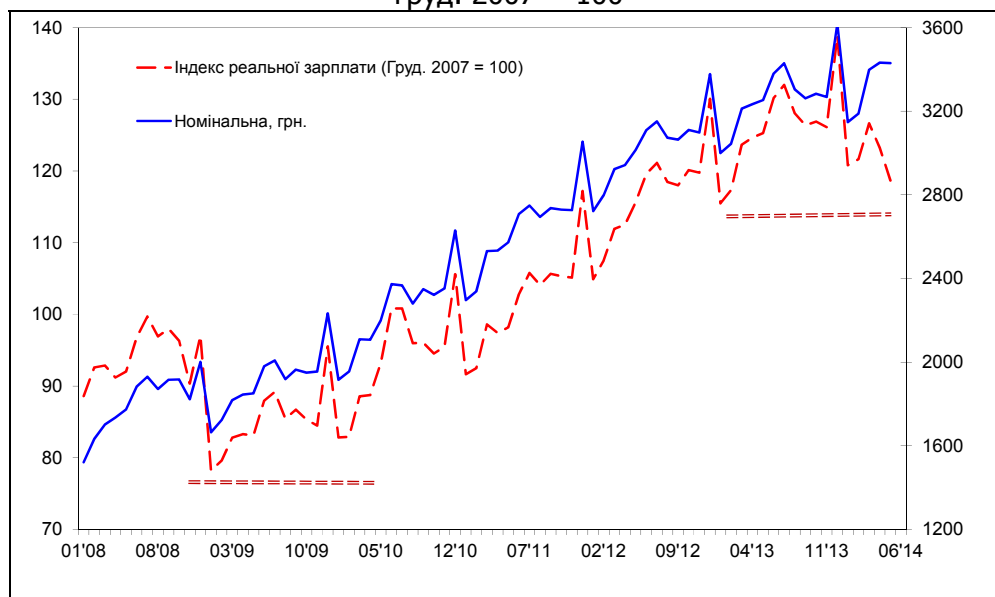


Грошові ресурси домогосподарств. Слабка економічна динаміка не дозволяє суттєво покращити реальний добробут українських громадян. Хоча номінальна зарплата за останні 5 років зросла майже вдвічі, проте динаміка реальних доходів є значно стриманішою. Лише завдяки офіційному низькому рівню інфляції у 2010-2011рр. Індекс середньої реальної заробітної плати дещо перевищив докризовий рівень (у II половині 2011р.). У 2012-2013рр. зарплати (номінальна та реальна) зростали дещо вищими темпами, проте посилення кризових явищ на початку 2014р. (у т.ч. висока інфляція) помітно обмежили висхідні тенденції в доходах населення (діаграма «Індекс реальної заробітної плати...»).

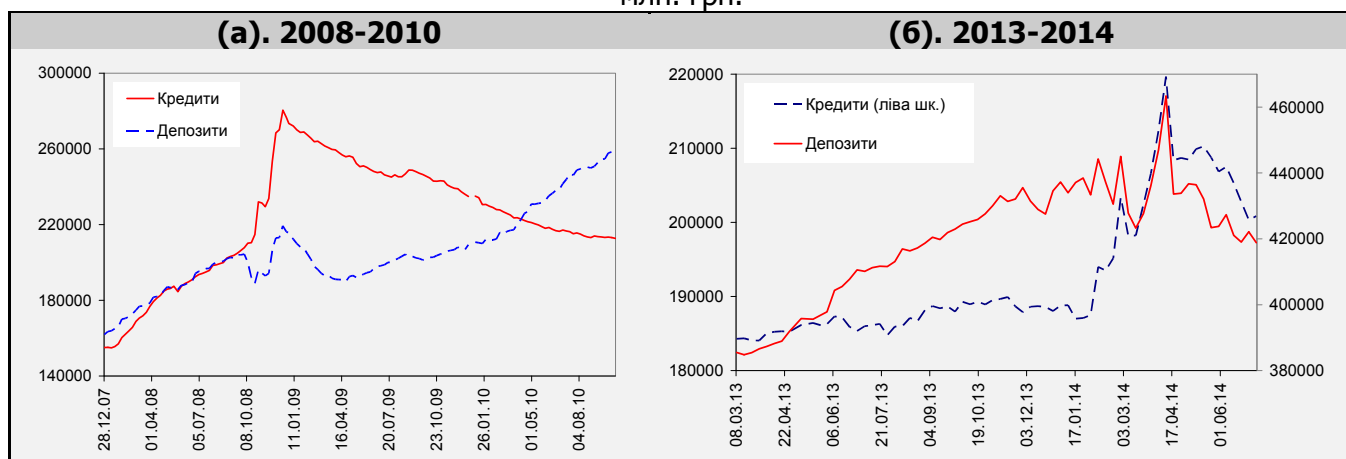
Так, інфляційний шок в I півріччі 2014р. (внаслідок девальвації гривні) в умовах економічного падіння спричинив помітне зниження реальної зарплати – до рівня середини 2012р. Тобто, в кризові періоди як 2008-2009рр., так і 2013-2014рр. фактично відбувалася «консервація» рівня реальних зарплат, хоча номінальні й могли зростати певним чином. Зважаючи на досить усталену динаміку заробітних плат, можна стверджувати, що **відновлення в зарплатах і доходах** у 2014-2015рр. (за оптимістичним сценарієм) за характером нагадуватиме відновлення 2009-2010рр., тобто **матиме лише помірний**, а скоріше суто символічний, характер.

Інші ресурси населення – в частині кредитів комерційних банків населенню і депозитів населення в банківській системі – також зазнавали значних змін і дисбалансів, спричинених кризовими впливами. Так, стійке нарощування кредитів і депозитів у докризовий період було порушено кризою 2008-2009рр. А внаслідок значного виведення депозитів і перерахування залишків за кредитами за новим (девальвованим) курсом, стався помітний розрив між обсягами кредитів і депозитів (діаграма «Кредити і депозити фізичних осіб», (а)).

**Індекс реальної заробітної плати і середня номінальна зарплата,
груд. 2007 = 100**



**Кредити і депозити фізичних осіб,
млн. грн.**

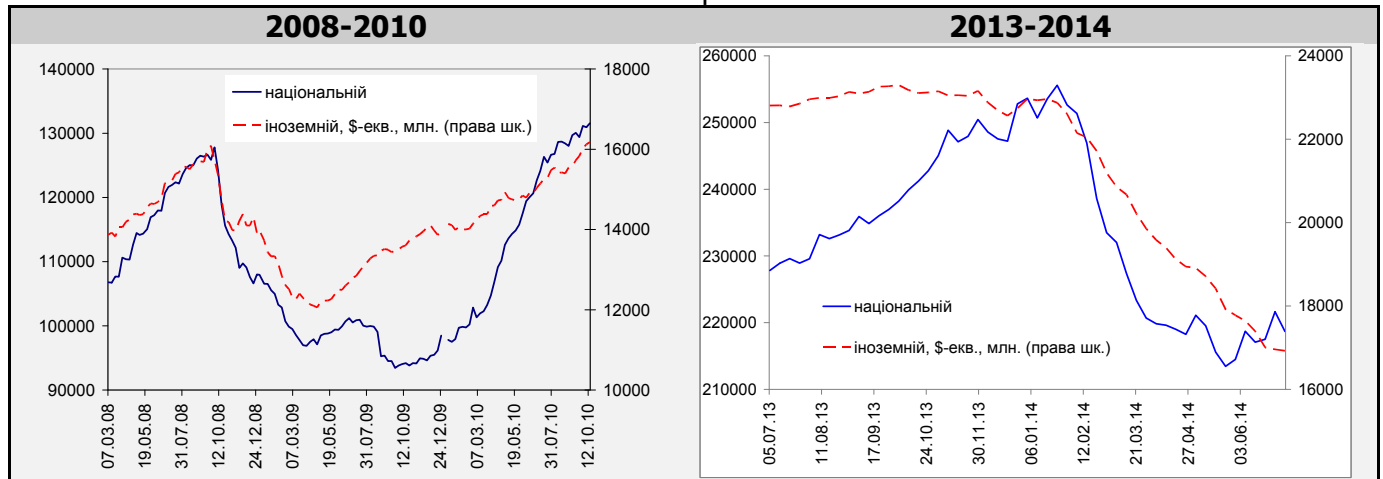


Якщо в посткризовий період (2010-2012рр.) обсяги депозитів населення послідовно збільшувалися, то обсяги кредитування, навпаки, не лише не зростали, а навіть скорочувалися і лише з початку 2013р. почали утримуватися на фактично постійному рівні (діаграма «Кредити і депозити фізичних осіб», (б)). Звичайно, таке ставлення до кредитування населення зумовлене наявністю значної частини т.зв. поганих кредитів (іпотечних, на купівлю автомобілів, побутових товарів довгострокового користування тощо – сформованих в експансивний докризовий період), що вказує на практичну неможливість хоча б поступового відновлення кредитних ринків для населення найближчим п'ятиліттям¹⁸. Між тим, девальваційний шок навесні 2014р. знову призвів до суттєвого нарощування вартості отриманих кредитів, хоча загальна тенденція до обмеження кредитування населення залишилася. При цьому загальні обсяги депозитів (внаслідок перерахування валютних депозитів) в умовах виведення коштів населення з банківської системи також помітно зменшилися (діаграма «Кредити і депозити фізичних осіб», (б)).

¹⁸ Збереження розриву депозити-кредити може привносити додаткові ризики, оскільки банки, «побоюючись» збільшення поганих кредитів, можуть спрямовувати депозитні кошти на валютні ринки, формуючи непередбачувані зміни в попиті-пропозиції валюти, а з тим – розхитуючи курсову динаміку.

Більш точна характеристика втрат у депозитній системі може бути отримана з відокремленого погляду на депозити в національній та іноземній валютах. Так, населення вивело депозитів у період вересень 2008р. - вересень 2009р.: у національній валюті – 35 млрд. грн., в іноземній (у доларовому еквіваленті) – \$3 млрд. У I половині 2014р. (кризи 2013-1014рр.) – 40 млрд. грн. і \$6 млрд., відповідно (діаграма «Депозити фізичних осіб у національній та іноземній валютах»).

Депозити фізичних осіб у національній та іноземній валютах,
млн. грн.



Сьогодні зрозуміло, що за умов збереження високих девальваційних ризиків (нагадаємо в серпні 2014р. гривня відновила прискорену девальвацію) не може йтися про повернення валютних депозитів у банківську систему, а гривневі заощадження населення намагатиметься перевести в готівкову іноземну валюту. Тобто, національна банківська система продовжуватиме втрачати кошти населення, своєю чергою населення не зможе розраховувати на банківську підтримку. Що й **надалі підтримуватиме девальваційну хвилю і вимиватиме заощадження населення з банківської системи, посилюючи кризові явища.**

Сьогодні Україна вкотре опинилася на межі економічного виживання. Втім, попри значні складнощі, країна зберігає потенціал відновлення. І за умови **прискореного реформування, зміни системи державного управління, активного включення до світових виробничих та фінансових потоків Україна зможе у відносно короткий період зайняти достойне місце у світовій економіці.**