

Український центр економічних і політичних
досліджень імені Олександра Разумкова

Міжнародний інститут бізнесу

Політика монетарного розширення на підтримку зростання і розвитку

Київ 2016

Політика монетарного розширення на підтримку зростання і розвитку. /
Наук. ред. В.Юрчишин. – Київ: Заповіт, 2016. – 116с.

ISBN 978-966-7272-85-2



Дослідження проведене за підтримки Уряду Швеції. Думки та твердження, висловлені в цьому виданні, не обов'язково відбивають позицію чи схвалюються шведським Урядом.

Постійна електронна адреса: http://razumkov.org.ua/ukr/article.php?news_id=1361

© Центр Разумкова, 2016
© Міжнародний інститут бізнесу, 2016
© Видавництво «Заповіт», 2016

ISBN 978-966-7272-85-2

Бібліотека Центру Разумкова. Серія «Дискусії про економічний розвиток»

Передмова

Позитивні процеси економічного відновлення у першій половині 2016р. не отримали подальшого зміцнення і сьогодні зазнають помітного гальмування, внаслідок нових непередбачуваних глобальних політичних та економічних процесів, що, започатковуючись на національному та регіональному рівнях, швидко набувають глобальних рис.

Так, міграційна криза в Європі провокує не лише політичні та гуманітарні міжнародні ускладнення, але й поглиблює економічні диспропорції, посилює соціальні напруженості на національному й міждержавному рівнях. Зміна структури світової економіки, у т.ч. внаслідок різкого зниження вартості біржових сировинних товарів, формує суттєві ризики для розширення глобальних потоків товарів та капіталів. Суперечливі результати нідерландського (стосовно «повноти» асоціації України та ЄС) і великобританського (стосовно членства країни в ЄС) референдумів погіршують перспективи європейського, а з тим і глобального, економічного зростання, ускладнюють вироблення концептуальних засад подальшої євроінтеграції, а з тим і реалізації політики стійкого розвитку як для самого ЄС, так і України.

Україна вже стала невід'ємною складовою світового господарства, тому й складні завдання внутрішнього реформування має вирішувати під впливом і з урахуванням міжнародних викликів, що вимагає чіткого усвідомлення позитивного і негативного досвіду провідних країн. В умовах збереження обмежених можливостей державних фінансів у більшості країн світу, саме завдяки монетарним інструментам можна очікувати економічне зміцнення, посилення банківської системи, розширення фінансування реального сектору економіки, тобто сформувати належний економічний базис. Тому пошук відповідей на питання стосовно чинників та складових економічного відновлення в умовах утримання високих макроекономічних і фінансових ризиків належить до ключових напрямів формування і реалізації сучасної економічної політики в Україні.

Зазначимо, що, оскільки провідна роль у реалізації монетарної політики у більшості країн належить центральному банку, тому вкрай необхідним є узгодження його рішень та дій з урядовими та іншими загальнодержавними структурами (Пенсійним фондом, Антимонопольним комітетом) з метою забезпечення фіскальної збалансованості, стимулюючої податкової політики, надійного захисту інвестицій тощо. Зрозуміло, така складність завдань зумовлює потребу високої інституційної раціональності та скоординованості, не допустимості політичного впливу на вироблення та впровадження механізмів та інструментів економічного стимулювання.

Саме дослідженню завдань, ризиків та викликів, пов'язаних з впровадженням раціональних заходів монетарної політики, а також особливостям їх реалізації в Україні й присвячена ця публікація, яка є спільним проектом Міжнародного інституту бізнесу та Центру Разумкова, в якій представлені позиції (у форматі авторських статей, у т.ч. дискусійного характеру) провідних вітчизняних фахівців.

А.Рачок,

*Генеральний директор Центру Разумкова
1 серпня 2016р.*

Політика монетарного розширення на підтримку зростання і розвитку

Зміст

Володимир Сіденко , Василь Юрчишин . Світові тенденції монетарної політики та її українські особливості. <i>Аналітична доповідь</i>	5
Вступ: глобальний макроекономічний контекст	5
1. Результативність монетарного стимулювання процесів відновлення у глобальній економіці	8
2. Особливості монетарної політики висхідних країн	24
3. Втрати і суперечності монетарної політики в Україні	45
Висновки і рекомендації економічної політики	62
 Статті	
Олександр Жолудь . Тіньовий ринок валюти – виклики для монетарної політики України	67
Владислав Зимовець , Наталія Шелудько . Монетарне стимулювання економічного відновлення України: потенційні можливості та реальні обмеження	73
Валерій Прохоренко . Шляхи відновлення банківського кредитування в Україні	84
Олександр Савченко . План Маршалла для України в умовах загроз світовому порядку	90
Віталій Шапран , Наталя Шапран . Монетарна політика на ринках, що розвиваються: чи можливий вибір між стимулами зростання і ризиками?	100
Роман Шпек , Олексій Блінов . Фіскальне домінування у монетарній політиці України	107

Світові тенденції монетарної політики та її українські особливості

Аналітична доповідь

Володимир Сіденко, науковий консультант з економічних питань
Центру Разумкова

Василь Юрчишин, директор економічних програм Центру Разумкова

Вступ: глобальний макроекономічний контекст

Глобальна криза 2008-2009рр. та криза у єврозоні, що настала за нею, істотно актуалізували питання вироблення нових механізмів монетарної політики, які б забезпечили прийнятний рівень макроекономічної стабільності в умовах серйозних глобальних трансформацій початку XXI століття та суттєвих розбіжностей між країнами світу за рівнем соціально-економічного розвитку та наявних традицій державного регулювання економічних процесів. Пошук нових форматів монетарної політики є невід'ємною складовою тих зусиль, яких останніми роками докладає світове співтовариство загалом та «Група 20» економічно найбільш впливових держав світу зокрема.

Проте досвід впровадження посткризової¹ політики у найбільших розвинутих і висхідних країнах поки що свідчить про наявність не лише позитивних результатів, і фахівці у всьому світі продовжують вказувати на високі макроекономічні і фінансові ризики для забезпечення глобальної стабільності².

Так, залишається досить значною невизначеність стосовно перспектив і темпів економічного зростання як у світі, так і в окремих країнах, слабким є відновлення належної довіри між національними та міжнародними економічними агентами, що обмежує можливості подолання посткризових суперечностей. Хоча провідним розвинутих країнам вдалося певним чином стабілізувати світову фінансову систему, проте дискусії навколо джерел глобального відновлення і стійкого розвитку поки не надають прийнятних відповідей стосовно здатності заходів макроекономічної політики продукувати стале зростання та інклюзивний розвиток світової економіки.

Звичайно, ключова роль у пошуку дієвих заходів макроекономічного регулювання належить найбільш потужній економіці світу – США. У цій країні, попри економічні ускладнення, завдяки безпрецедентним нетрадиційним заходам монетарної та фінансової підтримки (*unconventional monetary policy*) реального та фінансового сектору, вдалося не лише стабілізувати ситуацію, а й відновити глобальні лідерські позиції у світовій економіці, які дещо похитнулися внаслідок самого того факту, що глобальна криза започаткувалася саме в надрах американської економіки. Більше того, долар США в умовах загальної світової нестабільності навіть зміцнив свої глобальні позиції – сьогодні ним охоплюється понад 60% глобальних фінансових потоків.

Поряд з цим, країни ЄС, не встигнувши оговтатись від боргових ускладнень низки країн-членів (особливо середземноморських), пік яких прийшовся на 2010-

¹ Тут і далі під словом «посткризовий» ми будемо розуміти період, що слідує за глобальною кризою 2008-2009рр. Цей термін не означає відсутності певних кризових проявів структурного характеру у світовому господарстві чи його окремих частинах у наступний за нею період. Відсутність падіння глобального ВВП не повинна вводити в оману і затуляти собою наявність глибинних системних дисбалансів у світовій економіці.

² Див., зокрема: World Economic Outlook 2016 [WEO-2016]. – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/update/01/>. Global Financial Stability Reports (пізні випуски) [GFSR]. – <https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/>.

2012рр., нині повинні терміново шукати розв'язки найбільш серйозної після завершення Другої світової війни міграційної кризи. Ця криза потребує істотних державних витрат від країн ЄС, руйнує клімат довіри, підвищує ймовірність соціальних конфліктів, а отже ускладнює здійснення стабілізаційних макроекономічних заходів і затьмарює перспективи економічного відновлення. Негативні результати британського референдуму щодо членства країни в ЄС від 23 червня 2016р. ще більше ускладнюють картину майбутнього ЄС, оскільки, вочевидь, потребуватимуть певного переформатування європейської політики і самих концептуальних засад євроінтеграції, у т.ч. у її грошово-кредитному компоненті.

Істотне падіння світових цін на нафту, а також і на значну частину інших біржових товарів, за яким настав період їх малопередбачуваного коливання, посилює дисбаланси на світових ринках активів, погіршує сценарії відновлення висхідних країн-експортерів, у т.ч. внаслідок звуження доступу до фінансових ресурсів.

Останніми роками визначну роль у забезпеченні загальної позитивної динаміки світової економіки відігравав Китай, який не лише виступав найбільш динамічним експортером, але й пред'являв усе зростаючий попит на товари та послуги інших країн та регіонів світу. Але хоча сьогодні Китай все ще утримує високі лідерські позиції у світовій економіці, проте дедалі більше стають очевидними певні ризики та невизначеності у об'єктивно зумовленому переході країни до нової економічної моделі – від експортоорієнтованої до внутрішньопоглинаючої (побудованої на пріоритеті попиту внутрішнього ринку) – та зміщення основних факторів економічного зростання – від дешевої робочої сили до кваліфікації та покладання на інноваційні технології. Неминуче уповільнення за цих умов динаміки китайської економіки провокує гальмування у багатьох висхідних країнах, пов'язаних з Китаєм ланцюгами формування доданої вартості. Водночас, навіть в умовах зниження темпів економічного зростання Китай продовжує посилювати свої лідерські позиції у глобальному виробництві: частка Китаю у світовому промисловому виробництві зросла з 7% у 2000р. до (прогнозованих) 28% у 2016р., а в експорті товарів – з 4% до 14%, відповідно.

Нинішні складнощі відновлення поглиблюються тим, що упродовж останнього десятиліття як окремим країнам, так і світовій економічній системі загалом для адекватної реакції на ризики і дисбаланси необхідно було значною мірою відмовлятися від «традиційних» напрямів, заходів та інструментів економічної політики, тоді як винаходження нових інструментів регулювання потребує часу і не є вільним від помилок³.

Так, якщо на початку розгортання глобальної кризи ефективними антикризовими заходами вважалося фіскальне стимулювання (впровадження значних фінансових програм підтримки фінансового і реального секторів), то надалі, коли грошово-кредитна криза трансформувалася у кризу державних фінансів, саме «бюджетна консолідація» ставала основою державної антикризової політики. Однак, зрозуміло, така обмежуюча фіскальна політика, дозволяючи послаблювати гостроту фіскальних дисбалансів, водночас привносила нові ризики і дисбаланси, адже ставала чинником зниження агрегованого попиту, формувала негативні «зворотні зв'язки» між реальним і фінансовим секторами, а тому вимагала нових напрямів вирішення завдань зростання і розвитку.

Подібним чином, політика нульової процентної ставки (*zero interest rate policy*), початково запроваджена у США та Великій Британії у період найглибших проявів глобальної кризи та надалі репродукована в деяких інших розвинутих країнах, яка розглядалась первісно як дієвий антикризовий захід, швидко вичерпала свій

³ Див. також статтю О.Савченка «План Маршалла для України в умовах загроз світовому порядку», розміщену в цьому виданні.

позитивний потенціал впливу і стала певним обмеженням для економічного відновлення⁴. Разом з тим, запровадження т.зв. кількісного (монетарного) послаблення (пом'якшення) (*quantitative easing*), насамперед, у США, а також повернення до «нормальної» процентної ставки⁵, не означає автоматичного розширення внутрішнього кредитування для реального сектору, проте має незаперечний значний вплив на формування монетарної політики в багатьох країнах світу⁶. При цьому, масований викуп цінних паперів центральними банками (у рамках програм кількісного послаблення) привносить додаткові фінансові ризики, у т.ч. фіскального змісту.

Слід також взяти до уваги чинник нестабільності валютних курсів. Нагадаємо, що у першій половині 2000-х років багатьом здавалося, євро зможе істотно потіснити долар на глобальних ринках. Проте фіскальні і боргові кризи в країнах ЄС помітно послабили позиції євро, його частка в глобальних фінансах стабілізувалась на рівні 20-25% і значного зростання в найближче десятиліття не очікується. Водночас, вірогідно, китайський юань (після «попадання» в кошик МВФ) прискорить своє визнання у якості світової валюти; проте навіть за оптимістичних сценаріїв його частка залишатиметься в межах 10-15% глобальних фінансів⁷. Інші ж фінансові (і валютні) системи, у т.ч. ті, які мають міжнародний статус, а також нові регіональні фінансові утворення зможуть відігравати помітну роль лише на регіональному чи субрегіональному рівні, проте жодним чином не зможуть вплинути на функціонування глобальної фінансової системи.

Звичайно, зважаючи на лідерські позиції США у світовій економіці, заходи економічної політики цієї країни мають і матимуть винятковий вплив на економічні рішення в інших країнах – як розвинутих, так і висхідних⁸. Слід підкреслити, що найкрупніші центральні банки інших країн світу (Великої Британії, ЄС, Японії) активно запроваджували «нетрадиційні» антикризові заходи, в ряді випадків наслідуючи напрями дій, застосовувані США (насамперед, в частині нульової процентної ставки та кількісного послаблення). Саме тому, першочергову увагу слід приділити особливостям політики і тенденціям економічної динаміки США, стимулюючим заходам Федеральної резервної системи (ФРС), яка виконує функції центрального банку країни. Саме ними переважно й визначатимуться світові економічні та фінансові процеси, які відіграватимуть визначальну роль у перерозподілі фінансових ресурсів у світовій економіці. І переважна більшість країн у більшій чи меншій мірі повинна буде орієнтуватися саме на заходи економічної політики найбільш потужних глобальних гравців.

⁴ Зниження процентної ставки в ринкових економіках традиційно розглядається як дієвий інструмент монетарної політики, спрямованої на стимулювання економічної діяльності і зростання. Тому нульова ставка фактично означає неможливість ефективного застосування такого інструменту, адже в умовах фактично від'ємних реальних відсоткових ставок подальше їх зниження стає неможливим, а збереження заощаджень на банківських депозитах – збитковим, що значно ускладнює проведення активної і гнучкої економічної політики. Комерційні банки втрачають при цьому можливості залучення вільних ресурсів для забезпечення кредитної активності.

⁵ Ahmed K. The global impact of the US interest rate rise. – <http://www.bbc.com/news/business-35114973>.

⁶ Ohta H. Evaluation of Monetary Easing Policy in Japan: Integration between the US and Japanese markets. – <http://www.ritsume.ac.jp/acd/cg/ir/college/bulletin/workingpaper/>.

⁷ Global System on the Brink: Pathways toward a New Normal. – <http://www.atlanticcouncil.org/publications/reports/the-global-system-on-the-brink>.

⁸ Powel J. Advanced Economy Monetary Policy and Emerging Market Economies. – <http://www.frbsf.org/economic-research/files/Powell-AEPC2013.pdf>.

1. Результативність монетарного стимулювання процесів відновлення у глобальній економіці

Говорячи про визначальну роль центрального банку країни в економічному регулюванні, слід мати на увазі, що банк зазвичай несе відповідальність і реалізує два види регулюючих функцій:

- макроекономічні, орієнтовані на забезпечення стабільної та необмеженої купівельної спроможності національної валюти, утримання в керованих і передбачуваних рамках рівнів інфляції загалом і споживчих цін зокрема (коли інфляційні процеси не викривлюють істотно економічну поведінку, не створюють передумов для ажіотажного попиту та не перешкоджають інвестиціям у довгостроковий розвиток);

- мікроекономічні, впливаючи на банківську систему країни, регулюючи її стабільність, зокрема виступаючи у якості т.зв. кредитора останньої інстанції⁹.

Макроекономічний вплив на цінову стабільність «класично» забезпечується центральним банком через управління пропозицією грошей. Хоча історично вже давно відпрацьована низка монетарних інструментів, які дозволяють центральному банку ефективно контролювати грошову масу, проте найбільш ринковими з них, а отже найбільш прийнятними з позиції принципів сучасної економіки, вважаються операції на відкритому ринку, завдяки яким центральний банк або наповнює банківську систему ліквідністю, або ж виводить з обігу «надлишкові» кошти¹⁰.

Зрозуміло, для поповнення банківської системи ресурсами (які в подальшому банки зможуть використовувати для кредитування економіки) і розширення обсягу грошей в обігу центральний банк може купувати цінні папери, найчастіше державні облігації, розширюючи при цьому пропозицію грошей (стимулюючи монетарна політика). Такі заходи можуть мати два головних наслідки:

- «позитивні» – зниження процентної ставки (вартості) для позичальників,
- «негативні» – підвищення інфляції і знецінення національної валюти відносно інших валют (зниження курсу або девальвація¹¹).

І навпаки, якщо центральний банк вбачає за необхідне обмеження рівня інфляції, то він може продавати (державні) цінні папери на відкритому ринку, обмежуючи ліквідні ресурси, підвищуючи процентну ставку і скорочуючи запозичення. Тобто операції на відкритому ринку вважаються ключовим інструментом, завдяки якому центральний банк може намагатися контролювати пропозицію грошей, інфляцію, вартість ресурсів і цінову стабільність¹².

Мікроекономічний вплив забезпечується шляхом підтримки економічної незалежності банківської системи та її спроможності до забезпечення економічних агентів (реального сектору) належними і доступними ресурсами. Будь-який комерційний банк може звернутись до центрального банку за

⁹ How the Bank Influences an Economy. – <http://www.investopedia.com/articles/03/>.

¹⁰ Звичайно, операціями на відкритому ринку не обмежуються можливості центрального банку країни в управлінні пропозицією грошей. Проте саме через відкритий ринок провідні банки переважно реалізують свою політику. Інші ж інструменти навіть у розвинутих країнах суттєво варіюються. Наприклад, т.зв. резервні вимоги до комерційних банків (утримувати частину коштів в залежності від структури пасивів у центральному банку) застосовуються у ФЕД США, проте відсутні у Банку Англії.

¹¹ Зниження курсу національної валюти не завжди має негативний вплив на національну економіку: нерідко воно є засобом торговельної політики країни, спрямованої на відновлення рівноваги торговельного і платіжного балансів і стимулювання завоювання нових ринків через штучне підвищення рівня цінової конкурентоспроможності вітчизняних виробників товарів та послуг.

¹² Ващелюк Н., Трунин П. Анализ влияния нестандартных мер монетарной политики на основные макроэкономические показатели. – <ftp://w82.ranepa.ru/rnp/ppaper/mak14.pdf>.

додатковими ресурсами на «рівноправній» основі і отримати (за умови дотримання регуляторних вимог) відповідні ресурси за визначеною вартістю – ставкою рефінансування або дисконтною ставкою (процентна ставка, за якою центральний банк надає ресурси банківській системі і яка теоретично є визначальною для формування процентної політики загалом). Звичайно, активне маніпулювання процентною ставкою може формувати значні дисбаланси в банківській системі, тому операції на відкритому ринку загалом вважаються більш ефективним і безпечним для ринку інструментом регулювання пропозиції грошей.

У будь-якому випадку, розширення пропозиції грошей (стимулююча монетарна політика) пов'язується із зменшенням рівня процентних ставок. Згідно з міжнародними оцінками, саме завдяки досягненню і збереженню **низьких процентних ставок** і надалі через реалізацію механізмів **кількісного пом'якшення** (часто через інструменти на відкритому ринку) розвинутих країнам вдалося останніми роками **певним чином стабілізувати фінансову систему і знизити дефляційні ризики**¹³.

Криза 2008-2009рр., модель якої, за переважним визнанням міжнародних експертів, мала т.зв. U-характер¹⁴, порушила сталість глобальних економічних тенденцій. Зважаючи на падіння, яке зазвичай супроводжує кризовий період, для економічного відновлення характерним є намагання забезпечити вищу (порівняно з докризовим рівнем) економічну динаміку. Однак, це означає «активізацію» взаємозв'язку: **вища динаміка – вищі ризики**, що зможе проявитися у посиленні інфляційних процесів, зниженні надійності банківської системи, підвищенні валютної невизначеності, а з тим – замість економічного покращення призвести до нових кризових шоків.

Відтак, нинішнє формування в провідних країнах світу **нових економічних «нормальностей»** (усталених темпів економічного зростання, рівнів інфляції, рівнів кредитування реального сектору і домогосподарств, зовнішньоекономічних балансів, «довгострокової» динаміки очікуваного рівня добробуту тощо) відіграє головну роль і в утворенні перспективних глобальних тенденцій розвитку, а також динаміки головних макроекономічних показників та індикаторів провідних країн світу. Першочергово це відбувається у США, монетарна і фінансова політика яких, як вказувалось, значною мірою визначають стійкість і тенденції глобальних ринків. Тому необхідним є докладний аналіз динаміки реальних показників економіки США, монетарного впливу на них, а також наявних середньострокових трендів. Саме середньострокова посткризова динаміка, за якої формуються і нові макроекономічні «нормальності», може виступати «видимим» базисом реалізації довгострокової політики.

Макроекономічна динаміка. Упродовж майже двох десятиліть до глобальної кризи 2008-2009рр. американська економіка демонструвала високу і достатньо стійку економічну динаміку: середньорічне зростання ВВП сягало понад 3% (Діаграма 1.1. «Економічне зростання у США»¹⁵¹⁶).

¹³ МВФ оцінює нову еру денежно-кредитної політики. –

<http://www.imf.org/external/Russian/pubs/ft/survey/so/2013/POL051613AR.htm>.

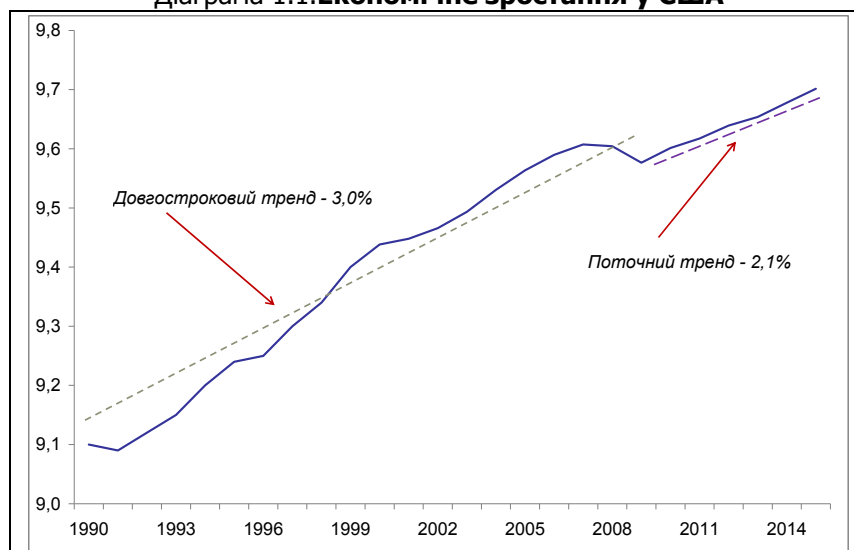
¹⁴ Про моделі протікання кризи докладніше див.: A Theoretical Model of Financial Crisis. – <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1467-9396.00317/abstract>.

¹⁵ В цьому розділі тут і далі, якщо не вказано інше, використані дані: Economic Report of the President, 2016 [ERP-2016]. –

https://www.whitehouse.gov/sites/default/files/docs/ERP_2016_Book_Complete%20JA.pdf.

¹⁶ Для покращення якості інтерпретацій і представлення діаграм у цьому підрозділі використані методологія і підхід, що подані у: Soss N., Feldman J. Where in the GDP Is This Cycle Different. – Credit Suisse Economics Research, January 2014. – <http://www.credit-suisse.com/researchandanalytics>.

Діаграма 1.1. Економічне зростання у США



Тут і далі у цьому підрозділі, якщо не вказано інше, по вертикальній шкалі діаграм дані подані у вигляді **натуральних логарифмів¹⁷ номінальних величин \$ млрд. у цінах 2009р., обчислених ланцюговим методом (chained dollars)** для усунення ефекту росту цін, відповідно до [ERP-2016].

Посткризовий період у США характеризується меншими темпами зростання, які, втім, мають досить сталий характер і є вищими, порівняно з темпами зростання багатьох інших розвинутих економік. При цьому, економічна динаміка Великої Британії значною мірою наслідує американську¹⁸, і, водночас, динаміка країн Єврозони помітно поступається загальній динаміці розвинутих країн світу¹⁹ (Таблиця 1.1. «Економічне зростання окремих світових економік»²⁰).

Таблиця 1.1. **Економічне зростання окремих світових економік,**
% зростання до попереднього року

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015(о)	2016(п)
США	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,6	2,2	1,5	2,4	2,6	2,8
Єврозона	3,0	0,5	-4,6	2,0	1,6	-0,8	-0,3	0,9	1,5	1,6
Велика Британія	2,6	-0,3	-4,3	1,9	1,6	0,7	1,7	3,0	2,5	2,2
Японія	2,2	-1,0	-5,5	4,7	-0,5	1,7	1,6	-0,1	0,6	1,0
Розвинуті країни	2,8	0,2	-3,4	3,1	1,7	1,2	1,1	1,8	2,0	2,2

¹⁷ Різниця наступного і попереднього періоду логарифмів досліджуваних величин визначається як $\ln(x+\Delta x) - \ln(x) = \ln((x+\Delta x)/x) = \ln(1 + \Delta x/x) \approx \Delta x/x$ (за малих значень Δx), тобто вказує на відносне зростання показника. Оскільки дослідження стосується доларових показників ВВП у цінах, скорегованих на рівень інфляції, то вказаний відносний показник фактично характеризує зростання реального ВВП.

¹⁸ Див. зокрема: К.Маркевич, В.Юрчишин. Пріоритети інвестиційної привабливості в політиці економічного зростання Великої Британії // Міжнародна економічна політика, 2014, №21 (2), с. 52-77. – <http://iepjournals.com/journals/21/>.

¹⁹ Звернемо увагу, що упродовж 2008-2015рр. (а за прогнозами, і у подальші кілька років) економічна динаміка Єврозони суттєво поступається відповідній динаміці США і Великої Британії – країн, які є провідними фінансовими центрами світу. З одного боку, це може слугувати свідченням того, що заходи монетарної політики ЄЦБ не мали належної результативності, з іншого – підвищується ймовірність необхідності продовження ЄЦБ політики «нульової ставки» (при тому, що Банк Англії найвірогідніше, услід за ФРС, поступово підвищуватиме процентну ставку). Звичайно, це призведе до посилення перетоку капіталів з Єврозони до Великої Британії, наслідком чого стане довгостроковий тренд зміцнення фунта і погіршення зовнішньоторговельного сальдо Великої Британії, насамперед, з континентальною Європою. У цьому зв'язку слід відзначити, що істотне падіння фунта одразу після референдуму про членство Великої Британії в ЄС має все таки суто психологічний характер і навряд чи буде надто тривалим.

²⁰ WEO-2015.

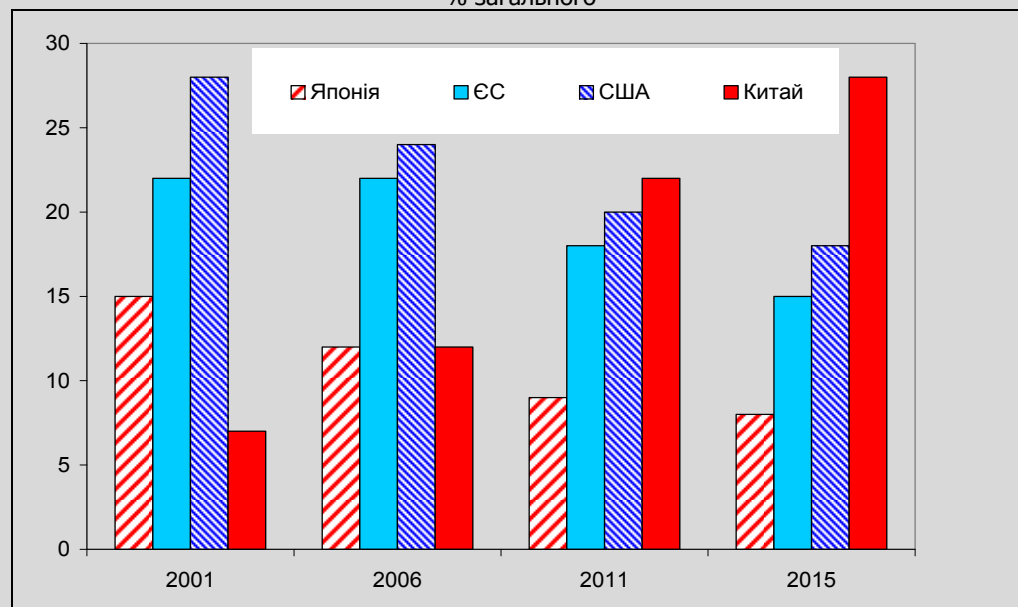
Зауважимо, що для найкрупніших розвинутих економік продовжилась тенденція зниження їх частки у світовому промисловому виробництві, насамперед за рахунок зростаючої частки Китаю (врізка «*Зміна географічної структури світового промислового виробництва*»). Зважаючи, що навколо Китаю продовжують концентруватись глобальні ланцюги створення доданої вартості, можна припустити, що нинішні тенденції продовжуватимуться і найближчим десятиліттям, а з тим – продовжуватиметься утримуватись відносно стійкий попит Китаю на глобальні фінансові ресурси, насамперед, доларові активи.

ЗМІНА ГЕОГРАФІЧНОЇ СТРУКТУРИ СВІТОВОГО ПРОМИСЛОВОГО ВИРОБНИЦТВА

Упродовж 2000-2015рр. Китай продовжував нарощувати обсяги промислового виробництва, чим захоплював дедалі більшу частку у світовому господарстві. Помітне прискорення відбулося саме у період глобальної кризи, коли переважна більшість країн, у т.ч. розвинутих, повинна була витратити значні ресурси на утримання державних фінансів, обмежуючи ресурси на розширення банківської системи і реального сектора.

Так, якщо на початку поточного століття у найкрупніших розвинутих економіках – США, Євросоюзі та Японії – вироблялось близько двох третин світової промислової продукції, то у 2015р. – лише трохи більше 40% (діаграма «*Частка найбільших економік у світовому промисловому виробництві*»²¹). Своєю чергою, частка Китаю за вказаний період зросла у 4 рази і сьогодні сягає 28%.

**Частка найбільших економік у сукупному світовому промисловому виробництві,
% загального**

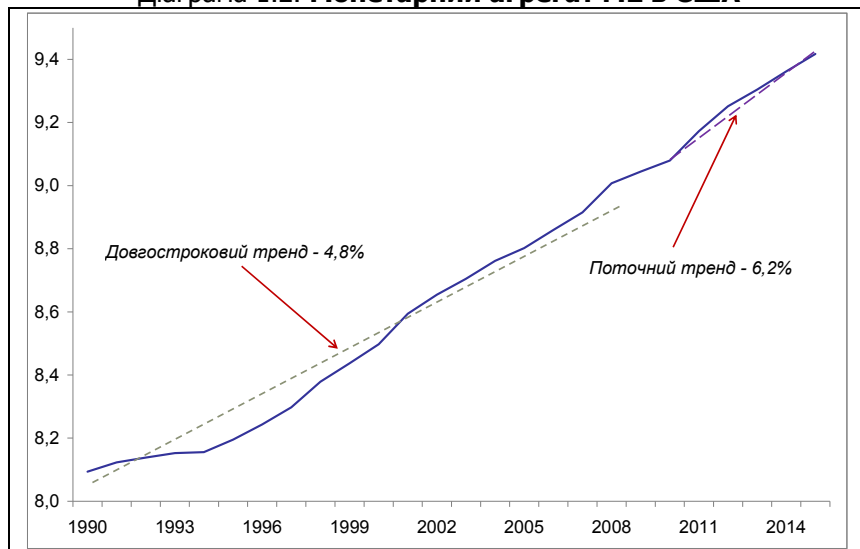


Для **забезпечення макроекономічної стабільності** і прискорення економічного відновлення у посткризовий період США **вдавалися до монетарної експансії**. При цьому розширення пропозиції грошей відбувалось навіть вищими темпами, ніж у докризовий період, хоча темпи економічного зростання, як вказувалось, були нижчими (Діаграма 1.2. «*Монетарний агрегат M2 в США*»). Оскільки політика процентної ставки не могла бути дієвою в умовах «нульової» процентної ставки, США стали лідером у використанні нетрадиційних інструментів монетарного стимулювання – т.зв. кількісного пом'якшення. При цьому за рахунок викупу цінних паперів банківська система наповнювалась ліквідними ресурсами, які, своєю чергою, могли використовуватись для

²¹ Global Cycle Notes. Credit Suisse Fixed Income Research, 17 May 2016.

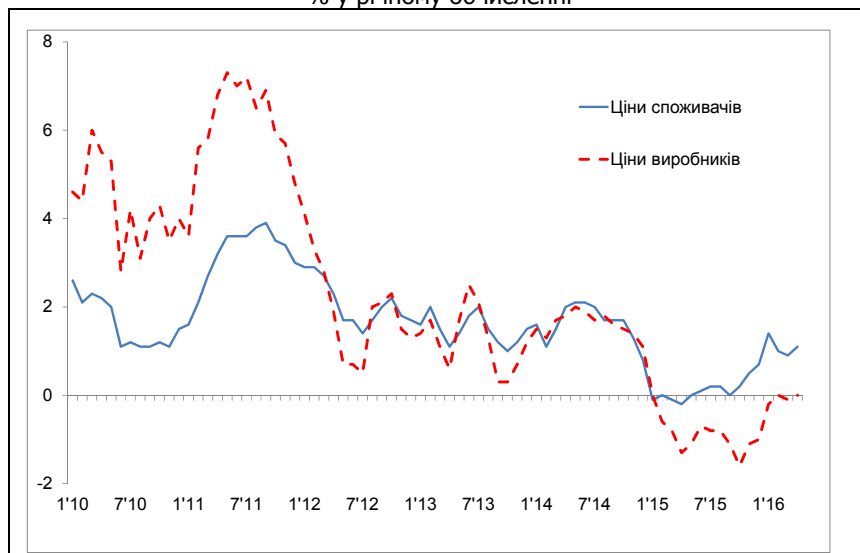
забезпечення платоспроможності і спрямовуватись до фінансового і реального секторів економіки²².

Діаграма 1.2. Монетарний агрегат М2 в США



Причому, навіть за менших темпів економічного зростання у посткризовий період, динаміка розширення пропозиції грошей була вищою, порівняно з попереднім періодом. Саме **завдяки стійкій тенденції монетарної експансії**, яка сприяла забезпеченню платоспроможності і посиленню ефективності використання ресурсів, країні вдалося **зміцнити макроекономічні параметри економічного середовища і наростити економічний потенціал для подальшого розвитку**.

Діаграма 1.3. Ціни споживачів та виробників у США,
% у річному обчисленні



²² Нагадаємо, що услід за ФРС, яка першою ініціювала масштабний викуп довгострокових облігацій, а також боргових іпотечних цінних паперів, «нестандартні» заходи були запроваджені також центральними банками Великої Британії та Японії, які знизили ключові ставки до мінімальних рівнів. Одним з результатів стало майже подвійне зростання активів центральних банків. Так, з кінця 2008р. до кінця 2013р. активи ФРС зросли з 15,3 до 24,5% ВВП, Банку Англії – з 12,5 до 23,5% ВВП, Банку Японії – з 25,7 до 49,3% ВВП. – Докладніше див.: Замараєв Б., Киюцевская А. Российская экономика в контексте мировых трендов. – Вопросы экономики, 2015, №2, с.32-48.

Важливо зазначити, що **монетарна експансія в США у вказаний період не мала негативних інфляційних наслідків**. Радше навпаки – свобода доступу до дешевих ресурсів (у т.ч. внаслідок низьких ставок) спонукала бізнес до зниження чи стабілізації на низькому рівні як цін виробників, так і цін споживачів²³ (Діаграма 1.3. «Ціни споживачів та виробників у США»).

Головні цілі центральних банків світу в сучасних умовах включають насамперед забезпечення цінової стабільності, іншими словами – стабільності купівельної спроможності національної грошової одиниці. Хоча саме поняття стабільності має в різних країнах неоднакові законодавчі тлумачення, проте оцінка діяльності центрального банку переважно залежить саме від оцінок населення і бізнесу впливу змін купівельної спроможності національної валюти, відповідно, на власний добробут та прибутковість комерційних операцій.

Однак, **цінова стабільність зазвичай не є єдиною метою** діяльності центральних банків, і тому оцінка ефективності діяльності центрального банку також залежить від того, наскільки йому вдається забезпечити досягнення й інших цілей та ключових завдань, які висувуються перед центральними банками (врізка «Головні цілі центральних банків окремих країн світу»).

ГОЛОВНІ ЦІЛІ ЦЕНТРАЛЬНИХ БАНКІВ ОКРЕМИХ КРАЇН СВІТУ

Найчастіше у **якості головної мети (цілі)** діяльності центрального банку країни, а з тим – і головним завданням монетарної політики країни, вказується **гарантування цінової стабільності**. Такий підхід пов'язується з тим, що, *по-перше*, за високої і значної мінливості цін (найчастіше у бік зростання) ринкові сигнали, генеровані системою ціноутворення, значно викривлюються і навіть можуть взагалі відриватися від реальної економічної основи. *По-друге*, у середовищі з високою інфляцією економічним агентам практично неможливо раціонально планувати виробничу та інвестиційну діяльність²⁴. При цьому, водночас, одностайно визнається, що цінова стабільність є лише однією з необхідних, проте явно не достатніх, передумов економічного зростання.

Окрім цінової стабільності центральними банками у рамках монетарної політики декларуються сприяння економічному зростанню і розвитку, висока або повна зайнятість, стабільність національної валюти і валютних ринків, фінансова стабільність, включаючи процентну стабільність. Але при цьому для переважної більшості центральних банків законодавством відповідних країн все ж встановлено 2-3 головні цілі (таблиця «Головні цілі окремих центральних банків»)²⁵, серед яких найчастіше висувуються вимоги забезпечення:

- цінової стабільності,
- сприянню економічному розвитку,
- стабільності національної валюти,
- фінансової стабільності²⁶.

²³ Так, якщо середньорічний показник інфляції у 2011-2012рр. складав 2-3%, у 2013-2014 рр. – близько 1,5%, то у II півріччі 2015р. - першій половині 2016р. впав нижче 1%.

²⁴ Piffer M. International Monetary Policy. – <http://personal.lse.ac.uk/PIFFER/>.

²⁵ Goodhart C. Central banks' function to maintain financial stability: An uncompleted task. – <http://voxeu.org/article/two-goals-one-instrument-how-can-central-banks-tackle-financial-crises>. Цели денежно-кредитной политики: обзор законодательства центральных банков. – http://www.icss.ac.ru/userfiles/file/public_pdf1585.pdf. Role and objectives of modern central banks. – http://www.bis.org/publ/othp04_2.pdf.

²⁶ Загалом, цінова стабільність і сприяння економічному розвитку є найбільш вживаною комбінацією цілей центральних банків. – Цели денежно-кредитной политики: обзор законодательства центральных банков. – <http://www.icss.ac.ru/userfiles/file/>.

Так, пріоритетною метою діяльності Європейського центрального банку є забезпечення цінової стабільності. Наступною «ієрархічною» метою є сприяння економічному розвитку Співтовариства. Центральний банк США має «подвійний» мандат – цінова стабільність і довгострокове економічне зростання, яке часто асоціюється із максимальною зайнятістю і помірною довгостроковою процентною ставкою. Першочерговим завданням центрального банку Китаю є стабільність вартості національної валюти, на основі чого забезпечується сприяння економічному розвитку і стійкість

Головні цілі окремих центральних банків						
	Цінова стабільність	Стабільність національної валюти	Зайнятість	Фінансова стабільність	Сприяння економічному розвитку	Стабільність платіжної системи
Австралія		*	*		*	
Велика Британія	*		*	*	*	
Канада		*			*	
Китай		*		*	*	
Польща	*				*	
Угорщина	*				*	
США	*		*			
Туреччина	*				*	
Чехія	*				*	
Швейцарія	*				*	
Швеція	*					*
Японія	*			*		

Як відомо, найважливішим **критерієм успішності** економічної політики в довгостроковому періоді є її вплив на **інвестиції** – привабливість країни для внутрішніх і зовнішніх інвесторів. І одним із завдань та наслідків монетарного стимулювання є загальне посилення інвестиційної складової у структурі ВВП. Тут дуже показовим є досвід США, де упродовж 2011-2013рр. при середньорічному зростанні ВВП приблизно на 2%, обсяг валового накопичення основного капіталу зростав на 4%²⁷.

Діаграма 1.4. **Споживчі настрої та продажі будинків населенню**



Зміцнення економічного середовища у США добре ілюструється динамікою інвестицій у житлове будівництво – одним з найважливіших секторів американської економіки. Так, якщо у період до широкого розгортання кризових процесів на житлових та іпотечних ринках США (до 2007р.) відповідні інвестиції зростали із середньорічним темпом менше 3%, то у посткризовий період темпи

фінансового середовища. – Piffer M. International Monetary Policy.– <http://personal.lse.ac.uk/PIFFER/>. Докладніше див.: Дробышевский С. и др. Мандат и цели центральных банков: эволюция и уроки кризиса. – Вопросы экономики, 2016, №5, с.5-24.

²⁷ Подібним чином в Японії у вказаний період при середньорічних темпах зростання ВВП на рівні 0,8% валове накопичення основного капіталу зростало на 2,5%. – Замаараев Б., Киюцевская А. Российская экономика в контексте мировых трендов. – Вопросы экономики, 2015, №2, с.32-48.

прискорились до 5%²⁸. Що, своєю чергою, сприяло відновленню іпотечних ринків, які були серед вагомих складових глобальної кризи. Зазначимо, що розширення ринків житла досить виразно наслідують споживчі настрої населення, його готовність вкладати ресурси у поточне і довгострокове споживання, а також інвестування (Діаграма 1.4. «Споживчі настрої та продажі будинків населенню»).

Особливої уваги у даному контексті заслуговує світова динаміка прямих іноземних інвестицій (ПІІ). У розвинутих країнах мало місце хоча суперечливе й незначне, проте все ж покращення клімату для міжнародних інвесторів, тоді як нестійка економічна динаміка в багатьох висхідних країнах відлякує інвесторів. Упродовж 2015р. мало місце відновлення суттєвого припливу ПІІ до розвинутих країн (обсяг ПІІ до них перевищив 55% сукупних глобальних обсягів)²⁹. Особливо значні потоки були спрямовані до США (\$384 млрд. з загальних \$936 млрд. припливу капіталу до розвинутих країн), а загалом обсяг припливу ПІІ до країн Північної Америки у 2015р. зріс втричі, порівняно з обсягом 2014р. (Таблиця 1.2. «Приплив ПІІ до окремих регіонів світу»³⁰). За оцінками окремих міжнародних фахівців, саме стрімке **повернення значних обсягів ПІІ до розвинутих країн**³¹ виявилось вирішальним у підвищенні схильності до заощаджень, відверненні рецесійних процесів у вказаних країнах, а з тим – у світовій економіці загалом (див. також вірзку «Посилення заощаджень у провідних економіках світу»).

Таблиця 1.2. Приплив ПІІ до окремих регіонів світу

	\$ млрд.		
	2014	2015	Річний темп зростання, %
Світ в цілому	1 245	1 699	36,5
Розвинуті країни	493	936	89,9
Північна Америка	146	429	193,5
Висхідні країни	703	741	5,3
Країни Азії	475	548	15,5

ПОСИЛЕННЯ ЗАОЩАДЖЕНЬ У ПРОВІДНИХ ЕКОНОМІКАХ СВІТУ

Одним з головних макроекономічних постулатів є те, що визначальним фактором інвестиційної та зовнішньоекономічної спроможності є рівень заощаджень. Саме дисбаланси у заощадженнях, споживанні та інвестуванні відігравали значну роль у поширенні глобальних кризових процесів 2008-2009рр. Причому найбільше «звинувачень» перепало в той період США, в яких рівень поглинання (споживання та інвестиції) значно перевищував рівень національних заощаджень (що призводило до бюджетних та торговельних дефіцитів).

У посткризовий період ситуація помітно змінилась. Китай продовжував підтримувати надзвичайно високий рівень заощаджень, залучаючи при цьому з-за кордону значні обсяги фінансових ресурсів. Це значною мірою вплинуло на помітне скорочення рівня заощаджень у ЄС (діаграма «Частка найбільших економік у сукупних глобальних заощадженнях»³²). Тому й фінансові та боргові кризи у ЄС в контексті балансів заощаджень-інвестицій та темпів зростання не виглядають чимось надзвичайним: вони логічно вписуються в цей контекст.

²⁸ Інвестиції в основний капітал також відновили зростання, хоча й з дещо меншим приростом темпів. Так, у докризовий період інвестиції в основний капітал зростали із середньорічним темпом 4,7%, у посткризовий – 5,0%.

²⁹ У ранній посткризовий період частка припливу ПІІ до розвинутих країн мала помітну тенденцію до скорочення.

³⁰ Global Investment Trends Monitor, Jan.2016. –

http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/webdiaeia2016d1_en.pdf.

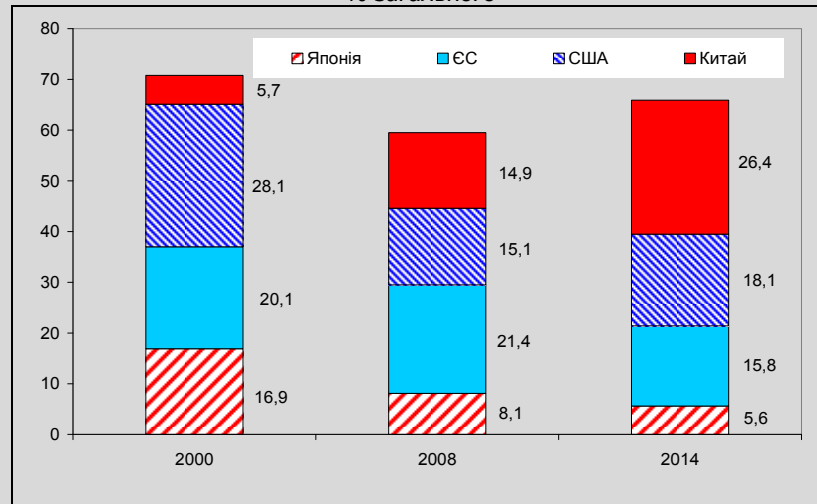
³¹ Переважно за рахунок послаблення потоків ПІІ до країн Південної Америки та Африки, і лише динамічним країнам Азії вдалося не допустити зменшення припливу ПІІ.

³² Global Cycle Notes. Credit Suisse Fixed Income Research, 17 May 2016.

На цьому тлі відбулося відновлення позитивної динаміки заощаджень у США. Цьому певним чином сприяло те, що центральні банки значної частини висхідних країн суттєво знизили процентні ставки. За низької прибутковості активів у висхідних країнах капітали спрямовуватимуться у більш надійні фінансові гавані, якими є економіки провідних розвинутих країн³³.

Зрозуміло, розширення заощаджень у США сприятиме консолідації фінансових ресурсів в країні, відновленню інструментів процентної політики³⁴, а з тим і формуванню нового рівня пропозиції грошей.

Частка найбільших економік у сукупних глобальних заощадженнях, представлених у доларах США, % загального



Зазначимо, що в останні два десятиліття США і Китай утримують визначальні позиції стосовно розвитку глобальної економіки, і їх економічна динаміка тісно кореспондується з наявними у них рівнями заощаджень.

Цими двома економіками у 1990-2000-х роках була утворена, по суті, нова віртуальна світова «осьова» структура, яка отримала назву Кимерика (*Китай + Америка*) – з фінансовим центром у США і виробничим у Китаї, яка підтримувала стійке глобальне економічне зростання і забезпечувала високі прибутки для ТНК. Ця структура істотно відрізнялася від моделі світогосподарських зв'язків, що існувала упродовж більшої частини ХХ століття: якщо раніше капітал переважно рухався з розвинутих країн на периферію (у країни, що розвиваються, та країни з перехідною економікою, нові ринкові економіки), то у моделі Кимерики країна, що розвивається, («периферія» – Китай) стала центром заощадження, а «центр» (США) переважно капітал споживав. Водночас, така структура відтворювала глобальні дисбаланси між рівнями заощадження і споживання, торговельними та інвестиційними потоками, які, як не парадоксально це звучить, протягом певного періоду розглядалися як «джерело збалансованості і стійкості» світового зростання.

І хоча сьогодні вказана ситуація певним чином змінюється, проте світові фінансові потоки і ресурси все ще значною мірою пов'язані саме із США.

Монетарне стимулювання за допомогою монетарних інструментів дозволяє **забезпечити досягнення й іншої найважливішої цілі** центрального банку країни – **покращити зайнятість**, у т.ч. завдяки створенню нових робочих місць, і зменшити безробіття³⁵. Хоча у відносних показниках середньорічні темпи

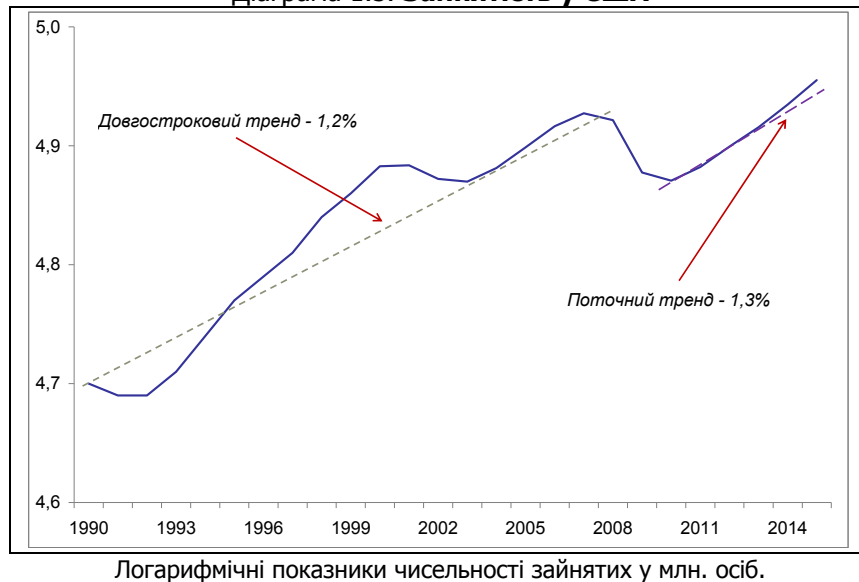
³³ Sánchez M. The impact of monetary policies of advanced countries on emerging markets. – <http://www.bis.org/review/r130910e.pdf>.

³⁴ Bikker J., etc. Competing for savings: how important is creditworthiness during the crisis? – <http://www.dnb.nl/en/news/dnb-publications/dnb-working-papers-series/>.

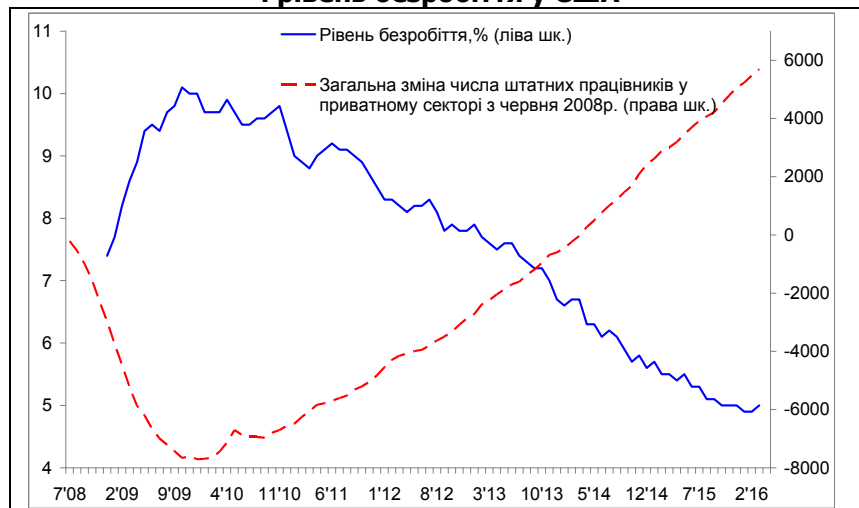
³⁵ До речі, відомо, що Дж. М. Кейнс, який стояв у витоків створення Міжнародного валютного фонду, вважав, що ця установа має відігравати важливу роль у забезпеченні

зростання зайнятості в США підвищились незначним чином (Діаграма 1.5. «Зайнятість у США»), проте завдяки високій послідовності і результативності політики сприяння зайнятості і створенню робочих місць в країні з кінця 2009р. (завершення «активної» фази глобальної кризи) у приватному секторі було створено понад 14 млн. нових робочих місць, а безробіття знизилось з понад 10% до менше 5% (Діаграма 1.6. «Створення нових робочих місць і рівень безробіття у США»³⁶).

Діаграма 1.5. Зайнятість у США



Діаграма 1.6. Створення нових робочих місць і рівень безробіття у США



Слід наголосити, що питання зайнятості належить до ключових завдань ФРС (врізка вище «Головні цілі центральних банків окремих країн світу»). Така увага зумовлена не лише поточними завданнями розвитку бізнесу і добробуту населення через підтримку агрегованого попиту і стимулів до розширення виробництва. Зайнятість у США найчастіше розглядається **у контексті структурних трансформацій**, які дозволяють підняти продуктивність праці і посилити конкурентоспроможність. Тобто завдання спрямовані як на

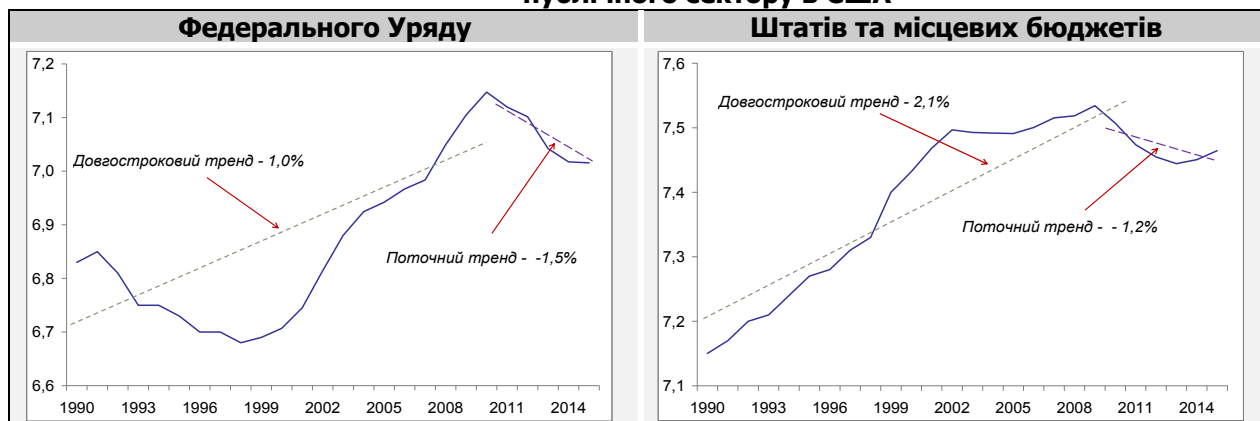
зайнятості – функції, яка чомусь була згодом якщо не забута, то явно відсунута на другий план у практичній діяльності МВФ.

³⁶ Credit Suisse Emerging Markets Quarterly (випуски різних років – власна бібліотека Центру Разумкова) [CS].

забезпечення поточних потреб і стимулювання росту ВВП, так і перспективний збалансований розвиток.

Монетарне стимулювання економіки в США не призвело, як вказувалось, ані до зростання інфляції, ані до нарощування фіскальних дефіцитів³⁷. Навпаки посткризовий період характеризується послідовним **зниженням участі держави в економічній діяльності**: витрати як Федерального бюджету, так і бюджетів штатів мали тенденцію до помітного скорочення (Діаграма 1.7. «Витрати на споживання та інвестиції публічного сектору в США»).

Діаграма 1.7. Витрати на споживання та інвестиції публічного сектору в США



Оперуючи термінами базової макроекономічної моделі *IS-LM*, слід констатувати, що для випадку економічної динаміки США маємо монетарне розширення (тобто стимулюючу монетарну політику) і зниження фіскальних дефіцитів (що інтерпретується як стимулююча фіскальна політика). Їх комбінація (монетарне і фіскальне стимулювання) дійсно виявляється ефективною для підтримки економічного зростання з можливим зниженням процентних ставок (в залежності від рівня монетарного і фіскального стимулювання).

Водночас, слід наголосити, що в поточних умовах монетарна політика здійснюється розвинутими країнами у контексті нагальної потреби консолідації, а отже і забезпечення ефективного використання державних фінансів. Це означає обмеження фіскального стимулювання, що вже дозволило скоротити надмірні дефіцити державних фінансів найбільших розвинутих економік, які утворилися у процесі здійснення антикризових заходів (Таблиця 1.3. «Сальдо консолідованих бюджетів розвинених країн світу»³⁸).

Таблиця 1.3. Сальдо консолідованих бюджетів розвинених країн світу, % ВВП

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015(о)	2016(п)
США	-3,2	-7,0	-13,5	-11,3	-9,9	-8,6	-5,8	-5,3	-4,2	-3,9
Євро-зона	-1,3	-3,8	-8,9	-7,8	-6,4	-5,7	-4,2	-3,9	-3,3	-2,7
Велика Британія	-3,0	-5,1	-10,8	-9,7	-7,6	-7,8	-5,7	-5,7	-4,8	-3,1
Японія	-2,1	-4,1	-10,4	-9,3	-9,8	-8,8	-8,5	-7,7	-6,2	-5,0

Таке **фіскальне скорочення є необхідною передумовою для підвищення ефективності монетарного стимулювання економічного розвитку та**

³⁷ Це істотно відрізняє практику монетарного регулювання США від практики України, де навіть відносно незначне «вливання» грошей в економічний обіг створювало помітний інфляційний ефект, внаслідок «гіпертрофії» державних фінансів, тобто взаємозв'язку **не з виробництвом, а із споживанням**.

³⁸ Global Fiscal Monitor 2015 [GFM-2015]. – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2015/02/>.

зростання, оскільки дозволяє спрямовувати прирости грошової маси не на фінансування державних дефіцитів, а на збільшення пропозиції грошей на ринку для забезпечення кредитування підприємств, які здійснюють інновації та наращують власну конкурентоспроможність.

Таким чином, розгляд особливостей сучасної посткризової економічної динаміки США дозволяє зробити низку важливих висновків, які, на наш погляд, мають **загальнометодологічне** значення і можуть допомогти визначитися із напрямками ефективної монетарної політики і в інших країнах світу. У цьому контексті можемо констатувати істотний позитивний ефект взаємозв'язку наступних інструментів і механізмів:

- економічне зростання у США супроводжувалось і підтримувалось **прискореною монетарною експансією**: темпи нарощування пропозиції грошей помітно перевищували темпи реального зростання (діаграми 1.1., 1.2.);
- прискорена монетарна експансія **не призводила до зростання інфляції** (діаграма 1.3.). Радше навпаки – полегшення доступу економічних агентів до фінансових ресурсів сприяло **зменшенню ризиків, покращенню умов ведення бізнесу, розширенню виробництва**;
- зменшення інфляційних очікувань і легкість доступу до ліквідних ресурсів сприяли **готовності економічних агентів до заощаджень** (а не термінового витрачання коштів), слугувало складовою подальшого розширення грошової маси банківською системою, а з тим – **інвестування**, насамперед, у житлове будівництво (що є одним з найвагоміших стимуляторів економіки країни, а також припливу ПІІ (таблиця 1.2., діаграма 1.3.);
- низька інфляція і покращення балансування бюджету (діаграма 1.7., таблиця 1.3.) сприяли **переорієнтації фінансових ресурсів до приватного сектору**, що, своєю чергою, слугувало чинником **створення робочих місць, підвищення зайнятості** (діаграми 1.5., 1.6.), а з тим – додатковими складовими зміцнення макроекономічного середовища країни.

Зауважимо, інноваційність моделей розвитку США не є чимось вкрай винятковим. Упродовж попередніх десятиліть американська економіка неодноразово демонструвала «нестандартні» рішення для оновлення і завоювання нових лідерських позицій. Навіть у розглядуваний період економічна динаміка та економічна політика помітно вирізнялись, зокрема упродовж 1990-х років (врізка «*Особливості монетарної політики в умовах...*»). І досвід США важливий насамперед тим, що вказує на доцільність і необхідність творчих підходів до застосування інструментів макроекономічного, у т.ч. монетарного, регулювання економічного розвитку та зростання, при цьому підкреслюючи **граничну важливість структурних параметрів та характеристик економіки**, а також **орієнтації країни на довготривалі конкурентні переваги**, які генеруються інтелектуальним капіталом, креативністю та новітніми технологіями.

**ОСОБЛИВОСТІ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УМОВАХ «НОВОЇ ЕКОНОМІКИ»:
ДОСВІД США В 1990-Х РОКАХ**

Останнє десятиліття ХХ сторіччя відзначилося народженням у США феномену «*нovoї економіки*». Цим терміном визначалося набагато ширше поняття, ніж просто високе економічне зростання за низької інфляції, що характеризувало економіку США: відбувалася корекція певних усталених макроекономічних пропорцій і параметрів розвитку, а також форм прояву економічних зв'язків. Характерними ознаками «*нovoї економіки*» стали:

- тривале підтримання позитивних темпів зростання при знижених рівнях інфляції (відсутність «перегріву»);
- прискорення темпів росту промисловості за рахунок насамперед видів діяльності (галузей), притаманних постіндустріальній економіці;
- підвищення рівнів зайнятості в умовах безінфляційного зростання;

- розширення інвестування за зростання процентних ставок (пригнічення ефекту витіснення);
- розширення (а не скорочення для недопущення «перегріву») пропозиції грошей в умовах високих темпів зростання.

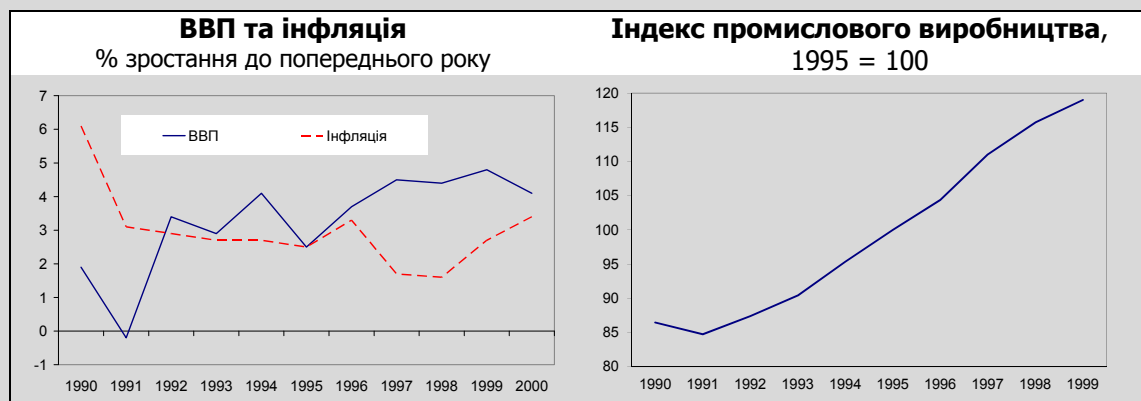
Завдяки низці вищенаведених особливостей упродовж 1990-х років у США спостерігалось стійке економічне зростання – середньорічні темпи реального ВВП перевищили 3,3% (упродовж десятиріччя всі квартальні показники зростання також були позитивними), що є надзвичайно високим показником для великої розвинутої країни. Щорічний приріст ВВП США сягав \$300-350 млрд., тоді як, наприклад, *увесь* ВВП України у 1999р. склав менше \$30 млрд. Незважаючи на кризи в Японії, Південно-Східній Азії та Південній Америці в 1997-1999рр. та зумовлене ними скорочення сукупного світового попиту, економіка США не тільки не знизил темпів свого розвитку, а навпаки, завдяки динамічному попиту на внутрішньому ринку, виступила саме тим регулятором, який запобіг розкручуванню регіональних криз до глобального рівня.

Важливою особливістю зазначеного періоду зростання «нової економіки» є його **безінфляційність**: інфляція за період знизилася з 5% до 2% у річному обчисленні (діаграма «ВВП та інфляція»).

Водночас, провідною складовою зростання економіки США було розширення промислового виробництва (діаграма «Індекс промислового виробництва»), незважаючи на тенденції до виведення багатьох промислових виробництв до Китаю та інших азійських країн. Це сталося тому, що **американська промисловість виявляла спроможність дедалі більше базуватися на високих технологіях, комп'ютеризації та інформатизації** як безпосередньо виробництва, так і управління – що надавало такий економіці безперечні конкурентні переваги.

Активне впровадження інформаційних технологій створювало стимули для розширення зайнятості на новій виробничій та управлінській основі: виникло більше 20 млн. нових робочих місць, у результаті чого безробіття знизилось до найнижчого рівня після 1960-х – 4%.

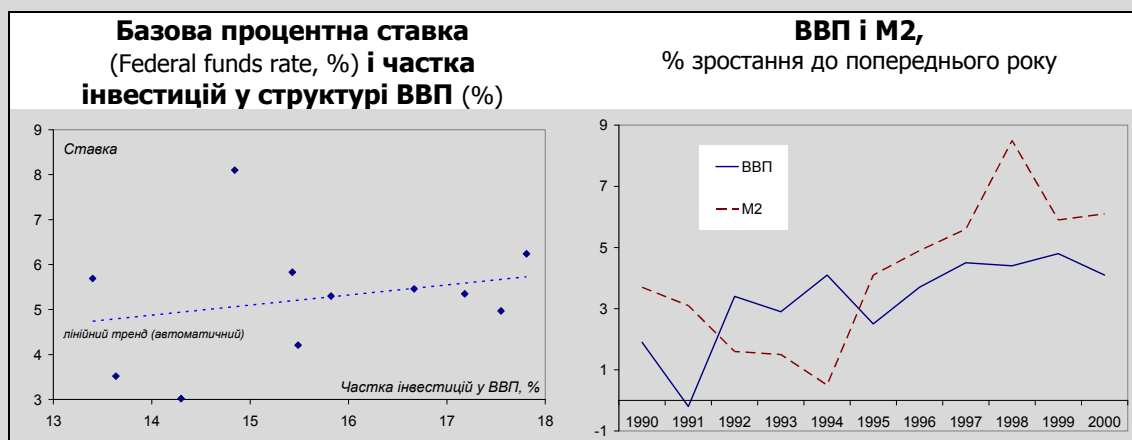
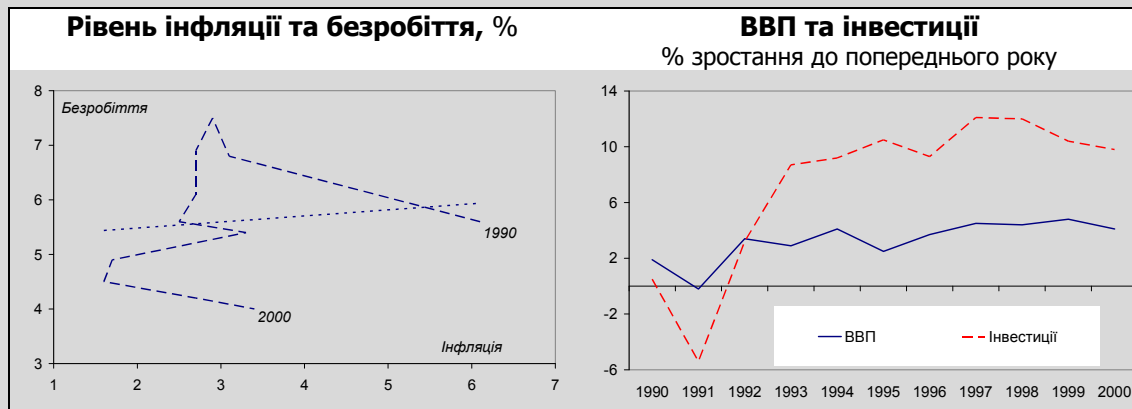
Тим самим, зазначена специфічна особливість «нової економіки» (**безінфляційне зростання у поєднанні з підвищенням зайнятості**) ставила під сумнів універсальність дії постулатів класичної теорії щодо того, що зростання попиту веде до підвищення цін, а альтернативою інфляції є підвищення безробіття (т.зв. крива Філіпса). У випадку економіки США 1990-х (діаграма «Рівень інфляції та безробіття») мав місце вихід на нові рівні залежності інфляції та безробіття.



Політика ФРС США, спрямована на періодичне підвищення процентних ставок (антиінфляційний захід), не вплинула в той період ні на темпи росту, ні на очікування агентів ринку. Як наслідок, зростання процентних ставок викликало не скорочення інвестування, а навпаки його розширення (діаграми «ВВП та інвестиції», «Базова процентна ставка і частка інвестицій у структурі ВВП»), оскільки високі темпи зростання забезпечували високу віддачу на інвестиції, а з тим – і можливості повернення навіть відносно дорогих кредитів. В таких умовах зростання інвестицій помітно випереджало зростання ВВП, і частка інвестицій у структурі ВВП суттєво зростає – з 13,4% у 1991р. до 17,8% у 2000р. Тобто виявилось «порушеним» ще одне класичне правило, відповідно до якого зростання процентних ставок призводить до витіснення (зниження) рівня інвестицій.

Водночас, можна говорити і про порушення одного з кейнсіанських правил

ациклічної пропозиції грошей: ФРС підтримував розширення пропозиції грошей (діаграма «ВВП і M2»), яке супроводжувалось зниженням інфляції (діаграма «ВВП та інфляція»).



Таким чином, економіка США 1990-х років збагатила практику монетарного стимулювання розвитку економіки, коли активне розширення пропозиції грошей дозволяло країні форсувати технологічні інновації та забезпечувати позиції незаперечного світового економічного лідера в умовах економічної глобалізації³⁹.

Безумовно, позитивний досвід макроекономічного регулювання США у 1990-х роках був зумовлений значною мірою унікальними, а отже й неповторними, перевагами, обумовленими перемогою країни у «холодній війні» та глобальному змаганні з СРСР. Країна на деякий той час залишилась фактично єдиною супердержавою світу.

Поряд з цим, абсолютизації позитивного досвіду 1990-х мають запобігти уроки кризи високотехнологічних ринків 2001р. і, тим більше, американської іпотечної кризи початку 2000-х, яка стала джерелом розгортання глобальної фінансової кризи.

Не слід також ігнорувати те, що макроекономічні залежності змінюються в рамках періодів довгих хвиль розвитку, передусім т.зв. хвиль Кондратьєва. Період 1990-х років – апогей становлення укладу, де центральну роль відігравали інформаційні технології, а роль технологічного лідера – США. За таких умов масове оновлення капіталу та споживчих преференцій істотно вплинули на макроекономічні параметри розвитку. Сьогодні ж світова економіка стикається з дещо іншою ситуацією: технологічна парадигма розвитку на найближчі десятиліття значно більш складна, і США в ній, скоріш за все, не за всіма напрямками будуть лідерами.

Окремі виклики для системних монетарних трансформацій. На завершення цього розділу слід також звернути увагу на наявність деяких **системних викликів**, які є надзвичайно актуальними для світової економіки і які потребують постійної уваги, а також **міжнародної координації** зусиль

³⁹ Див. докладніше: Constâncio V. International headwinds and the effectiveness of Monetary Policy. – <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160413.en.html>.

у контексті забезпечення відносної макроекономічної стабільності – наскільки вона досяжна в умовах кардинальних глобальних трансформацій.

Насамперед, слід вказати на **високу невизначеність політичного та економічного середовища у сучасному світі**. Це стосується і військово-політичного протистояння та посилення терористичних загроз, що взагалі підриває основи стійкого розвитку, послаблює споживчі настрої та ділові стимули. Це також стосується намірів та рішень окремих країн стосовно сучасного світоустрою (насамперед, у частині *Brexit*), що незаперечно погіршить економічну динаміку у короткостроковій перспективі, а також сформує додаткові середньострокові ризики, у т.ч. пов'язані з втручанням держави в економічну діяльність (зокрема, пов'язані із обмеженням інвестицій, посиленням протекціоністських настроїв, девальваційного тиску на більшість валют, зростанням недовіри між країнами і навіть регіонами). Не додають оптимізму і високі вартісні коливання на головних світових сировинних та енергетичних ринках, що ускладнює планування результативної та ефективної діяльності. Звичайно, перелік глобальних ризиків та викликів не повний, проте вже навіть він вказує на **складнощі реалізації політики** економічного зростання і суспільного розвитку.

Стосовно ж монетарних складових, то для розвинених економік, як і раніше, актуальною є проблема убезпечення від т.зв. «**пастки ліквідності**» (*liquidity trap*) – макроекономічної ситуації, коли монетарна влада не має інструментів для стимулювання економіки ані шляхом зниження процентних ставок, ані шляхом розширення пропозиції грошей. Хоча США почали процес поступового підвищення базових процентних ставок, проте ризики нового сповзання у вказану пастку не усунуті.

Висхідні ж країни у посткризовий період дедалі частіше і ширше почали використовувати т.зв. **валютні свопи** (*currency swap arrangements*). Традиційно цим механізмом центральні банки, валюти яких є світовими, надають ліквідність іншим центральним банкам, валюти яких не належать до резервних⁴⁰. Великі висхідні країни також почали використовувати такий механізм обміну національними валютами, насамперед для підтримки взаємної торгівлі і платіжного балансу загалом⁴¹. Україна також нещодавно уклала відповідну угоду з Польщею на суму 4 млрд. злотих⁴². Однак, зважаючи на високу залежність багатьох висхідних країн від зовнішньої кон'юнктури на власні експортні товари (вартість яких може не лише зростати, а й зменшуватись), це створює додаткові валютні ризики (в таких країнах), а з тим і провокує додаткові дисбаланси для загальної фінансової стабільності.

Водночас, окремим висхідним країнам з високим рівнем доходів (насамперед, Китаю) слід подолати т.зв. «**надлишок заощаджень**» (*savings glut*), який може бути джерелом дестабілізуючих високоліквідних капіталів. Їм також слід дбати про заходи, які б запобігали можливому загостренню проблеми глобальних дисбалансів між обсягами заощаджень та інвестицій, насамперед через канал фінансових взаємовідносин США та Китаю (див. врізку вище «*Посилення заощаджень у провідних економіках світу*»). Для країн з надмірним рівнем заощаджень актуальною є політика збалансованого зменшення заощаджень і розширення внутрішнього споживання, але поки що зрушення у цьому напрямі

⁴⁰ Докладніше див.: Тулеуов О. Теоретико-методологические аспекты нестандартной меры денежно-кредитной политики – количественного смягчения. – <http://cipe.kz/articles/macroeconomics.html?id=29>.

⁴¹ Зокрема, у 2012р. Китай та Бразилія підписали угоду про валютні свопи загальним обсягом (у еквіваленті національних валют) близько \$30 млрд. – <http://www.vestifinance.ru/articles/13230>.

⁴² Україна отримує валютний своп від Польщі. – <http://www.bank.gov.ua/>.

в Китаї є вкрай невиразними, що може надалі знижувати темпи економічного зростання країни, а з тим – і світової економіки.

Висхідним країнам слід також вживати заходів щодо уникнення «валютних воєн» (*currency wars*) через інструмент валютних курсів. Адже в умовах слабкої динаміки світової економіки деякі країни намагаються пожвавити національне виробництво за рахунок зниження курсу національної грошової одиниці та отримання, завдяки цьому, штучних конкурентних переваг на ринку (що дає можливість наростити експорт)⁴³. Але ж таке видиме послаблення національної валюти не обов'язково призведе до стимулювання економічної активності. В умовах, коли подібні заходи вживаються одночасно різними конкуруючими країнами, радше слід очікувати в таких країнах помітного падіння вартісних показників економічної динаміки, у т.ч. вартості наявних активів, а з тим – втрати інтересу потенційних інвесторів. Тим більше, що такий процес конкурентних девальвацій може призвести до надмірного знецінення національної валюти, який поставить під сумнів загальну макроекономічну стабільність і, створивши негативні ринкові очікування, сам стане джерелом подальшої макроекономічної дестабілізації.

Певні вигоди для висхідних країн нерідко пов'язуються з **посиленням контролю за рухом капіталів** (для розвинутих країн такі заходи не виглядають реалістичними внаслідок усталених правил функціонування ринків та наявних зобов'язань в рамках членства в Організації економічного співробітництва та розвитку – ОЕСР). Вважається, що це може дозволити висхідним країнам сміливіше запроваджувати незалежну від зовнішнього середовища монетарну політику, яка матиме наслідком існування незалежного від зовнішнього середовища процесу встановлення процентних ставок – саме завдяки обмеженням на перетоки капіталів. Проте така ізоляція кредитних ринків може мати й істотні негативні наслідки для розвитку, знижуючи можливості мобілізації капіталів для кредитування. А якщо такі обмеження запроваджуються лише стосовно т.зв. «гарячих грошей» (спекулятивних потоків в пошуку короткострокових прибутків), то тут виникає низка проблем контролю, адже такі потоки вкрай важко відрізнити від потоків інвестиційних капіталів, особливо коли йдеться про портфельне інвестування.

Звичайно, вказані ризики та системні виклики не повинні перебільшуватись і не повинні ставати основою заходів з обмеження економічної активності. Крім того, слід мати на увазі, що їх прояв у різних країнах може суттєво відрізнятись внаслідок наявності різних інституційних форматів – як формальних, так і неформальних. Проте вони мають стати предметом постійного моніторингу макроекономічного середовища з метою своєчасного виявлення загроз дестабілізації.

⁴³ Останнім часом низка висхідних валют (насамперед, країн-експортерів сировинних товарів) помітно девальвувалися відносно долара США, що нібито зумовлено погіршенням зовнішньоторговельної кон'юнктури. І поки що немає свідчень того, що в таких країнах започаткувались тенденції до покращення стану економіки. Натомість в багатьох випадках виявляється погіршення макроекономічних показників та індикаторів, а також структури внутрішніх і зовнішніх активів.

2. Особливості монетарної політики висхідних країн

Якщо розвинуті країни, незважаючи на значні негативні впливи глобальної кризи, завдяки загалом міцним економічним та фінансовим інститутам активно і доволі продуктивно застосовують стабілізаційні заходи, то для висхідних країн, за відсутності розвинених ринкових інститутів і досвіду макроекономічного регулювання, запозичені з-за кордону рецепти антикризових заходів далеко не завжди виявляються результативними⁴⁴.

Висхідні країни, навіть ті, які відносно успішно перенесли глобальні кризові потрясіння, залишаються значною мірою **залежними від заходів економічної політики, впроваджуваних найбільшими розвинутими країнами**. Така залежність може деякою мірою допомагати висхідним країнам у пошуку адекватних антикризових заходів, компенсуючи відсутність власного досвіду регулювання економіки. Проте вона ж може привносити і певні суперечності чи породжувати нові дисбаланси при запровадженні «незалежних» монетарних чи фінансових інструментів⁴⁵. Зокрема, йдеться про те, що центральні банки висхідних країн мають впливати на економічну динаміку таким чином⁴⁶, щоб, *з одного боку*, сприяти економічній діяльності і фінансовій стабілізації, *з іншого* – не спричиняти прискорення інфляції та знецінення національної валюти, не провокувати посилення відтоку капіталів.

Звернемо увагу на наступні обставини, які можуть обмежувати результативність запровадження антикризових і стабілізаційних заходів, у т.ч. монетарними інструментами, у висхідних країнах.

По-перше, далеко не однозначним є загальне тлумачення і ставлення до грошової стабілізації у висхідних країнах. Це зумовлено, зокрема, тим, що в широкому сенсі під стабільністю національної валюти часто розуміється стійкість грошово-кредитної системи загалом. У вузькому ж – розрізняється т.зв. **зовнішня стабільність**, тобто стабільність курсу національної валюти, та **внутрішня стабільність** – стабільність внутрішніх цін. Одночасне забезпечення внутрішньої і зовнішньої стабільності не є легко досяжним, а іноді між цими двома цілями виникає навіть суперечність.

По-друге, за визнанням «класиків» монетаризму, монетарна політика може впливати на макроекономічне середовище загалом та інфляцію зокрема лише у довгостроковому аспекті. Так, вони вважають, що монетарна експансія набагато швидше впливає на підвищення цін на товари і послуги (провокуючи інфляцію), аніж на вартість робочої сили (яка мала б забезпечувати збільшення виробництва за рахунок розширеної пропозиції грошей). Останнє, *з одного боку*, призводить до вимог підвищення заробітної плати, *з іншого* – стимулюватиме підвищення зайнятості. Однак, зростання зайнятості і зарплат з часом фактично нівелюють вигоди для виробництва за рахунок монетарної експансії. Водночас, ціни вже не матимуть тенденції до зниження до початкового рівня, що загалом вже може девальвувати раніше отримані вигоди.

Хоча у нас немає підстав вважати, що наведений монетаристський погляд має універсальне значення, тобто діє у всіх без винятку випадках, проте саме

⁴⁴ Див. докладніше з цього питання: Powel J. Advanced Economy Monetary Policy and Emerging Market Economies. – <http://www.frbsf.org/economic-research/files/Powell-AEPC2013.pdf>.

⁴⁵ Coulbaly B. Monetary Policy in Emerging Market Economies: What Lessons from the Global Financial Crisis? – <https://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2012/1042/ifdp1042.pdf>.

Caballero R., Schmidt-Hebbe K. Economic Policies in Emerging-Market Economies. – www.bcentral.cl/en/DownloadBinaryServlet.

⁴⁶ Сапункова Н. Особенности мер нестандартной монетарной политики в экономиках с развивающимися рынками. – <http://cyberleninka.ru/article/n/osobennosti-mer-nestandartnoy-monetarnoy-politiki-v-ekonomikah-s-razvivayuschimisya-rynkami>.

у висхідних економіках – з їх структурно зумовленою слабкістю сукупної пропозиції – вищеописаний монетаристський ефект розширення монетарної маси є доволі ймовірним. Адже будь-яке спрямування грошей в економіку може піти двома шляхами – як переважно шляхом активізації пропозиції (більше дешевших ресурсів для розвитку), так і шляхом переважно активізації попиту, а отже й інфляційних процесів. Перше ймовірніше в більш розвинутих та структурно збалансованих економіках, де реакція пропозиції товарних ринків на зміну пропозиції грошей є досить еластичною. Інша ж справа у випадку менш розвинутих та структурно деформованих економік, де пропозиція товарних ринків загальмована та загалом малоеластична: тут саме інфляція може дуже швидко «з'їдати» надлишок грошей.

По-третє, з теоретичних постулатів відомо, що **послаблення монетарної політики** розвинутими країнами (як реакція на поширення кризових сигналів) означає, що **процентні ставки знизяться**, а з тим – інвестори намагатимуться переорієнтувати свої капітали на більш високодохідні активи⁴⁷. Частина з них (капіталів) матиме внутрішню переорієнтацію (залишиться в країні), проте інша – буде спрямована за кордон, у т.ч. висхідні економіки (можливо, з більшим рівнем ризику). Приплив таких капіталів (які часто мають характер «гарячих грошей») спричинятиме як зміцнення національних валют, так і здорожчання активів у таких висхідних країнах, що, своєю чергою, може згодом повернути потоки капіталів у зворотньому напрямі⁴⁸. Такі **коливання потоків капіталів можуть посилити макроекономічні дисбаланси**, у т.ч. внаслідок процентної різниці (яка спонукатиме приплив капіталів у більш ризикові, проте менш продуктивні сфери), і замість вигод від припливу капіталів спричинити додаткові виклики саме для висхідних країн.

По-четверте, вірогідним також є й те, що відносно підвищення процентної ставки у висхідних країнах може зумовлювати зміцнення національної грошової одиниці (внаслідок припливу зовнішніх капіталів у більш високодохідні ринки, які є інституційно більш розвинутими)⁴⁹. Проте таке зміцнення може означати **скорочення експорту** для країн, які спеціалізуються та товарах, що постачаються на ринки переважно з ціновою конкуренцією (це загалом характерно для більшості висхідних країн), і, своєю чергою, негативно позначиться на виробництві і зайнятості, з можливим започаткуванням дефляційних тенденцій. Тому центральному банку країни необхідно буде вживати заходів, спрямованих на зниження процентної ставки і недопущення дефляційних тенденцій, тобто діяти у протилежному напрямі.

Особливі виклики для висхідних країн. Однією з визначних характеристик глобальних економічних процесів, що спостерігаються з 2008р., є **виразна монетарна експансія**, яку реалізовували найбільші світові банки і яка була спрямована першочергово на нормалізацію фінансових умов функціонування

⁴⁷ Powel J. Advanced Economy Monetary Policy and Emerging Market Economies. – <http://www.frbsf.org/economic-research/files/Powell-AEPC2013.pdf>.

⁴⁸ Дійсно, у висхідних країнах, які також наслідували в тій чи іншій мірі пом'якшення монетарної політики і зниження процентних ставок (при тому, що ризики все ж залишались вищими порівняно з розвинутими країнами), чистий приплив фінансових ресурсів у 2011-2012рр. помітно знизився. Так, якщо чистий приплив у першому посткризовому році (2010р.) складав близько \$660 млрд., то у 2011р. – \$475 млрд., у 2012р. – \$270 млрд. Коли ж з'явилися перші ознаки того, що ФРС скорочує програму кількісного пом'якшення, в ряді висхідних країн, у т.ч. найбільших, почали також підвищувати доходність інвестиційних проектів. Хоча такі проекти залишались ризиковими, проте це все ж слугувало чинником повернення капіталів – чистий приплив капіталів у висхідні ринки сягнув майже \$500 млрд. – Замараев Б., Киюцевская А. Российская экономика в контексте мировых трендов. – Вопросы экономики, 2015, №2, с.32-48.

⁴⁹ Thorbecke W. A Dual Mandate for the Federal Reserve, The Pursuit of Price Stability and Full Employment. – https://ideas.repec.org/p/lev/levppb/ppb_60.html.

економіки і банківської системи, уражених глобальною кризою. Її особливостями стали⁵⁰:

- застосування нестандартних інструментів, які раніше ніколи не використовувались (насамперед, в частині інструментарію «кількісного пом'якшення» (*quantitative easing*));
- безпрецедентне монетарне розширення, яке – всупереч очікуванням – мало не тимчасовий характер, а продовжується навіть в умовах стабілізації головних фінансових ринків;
- охоплення вищезгаданими заходами більшості центральних банків як розвинутих, так і висхідних країн;
- незаперечний позитивний вплив застосовуваних заходів на стабілізаційні процеси не лише в країнах-ініціаторах (США, Великій Британії, Японії), а й у світовій системі загалом⁵¹.

Звичайно, знаходячись під впливом глобальних процесів, висхідні країни повинні були одночасно виходити з суто національних потреб забезпечення головних завдань, пов'язаних з економічним відновленням їх економік та гарантування відносної цінової стабільності, яка б дозволяла здійснювати інвестиції у розвиток. Але при цьому вагомим чинником, який впливає на вибір формату фінансових стабілізаційних заходів, є **наявний в країні рівень інституційної міцності і розвинутості банківського і фінансового секторів**. Відомо, що застосування заходів стимулювання виявляється більш результативним та ефективним в країнах з добре розвинутими та функціонуючими фінансовими ринками⁵². А оскільки висхідні країни мають слабкішу банківську систему і досить вузькі (порівняно з розвинутими країнами) ринки цінних паперів, то й можливості застосування в них стимуляційних заходів (розширення ліквідності через операції з цінними паперами) виявились на практиці обмеженими.

Останніми роками дедалі виразнішою стає тенденція до **«повернення» капіталів на розвинуті ринки**. Нагадаємо, у період з кінця Другої світової війни аж до 1980-х років розвинуті країни експортували значну частину своїх капіталів у країни, що розвиваються, створюючи в них промислову базу. З початку ж нинішнього століття значна частка розвинутих країн, у т.ч. США, вже постають **чистими імпортерами капіталів**, які надходять з ресурсо-забезпечених та експортоорієнтованих висхідних країн (які стали світовими нетто-кредиторами), центральна ж роль серед останніх належить Китаю.

Однак вищезазначені тенденції не можуть вважатися стабільними в сучасній нестабільній глобальній економіці. Наявність в ній багатьох дисбалансів та асиметрій може спровокувати повернення до контролю за рухом капіталів, що, своєю чергою, може знову спричинити **суттєві глобальні зміни в головних напрямках потоків капіталу**. При цьому, *з одного боку*, повне подолання основних наслідків глобальної кризи 2008-2009рр. означатиме зміцнення фінансового потенціалу розвинутих країн. *З іншого* – низькі світові ціни на біржові сировинні товари суттєво обмежать фінансові можливості багатьох висхідних країн щодо експорту капіталів. В таких умовах високою є вірогідність

⁵⁰ Sánchez M. Emerging markets and the world's unusual monetary conditions. – <http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-discursos/discursos-y-presentaciones/>.

⁵¹ Якщо на початку розгортання глобальної кризи 2008-2009рр. лунало багато апокаліптичних сценаріїв для світової економіки, то сьогодні переважає більш поміркована оцінка: вчасно запроваджені заходи США стали вирішальними у відверненні колапсу в багатьох висхідних країнах. Це, однак, не означає, що знайдені абсолютно ефективні інструменти запобігання повторенню кризових явищ у майбутньому.

⁵² Сапункова Н. Особенности мер нестандартной монетарной политики в экономиках с развивающимися рынками. – <http://cyberleninka.ru/article/n/osobennosti-mer-nestandartnoy-monetarnoy-politiki-v-ekonomikah-s-razvivayuschimisya-rynkami>.

нового «розвернення» потоків капіталів: розвинуті країни знову можуть стати чистими експортерами капіталів до висхідних країн⁵³.

Проте слід наголосити й на тому, що нинішня ситуація суттєво відрізняється від періоду становлення багатьох висхідних ринків у 1980-1990-х роках саме завдяки фундаментальним економічним та інституційним змінам останніх двох десятиріч⁵⁴. Тому стабілізаційні заходи в успішних висхідних країнах в останнє десятиріччя ставали більш результативними, а також краще скоординованими в рамках глобальних антикризових процесів, де лідерська роль належить найбільш розвинутим країнам.

Для сучасних умов характерним стає суттєве підвищення **вимог до якості інститутів** як в рамках внутрішньої економічної політики, так і у глобальному контексті. Не в останню чергу це відбувається тому, що зближення параметрів інституційної якості дозволяє успішніше здійснювати координацію макроекономічної політики різних держав та регіонів світу. При цьому, координація монетарних та фіскальних заходів та інструментів дозволяє зменшити дисбаланси, а також зафіксувати в бажаному діапазоні ключові макроекономічні показники та індикатори, такі, наприклад, як процентні ставки, обмінний курс, рівень державних видатків, продуктивність експорту чи рівень зайнятості. Проводячи заходи монетарної та фіскальної політики у координації з іншими країнами, керівництво будь-якої країни може також отримати можливості кращого управління **структурними перетвореннями в економіці та створення передумов для інноваційного розвитку виробництва**. Проте запровадження такого формату політики суттєво ускладнюється, якщо країна має відкриту економіку з (відносно) вільними потоками капіталів, які реагують на реальну процентну ставку (яка змінюється під впливом інфляції та інших економічних та інституційних ризиків) (врізка «*Модель взаємовпливу двох відкритих економік*»).

МОДЕЛЬ ВЗАЄМОВПЛИВУ ДВОХ ВІДКРИТИХ ЕКОНОМІК

Взаємозв'язок і взаємопов'язаність різних заходів щодо застосування інструментів макрорегулювання можна продемонструвати на простій макроекономічній моделі двох країн, які мають відносини партнерства та співробітництва⁵⁵.

Так, у двох економіках *A* і *B*, за відсутності очікуваних валютних шоків рівень процентних ставок має бути приблизно однаковий, а поточні перетоки капіталів незначними⁵⁶. Тому точки рівноваги для обох країн *E* та *E'* знаходяться на одній горизонталі (Рисунок «*Випадок монетарної експансії у моделі Манделла-Флемінга*»). В іншому випадку вищі процентні ставки однієї з країн сприяли б вищому попиту на активи цієї країни, створюючи негативний потенціал відпливу капіталів з країни із нижчими процентними ставками.

Звичайно, вказаний механізм спрацьовує для «рівновеликих» економік, де рівень впливу на сусідів є сумірним. Інша ситуація зазвичай спостерігається, коли одна з країн належить до т.зв. малих економік. Така країна може тільки «приймати» процентні ставки великої країни (або групи великих країн) і не в змозі вплинути на їх рівень, а відплив капіталу з великої країни в малу не виявить будь-якого дестабілізуючого ефекту на економіку великої країни. Тобто

⁵³ Одним з безпосередніх наслідків відносного зниження цін на сировинні товари може стати девальвація валют багатьох висхідних країн, яка стимулюватиме їх експорт товарів та послуг та одночасно імпорт капіталів.

⁵⁴ Dudley W. U.S. Monetary Policy and Emerging Market Economies. – <https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2014/dud140327>.

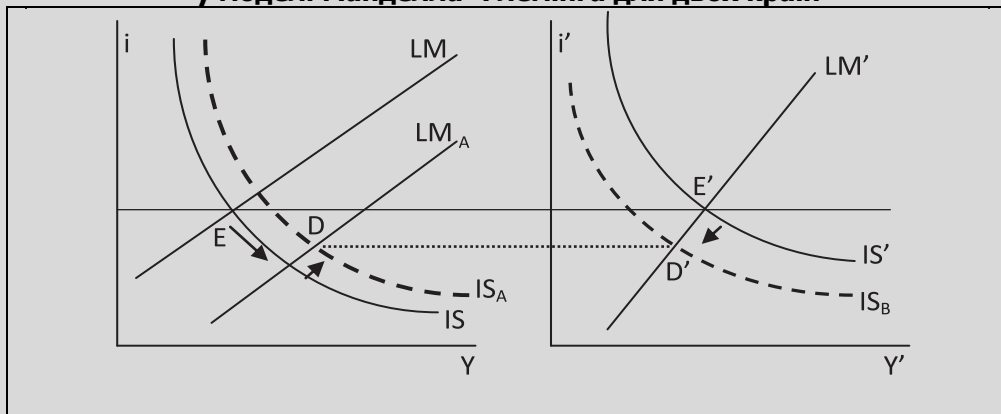
⁵⁵ Див., зокрема: Khan M., Montiel P., Ul Haque N. Macroeconomic Models for Adjustment in Developing Countries. – <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=22>.

⁵⁶ Нагадаємо, що в макроекономічних моделях потоки капіталів реагують на різницю процентних ставок і спрямовуються в країни з вищою реальною доходністю, тобто вищими процентними ставками. У припущенні стосовно короткотерміновості номінальна процентна ставка зважена на рівень ризиків і взаємопов'язана з реальною ставкою.

економічна політика в малій економіці цілком залежить від економічної політики великої економіки, проте велика економіка, своєю чергою, не залежить від політичних заходів, застосованих у малій економіці.

Припустимо, що країна A проводить монетарну експансію (розширену пропозицію грошей) для стимулювання своєї економіки, що у моделі відбивається у зсуві кривої LM країни A вправо до положення LM_A (причому, у короткостроковому періоді не відбувається зміни обмінного курсу валюти). В результаті виявляються потенційні чинники відтоку капіталів, оскільки за монетарної експансії відбувається зниження процентної ставки в цій країні нижче відносно рівноважного вихідного рівня. Відплив капіталів спричиняє ослаблення національної валюти країни A , що, своєю чергою, призводить до покращання її платіжного балансу та віддзеркалюється у зсуві кривої IS вправо до положення IS_A . Звичайно, такий зсув буде продовжуватись до тих пір, поки не відновиться рівновага процентних ставок. У випадку, якщо A – мала країна, а B – велика, то фінансова або зовнішньоторговельна політика країни A повинна компенсувати монетарне розширення для встановлення ставок на рівні ставок країни B . Тобто фінансові заходи країни A супроводжують монетарні і спричиняють позитивний вплив на макроекономічні рахунки, а також спонукають економіку до зростання (нова рівноважна точка у моделі знаходиться праворуч від початкової).

Випадок монетарної експансії у моделі Манделла-Флемінга для двох країн



Однак, у випадку, коли економіки двох країн є «рівновеликими» і мають значний взаємозв'язок, наслідки вказаної монетарної експансії країни A , можуть бути іншими і це станеться в умовах, якщо країна B не забажає впроваджувати політику монетарної експансії (наприклад, через міркування запобігання можливому інфляційному тиску), а також якщо матиме місце або невисока схильність капіталів покинути країну A , або ж небажання країни B прискорити приплив капіталу внаслідок побоювання ризиків «перегріву» економіки чи небажаності з тих чи інших причин зміцнення курсу національної валюти.

Альтернативним варіантом політики, що впливає з вказаної ситуації, може бути запровадження країною B обмежуючої фінансової політики, що виявляється у зсуві кривої IS' країни B до положення IS_B – і має своїм результатом збалансування процентних ставок. За таких умов загальний макроекономічний результат заходів країни B матиме обмежуючий характер для економічної динаміки. Нова ж рівноважна точка для двох країн повинна знову знаходитись на одній горизонталі (що свідчить про досягнення однакового рівня процентної ставки) – рівні DD' .

Таким чином, монетарна експансія країни A , що супроводжується фінансовою експансією для стимулювання внутрішнього виробництва, може справляти негативний стримуючий вплив на країну B , яка воліла б уникнути монетарного розширення чи зміцнення національної валюти, яке могло б погіршити експортний потенціал цієї країни. Тому заходи внутрішньої політики країни, що перебуває під впливом зовнішніх чинників економічної політики (у т.ч. заходів внутрішньої економічної політики сусідньої країни), можуть зазнавати негативного впливу.

Подібні ускладнення часто виникають у період кризи чи безпосередньо у посткризовий період, коли (висхідні) країни намагаються застосовувати різноманітні заходи стимулювання економічного відновлення. Тому, як правило, висхідні країни постають перед **дилемою – чи наслідувати** заходи економічної політики найкрупніших країн-партнерів, **чи намагатись знаходити «незалежні» рішення**, в рамках національних макроекономічних тенденцій.

Важливим є також врахування того, що, попри значну різноманітність умов та моделей розвитку висхідних економік та їх економічних політик, на думку окремих фахівців, вже визначилися і **спільні позитивні** тенденції їхнього розвитку⁵⁷:

- до послаблення монетарних обмежень, а також розширення практики застосування монетарних стимулюючих заходів, які, однак, дозволяють утримувати помірні рівні інфляції;
- до відмови від режиму фіксованого курсу або курсової прив'язки (що переважно практикувалось ще наприкінці 1990-х років) на користь застосування більш гнучкого режиму курсоутворення;
- до збільшення ліквідних резервних активів центральних банків, що слугує «подушкою» для шоків порушення монетарних балансів;
- до покращення фіскальної дисципліни та рівня обслуговування зовнішніх боргів, що дозволяє зменшити ризики і навантаження на державні фінанси та валютні резерви країни;
- до підвищення рівня капіталізації банківської системи, а також розширення та вдосконалення регуляторних та наглядових заходів центральних банків.

Поряд з цим, висхідні країни дедалі більше опановують складний і диверсифікований арсенал інструментів економічної політики, у т.ч. монетарної. Ефективність цього процесу значною мірою залежить від врахування різноспрямованих впливів їх застосування – часто не стільки прямих, скільки опосередкованих (Таблиця 2.1. «*Основні інструменти грошово-кредитної політики країни*»⁵⁸), що в сукупності створює далеко не однозначний загальний вплив на макроекономічне та фінансове середовище країни.

Таблиця 2.1. **Основні інструменти грошово-кредитної політики країни**

Інструмент	Дія	Об'єкт, на який спрямована дія
Встановлення мінімальних резервних вимог	Опосередкована	Пропозиція грошей
Цільові кредити	Пряма	Пропозиція грошей
Регулювання офіційної облікової ставки	Пряма	Попит на гроші
Рефінансування комерційних банків	Пряма	Пропозиція грошей
Операції на відкритому ринку	Опосередкована	Пропозиція грошей
Таргетування монетарних агрегатів	Пряма	Пропозиція грошей
Дисконтна політика	Опосередкована	Пропозиція грошей

Складність і неоднозначність застосування регулятивних монетарних заходів в контексті глобальних викликів спонукає до того, що, як правило, висхідні країни визначають власні напрями економічної політики. Разом з тим, це не заперечує необхідності врахування досвіду їх застосування в інших країнах, що

⁵⁷ Див, зокрема: Dudley W. U.S. Monetary Policy and Emerging Market Economies. – <https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2014/dud140327>.

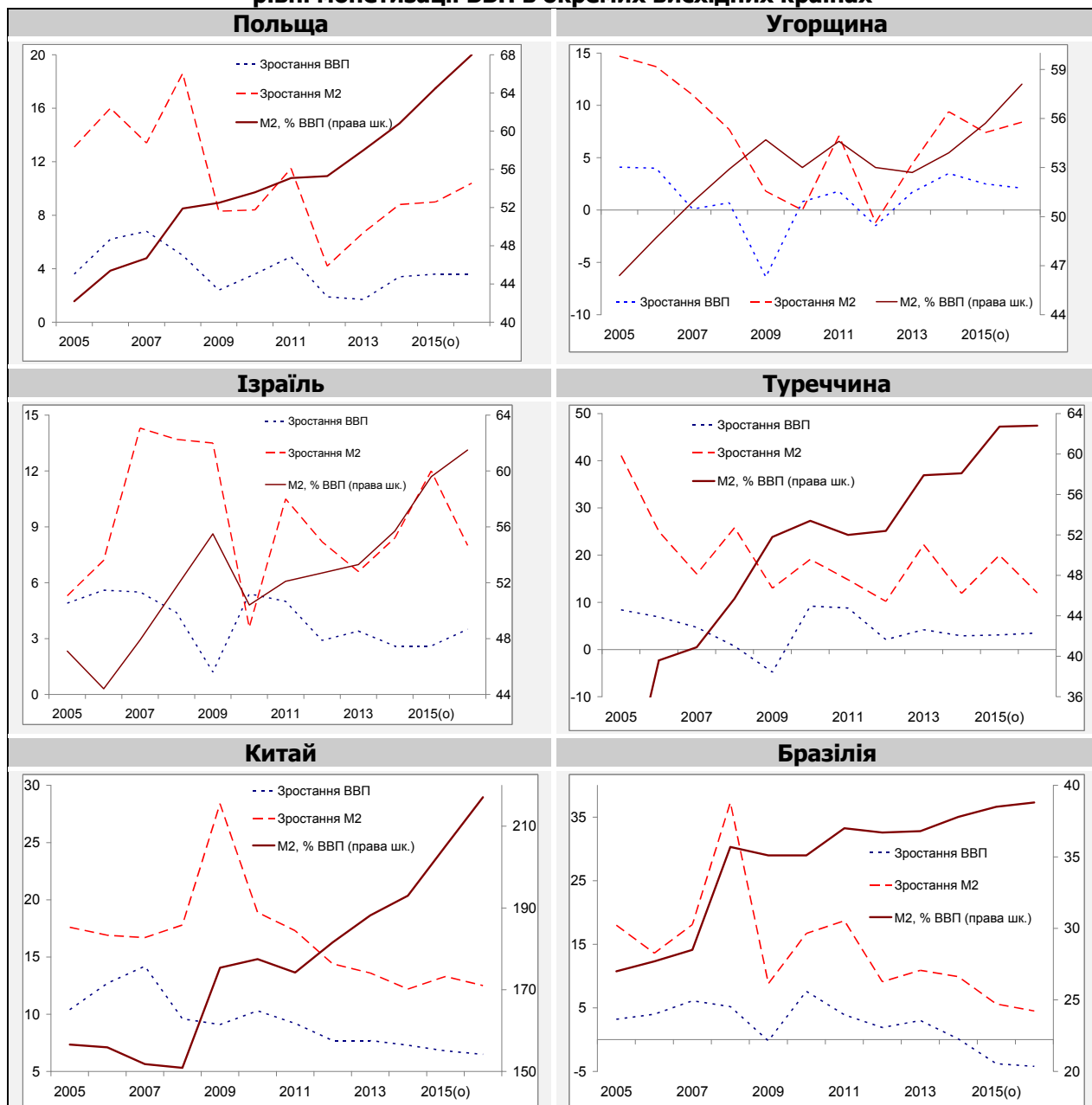
⁵⁸ Прямі впливи досягаються через вимоги центрального банку країни до установ національної банківської (та фінансової) системи, які знаходяться під його юрисдикцією. Опосередковані заходи здебільшого спрямовані на управління параметрами ринкового середовища. – Докладніше див.: Тулеуов О. Теоретико-методологические аспекты нестандартной меры денежно-кредитной политики – количественного смягчения. – <http://cipe.kz/articles/macroeconomics.html?id=2>.

дозволить підвищити рівень адекватності заходів національної економічної політики⁵⁹.

Макроекономічні складові фінансової стійкості висхідних країн.

Визначальною характеристикою макроекономічної політики багатьох висхідних країн було **розширення пропозиції грошей**, темпи якої суттєво перевищували темпи зростання реального ВВП та інфляції – навіть у кризові та посткризові періоди (Діаграма 2.1. «Темпи росту ВВП і М2 та рівні монетизації ВВП в окремих висхідних країнах»⁶⁰).

Діаграма 2.1. Темпи росту ВВП і М2 та рівні монетизації ВВП в окремих висхідних країнах



⁵⁹ Для порівняльного аналізу використані макроекономічні показники окремих висхідних країн, зв'язки з якими мають істотне значення для України – Польщі, Угорщини – територіально близьких центрально-європейських країн, Туреччини – одного з головних торговельних партнерів, Ізраїлю – з досвідом виживання в умовах постійних ризиків зовнішньої агресії, Китаю та Бразилії – двох висхідних гігантів.

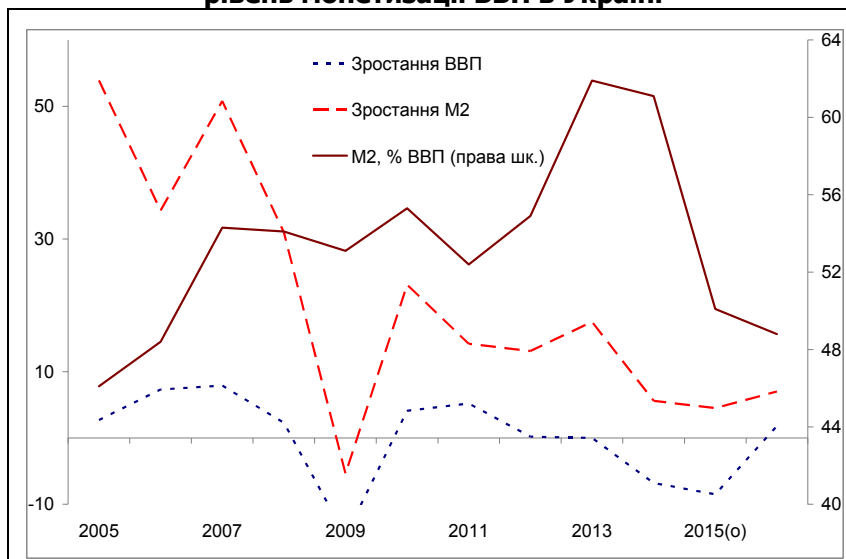
⁶⁰ У цьому розділі, якщо не вказано інше, для порівняльного аналізу висхідних країн використовуються статистичні дані, наведені у WEO та CS – випусках різних років.

Результатом стало підвищення рівня монетизації економіки і **розширення доступу** економічних агентів до ресурсів, необхідних для підтримки позитивної економічної динаміки.

Слід звернути увагу на те, що стійке розширення пропозиції грошей задавало відносно вищі темпи економічного відновлення (зростання реального ВВП) у посткризовий період. Так, у Польщі, Туреччині, Китаї упродовж десятиліття завдяки прискореній динаміці пропозиції грошей рівень монетизації економіки суттєво зріс. Навпаки, **стримуюча монетарна політика**, яка проявлялась у слабкому нарощуванні грошової маси, **супроводжувалась і низькими темпами зростання** або навіть падінням реального сектору в Угорщині та Бразилії⁶¹. Загалом, країни із активною **стимулюючою монетарною політикою мали вищі темпи економічного зростання** порівняно з країнами, які запроваджували обмежену монетарну політику.

У той час, як успішні висхідні країни застосовували монетарне стимулювання, **Україна** (крім 2013-2014рр.) реалізовувала **суттєву обмежуючу і навіть стримуючу монетарну** політику (Діаграма 2.2. «Темпи росту ВВП і М2 та рівень монетизації ВВП в Україні»⁶²), і це призвело до того, що, зрештою, рівень монетизації економіки у 2015-2016рр. значно скоротився і виявився навіть нижчим, ніж рівень періоду глобальної кризи. Звідси – начебто парадоксальний наслідок: спроби протидії економічним дисбалансам і кризовим явищам із застосуванням монетарних обмежень призвели до протилежного результату – **значного скорочення ВВП**. А отже, **стабілізаційні політичні наміри в Україні мають відверто суперечливі практичні результати**.

Діаграма 2.2. Темпи росту ВВП і М2 та рівень монетизації ВВП в Україні



Важливим є те, що монетарна експансія в успішних країнах не мала помітного впливу на інфляційну динаміку⁶³: Польща, Ізраїль, Китай утримували низькі рівні

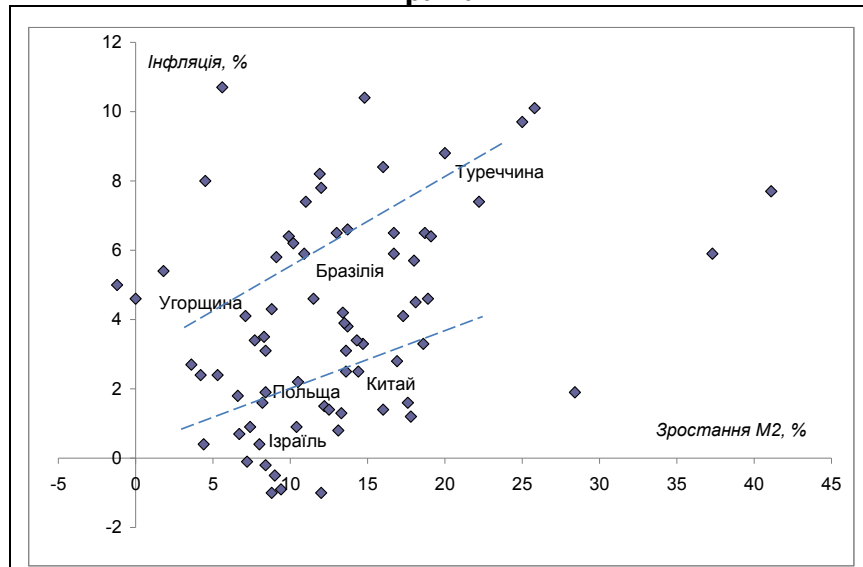
⁶¹ Назва країни Південної Америки **Brazil** (офіційна назва *the Federative Republic of Brazil*) в українській літературі (виданнях) вживається у таких варіантах – Бразилія, Бразілія. У цій доповіді перевага надається другому варіанту, відповідно до: Довідковий атлас світу / Молочко В. та ін. – К.: ДНВП «Картографія, 2010. – 328с.

⁶² В цьому розділі для України використані офіційні дані, наведені у: Статистика НБУ. – <http://www.bank.gov.ua/control/uk/index>.

⁶³ Див. також статтю В.Шапрана, Н.Шапран. «Монетарна політика на ринках, що розвиваються: чи можливий вибір між стимулами зростання і ризиками?», розміщену в цьому виданні.

інфляції (Діаграма 2.3. «*Темпи росту M2 та рівні інфляції...*»), і лише у Туреччині інфляція перевищувала рекомендовані «норми», наближаючись до 10%.

Діаграма 2.3. Темпи росту M2 та рівні інфляції в окремих висхідних країнах



Загалом є підстави стверджувати, що **успішним висхідним країнам** навіть в рамках монетарної експансії вдалося **вийти на стійкий «безпечний» рівень інфляції**, знизити фінансові ризики, а з ними і процентні ставки⁶⁴.

Макроекономічні баланси і баланси центральних банків. Для подальшого уточнення впливів монетарних складових на макроекономічні параметри коротко звернемося до складових формування і структури балансів центральних банків.

Насамперед, нагадаємо, що, оскільки національні заощадження (S) є різницею між наявним доходом і внутрішнім споживанням, то рахунок поточних операцій платіжного балансу (що відбиває рух товарів, послуг, трансфертів, доходів, які перетинають кордон країни) (CAB) формує баланс заощаджень-інвестицій (I):

$$(S - I) = CAB.$$

Іншими словами: ресурси, які не використовуються в економіці (або яких не вистачає в економіці із джерел внутрішніх заощаджень) можуть бути використані за кордоном (або ж, відповідно, отримані з-за кордону), що відбивається у сальдо рахунку поточних операцій країни.

Загальновідомо, що зовнішній економічний обіг країни пов'язаний не лише з торгівлею товарами та послугами, трансфертами і поточними доходами, але й потоками капіталів, а тому всі потоки можна замкнути в єдиному рахунку. Якщо не враховувати статистичні похибки та неточності⁶⁵, сальдо рахунку капіталів (або приплив/відплив капіталів у країну) (KA) співвідноситься із сальдо рахунку поточних операцій, а також зміною у валютних резервах країни (ΔRA) таким

⁶⁴ Слід мати на увазі, що певні побоювання стосовно монетарної експансії у висхідних країнах пов'язані з її інтерпретацією саме як вливанням надлишкової ліквідності. Останнє, на думку критиків, посилює інфляційні та девальваційні ризики, а також провокує посилення відпливу капіталів. — Сапункова Н. Особенности мер нестандартной монетарной политики в экономиках с развивающимися рынками. — <http://cyberleninka.ru/article/>.

⁶⁵ Це, однак, не завжди доцільно робити, зважаючи на те, що саме ця стаття платіжного балансу може приховувати в собі тіньові транскордонні потоки капіталів.

чином, що сума всіх цих транскордонних потоків дорівнює 0:

$$CAB + KA + \Delta RA = 0,$$

причому ситуація $\Delta RA < 0$ визначає накопичення (нарощування) резервів, відповідно $\Delta RA > 0$ – їх втрату (зниження). Тобто країна, яка утримує дефіцит рахунку поточних операцій, повинна фінансувати цей дефіцит або за рахунок припливу (приватного) капіталу або шляхом зменшення (втрати) своїх офіційних резервів.

Таким чином будь-яке використання ресурсів, більших ніж доход країни (що знаходить відображення у дефіциті рахунку поточних операцій), повинно компенсуватись чи за рахунок притоку капіталів (у тому числі прямих іноземних інвестицій або нових запозичень за кордоном), чи за рахунок зниження валютних резервів країни.

Безпосереднім наслідком вищенаведеного балансу є те, що бюджетний дефіцит (перевищення витрат над надходженнями у державному секторі) – вагомий чинник втрати міжнародних резервів країни чи виникнення нових боргів. Своєю чергою, надмірна втрата резервів неминуче призводить до девальваційного тиску на національну грошову одиницю і розбалансування грошово-кредитної сфери.

Звичайно, макроекономічні баланси (як відбиття руху товарів, послуг, капіталів та робочої сили) мають забезпечуватись монетарними ресурсами. Тому у монетарній системі грошові (фінансові) ресурси (згідно з системою подвійного рахівництва) визначаються наявними активами центрального банку країни, і в основній макроекономічній тотожності **зв'язується монетарна (грошова) база (MB) з чистими внутрішніми (NDA) та зовнішніми (NFA) активами центрального банку** країни (які, по суті, є офіційними валютними резервами):

$$NFA + NDA = MB.$$

Іншими словами, активи центрального банку складаються з валютних резервів (активів, номінованих в іноземній валюті; високоліквідних активів, емітованих іноземними фінансовими агентами; а також дорогоцінних металів – насамперед, золота) і внутрішніх активів (боргових зобов'язань публічного та приватного секторів – найчастіше банківських чи інших фінансових інститутів). При цьому, складовою (в багатьох випадках найвагомішою) чистих внутрішніх активів є **чисті вимоги центрального банку країни до центрального уряду**, адже зазвичай центральний банк утримує вагому частку державних облігацій, розміщуваних урядом для фінансування власних дефіцитів (Рисунок 2.1. «Основні складові рахунку центрального банку»).

Рисунок 2.1. Основні складові рахунку центрального банку

Чисті зовнішні активи (NFA)	Грошова база (MB)
Чисті внутрішні активи (NDA)	
Чисті вимоги до уряду	Готівка в обігу
Вимоги до комерційних банків	Депозити (резерви) комерційних банків у центральному банку
Вимоги до інших резидентів	

Саме на рівні наведених балансових рахунків, з одного боку, проявляється безпосередній зв'язок монетарної та фіскальної політики, з іншого – визначається, наскільки монетарне сприяння задоволенню фіскальних потреб призведе до змін у пропозиції грошей (нарощуванні або скороченні грошової бази, а з тим і маси). Зокрема, збільшення портфелю банківської системи (центрального банку чи депозитних банків) за рахунок державних цінних паперів призводить до зростання грошової маси і розширення пропозиції грошей.

Звернемо увагу, що **динаміка чистих внутрішніх активів** відповідає зростанню/скороченню **внутрішнього кредитування**. Ситуацію, коли відбувається нарощування чистих активів **за рахунок збільшення кредитів уряду**, часто називають «друкуванням незабезпечених грошей» і обґрунтовано пов'язують з **провокуванням інфляції**. Тому для стабілізаційних програм, насамперед для висхідних країн, загалом є характерною вимога обмеженого фінансування центральним банком країн фіскальних потреб уряду.

Зрозуміло, якщо потреби уряду у фінансуванні власних дефіцитів є значними (насамперед, внаслідок нарощування видатків), то й фінансування дефіцитів через продаж державних облігацій (часто центральному банку країни, безпосередньо або опосередковано через «зацікавлені» державні чи комерційні банки – що є характерним для інституційно слабких економік) призводить до «надлишкової» пропозиції ресурсів, номінованих у національній валюті, а це виявляє значний інфляційний і девальваційний тиск. У випадку ж припливу зовнішніх ресурсів (капіталів), чисті зовнішні активи можуть підвищитись, а тому (у відсутності стерилізації) девальваційні тенденції можуть трансформуватись у ревальваційні – з втратою цінової конкурентоспроможності національного виробництва.

Якщо мати на увазі, що пропозиція грошей (монетарний агрегат $M2$) зв'язана з монетарною базою (агрегат MB) через грошовий мультиплікатор, то з вищенаведеної тотожності випливають такі наслідки:

- скорочення зовнішніх активів центрального банку (зокрема, проведення валютних інтервенцій на підтримку національної валюти) за інших рівних умов означає і скорочення грошової бази, а з тим – і скорочення пропозиції грошей;
- при скороченні чистих зовнішніх активів і бажанні утримати сталою пропозицію грошей необхідним є нарощування внутрішніх активів (з небезпекою розкручування інфляційної спіралі);
- приплив капіталів у економіку є чинником (безінфляційного – у випадку стерилізації) нарощування пропозиції грошей, з тенденцією до зміцнення національної валюти.

Монетарні складові формування монетарної бази визначають не лише структуру сукупної монетарної пропозиції, але й слугують вагомими чинниками стабільності національної валюти⁶⁶. Водночас, вони відбивають і напрями розширення активів. Так, особливою **розвинутих країнах** із міцними макроекономічними і фінансовими інститутами, стійкою купівельною спроможністю національної грошової одиниці є те, що **розширення пропозиції грошей** відбувається переважно шляхом **нарощування внутрішнього кредитування**. Проте таку модель можуть собі дозволити лише дійсно міцні країни з незаперечним міжнародним статусом і довірою до власної національної валюти.

На відміну від вказаної моделі, для багатьох **висхідних країн розширення внутрішніх складових без належного розширення зовнішніх привносить високі девальваційні та інфляційні ризики**, а тому й залишаються значні вимоги до рівня міжнародних резервів висхідних країн, які б дозволяли країнам підтримувати зовнішньоторговельні операції, гарантувати зовнішньоборгові зобов'язання, забезпечувати інтервенційні операції для підтримання стабільності національної грошової одиниці.

Звичайно, макроекономічні зміни, зокрема потреби запровадження антикризових заходів, відбиваються і у структурі формування грошової бази центральними банками. І у переважній більшості таких банків у період з 2006р. (ще повною мірою докризовий рік) до 2015р. (коли відбулося значне зниження рівня залишкових наслідків глобальної кризи) мали місце суттєві зміни у структурі

⁶⁶ What financial resources do central bank shave?– <http://www.bis.org/publ/>.

активів⁶⁷, у т.ч. пов'язані із запровадженням політики «нульової процентної ставки» та «кількісного пом'якшення». Звернемо увагу на окремі особливості монетарної експансії у провідних економіках, які, водночас, вказують на напрями антикризових та стабілізаційних заходів.

Так, у ФРС США останнім десятиріччям тричі відбувалася зміна структури активів (внаслідок реалізації різних варіантів політики кількісного пом'якшення):

- упродовж першої хвилі монетарного стимулювання (починаючи з другої половини 2008р.), шляхом викупу іпотечних цінних паперів,
- другої хвилі (упродовж 2011р.) через викуп державних цінних паперів,
- третьої хвилі (з вересня 2012р.) – масштабного викупу державних облігацій та цінних паперів приватного сектору.

В результаті, частка внутрішніх активів порівняно із зовнішніми активами помітно зросла, а частка приватних внутрішніх активів практично досягла рівня частки облігацій казначейства США. Тобто визначальною політикою ФРС є те, що центральний банк дедалі більшу активність спрямовував і спрямовує на **підтримку приватного** банківського сектору, **обмежуючи «апетити» фіскальних органів**, що, до речі, цілком **співвідноситься** із зниженням бюджетних витрат, як наведено вище на діаграмі 1.7. «Витрати на споживання та інвестиції публічного сектору...»).

Суттєві зміни відбулися у структурі активів Банку Англії. Якщо у докризовий період Банк Англії утримував значні обсяги приватних боргових зобов'язань, у т.ч. банківських, то в результаті кількісного послаблення, а також змін вимог до банківської системи (в частині структури активів та пасивів, співвідношення власного капіталу та залученого тощо) частка активів приватного сектору суттєво скоротилась, і внутрішні активи центрального банку практично повністю складаються з державних довгострокових облігацій. Тобто пріоритетним у політиці Банку Англії стало зміцнення саме системи державних фінансів, що сформувало і базис економічної стійкості загалом⁶⁸.

Поряд з цим, злід зазначити, що структура активів ЄЦБ змінилась значно менше (хоча частка державних зобов'язань у внутрішніх активах зросла помітно), що зумовлено необхідністю країн ЄС вирішувати як суперечливі питання підтримки банківських систем окремих країн ЄС, так і складні завдання зменшення рівня боргів, а також забезпечення виконання окремими країнами зовнішніх зобов'язань (для запобігання дефолту, зокрема у Греції).

Ситуація зі структурою **активів висхідних країн**, як вказувалось, є суттєво іншою. Звернемо увагу, що для більшості таких країн **рівень внутрішніх активів** центрального банку зазвичай **поступається рівню зовнішніх активів**. Взагалі значні резерви є характерними для країн, які реалізують власну монетарну і валютну політику – навіть країни ЄС, які зберегли власну валюту (Польща, Чехія, а також Швеція) – утримують значні обсяги резервів чи навіть їх збільшують для запобігання кризових процесів (див. також діаграму 2.7 нижче).

Оскільки рівень процентних ставок у висхідних країнах – внаслідок більшого дефіциту пропозиції капіталу та вищого рівня ринкових ризиків – є, як правило, помітно вищим, ніж у провідних розвинутих країнах, то це виступало стимулом для припливу портфельних інвестицій в успішні висхідні країни упродовж останніх років. Причому такий приплив спостерігався навіть на ринках державних облігацій, номінованих у національних валютах (з відносно

⁶⁷ Докладніше див.: Pattipeilohy C. A comparative analysis of developments in central bank balance sheet composition. – <http://www.bis.org/publ/work559.pdf>.

⁶⁸ Подібні зміни також відбувалися з балансом центрального банку Швеції.

невисокими валютними ризиками)⁶⁹. Як наслідок, резерви таких країн мали загальну тенденцію до зміцнення (зростання зовнішніх активів), що, своєю чергою, могло сприяти розширенню кредитування державного і корпоративного сектору (нарошуючи тим самим і величину внутрішніх активів).

Таким чином, **зміни у структурі** активів центральних банків країн (зорієнтованість на підтримку тих чи інших секторів – приватного чи державного, пріоритеті у нарощуванні внутрішніх чи зовнішніх активів, використанні інструментів валютної політики тощо) відбивають **напрями політики протидії кризовим загостренням та обмеження ризиків** як у фінансовому, так і реальному секторах економіки.

Національні заощадження та формування пропозиції грошей. З основ макроекономіки відомо, що **пропозиція грошей** в будь-якій країні базується на депозитній системі та на системі **національних заощаджень**. Втім, на практиці останніх років зміни у структурі заощаджень (населення і приватного сектору) висхідних країн не мали однозначного впливу на формування пропозиції грошей у розглядуваних висхідних країнах (Діаграма 2.4. «*Заощадження і пропозиція грошей ...*»).

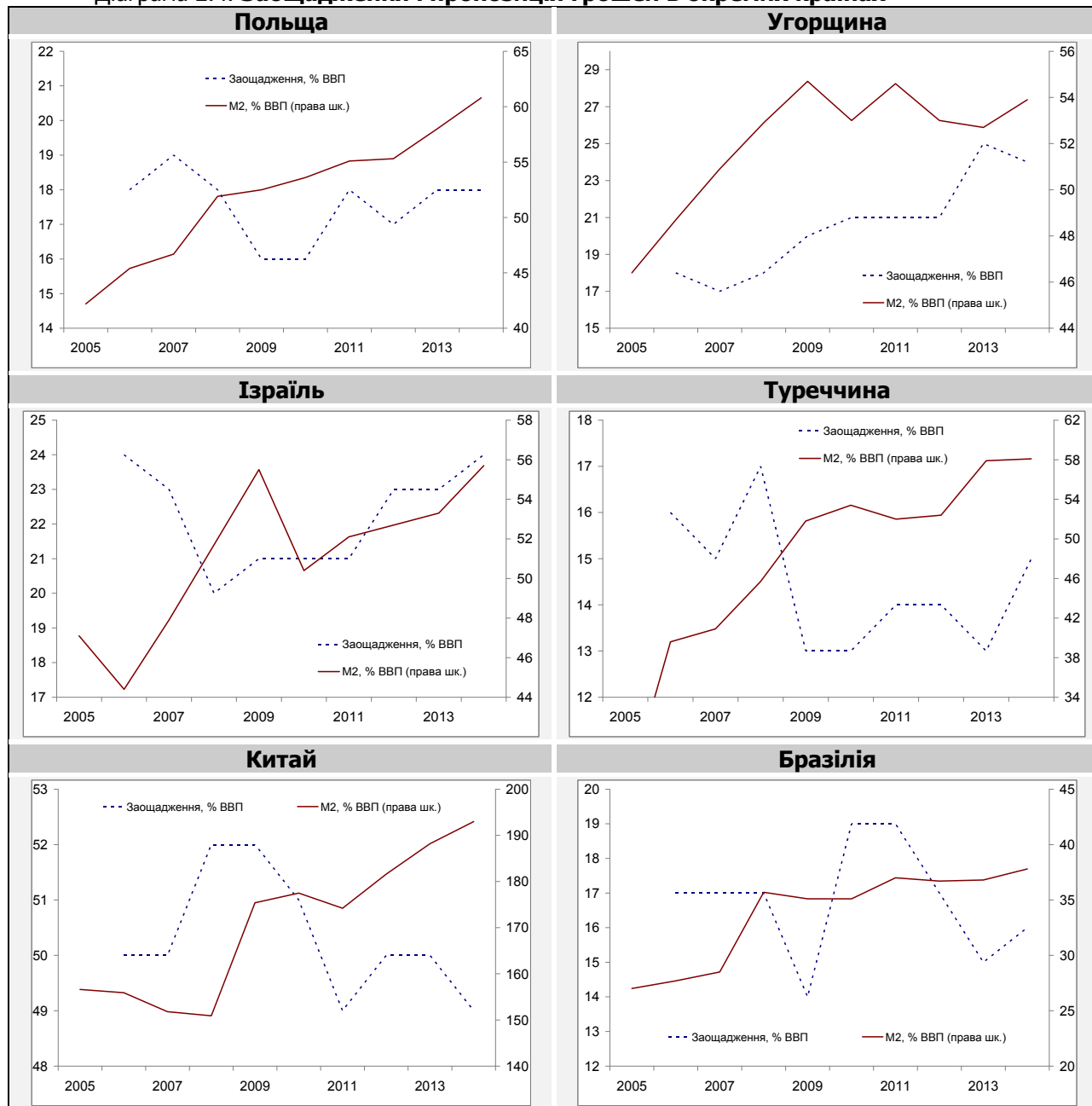
Так, зокрема, у Китаї, де рівень заощаджень є надмірно високим, розширення пропозиції грошей продовжувалось при зниженні частки заощаджень у структурі ВВП. В Угорщині та Ізраїлі монетарне розширення відбувалось «паралельно» із зростанням заощаджень, а в Бразилії стримуюча монетарна політика супроводжувалась значними коливаннями у рівні заощаджень. Тобто у цій сфері неможливо ідентифікувати якість однорідні тенденції: все залежить від загального макроекономічного та макроструктурного контексту тієї чи іншої країни, особливостей її політики в минулому та специфіки цілей розвитку, поставлених на майбутнє.

В Україні в умовах макроекономічної нестійкості, високих інфляційних тисків, великих «негараздах» у функціонуванні банківської системи економічні агенти дедалі більше віддають перевагу ліквідним засобам, у т.ч. готівці. Упродовж періоду відносної «стабільності» (2012-2013рр.) частка готівки у структурі монетарної бази в Україні коливалась на рівні 80%. Однак, за посилення кризових процесів (з початку 2014р.) вказана частка зросла і упродовж 2015р. знаходилась на рівні 85-86%. (Діаграми 2.5. «*Заощадження і пропозиція грошей в Україні*» і 2.6. «*Частка готівки у монетарній базі в Україні*»). Відповідно, відбувається перетікання ресурсів до позабанківських засобів (у т.ч. національної та іноземної готівкової валюти), що безпосередньо призводить до зниження рівня схильності економічних агентів до заощаджень, а з тим – і погіршення умов інвестування в реальний сектор економіки і кредитування його операцій.

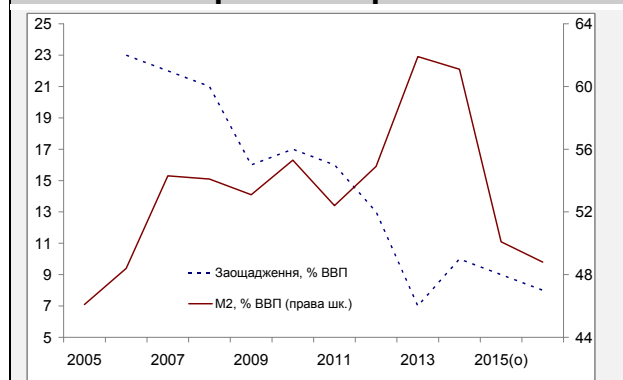
Але не зважаючи на особливості динаміки рівнів заощаджень в окремих країнах, загалом не підлягає сумніву, що налагоджена система національних заощаджень слугує зміцненню національної банківської системи, а тому підтримка таких заощаджень на належному рівні дозволяє не лише створювати необхідні для країни ресурси зростання економіки, але й зберігати її валютні резерви. Таке збереження є надзвичайно важливим для протистояння істотним макроекономічним ризикам в сучасній глобальній економіці, де нерегульовані потоки капіталів можуть, за певних обставин, загрожувати крахом фінансової системи країни (навіть в умовах в цілому високих темпів зростання та економічного розвитку – як це сталося, наприклад, під час відомої азійської кризи 1997–1998рр.).

⁶⁹ Pattipeilohy C. A comparative analysis of developments in central bank balance sheet composition. – <http://www.bis.org/publ/work559.pdf>.

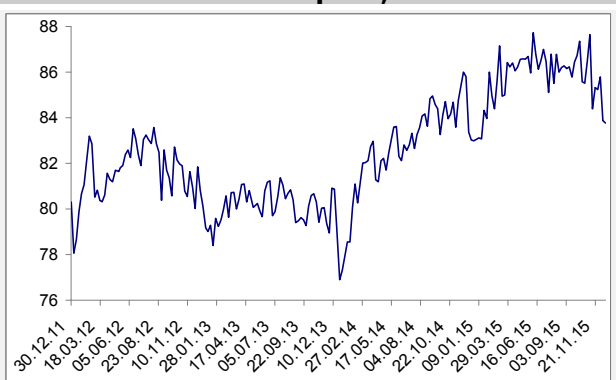
Діаграма 2.4. Заощадження і пропозиція грошей в окремих країнах



Діаграма 2.5. Заощадження і пропозиція грошей в Україні



Діаграма 2.6. Частка готівки у монетарній базі в Україні, %

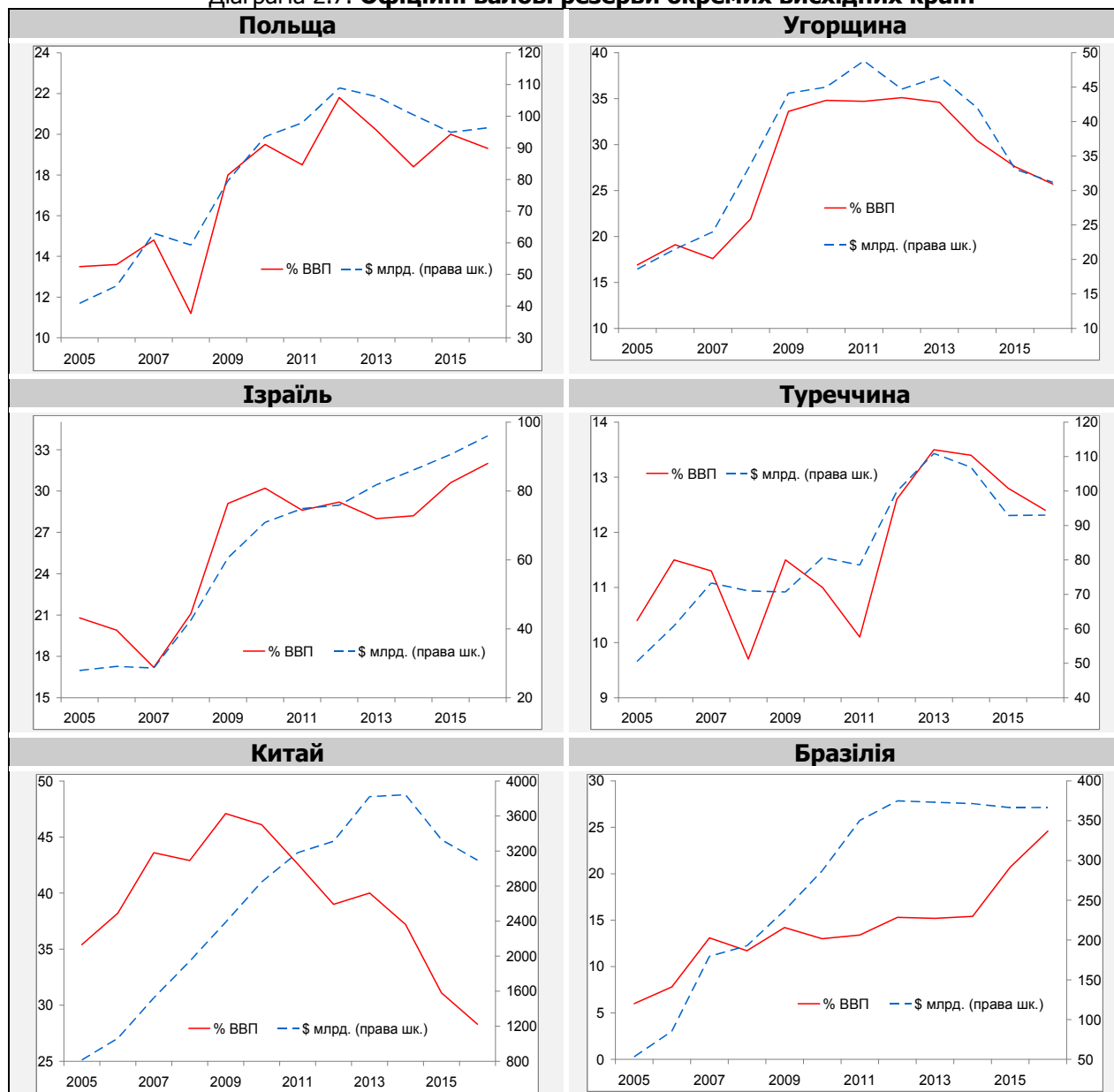


Тому не випадково висхідні країни, які розраховують на забезпечення довгострокової макроекономічної стабільності при збереженні належних темпів

економічного зростання у період після глобальної кризи 2008–2009рр. загалом проводять політику нарощування своїх валютних резервів (Діаграма 2.7. «Офіційні валові резерви окремих висхідних країн»).

При цьому, **динаміка заощаджень** позитивно **співвідноситься із динамікою резервів** у структурі ВВП (порівняння Діаграм 2.4. і 2.7). Навіть значні валютні інтервенції в Китаї на підтримку фінансових ринків не похитнули позицій цієї країни в якості світового лідера за обсягом валютних резервів.

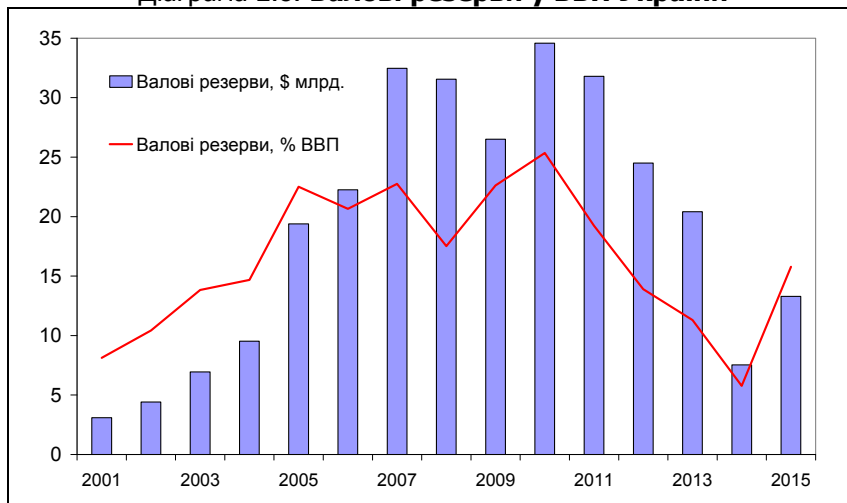
Діаграма 2.7. Офіційні валові резерви окремих висхідних країн



В Україні упродовж 2005-2012рр. (за винятком 2008р., коли відбувся обвал гривні, що суттєво знизило доларовий еквівалент номінального ВВП) рівень валових резервів у ВВП утримувався в діапазоні 18-25%, що загалом є цілком прийнятним рівнем (Діаграма 2.8. «Валові резерви у ВВП України»)⁷⁰.

⁷⁰ Обсяг резервів, який складає 20-25% ВВП країни, загалом може вважатися прийнятним з позиції забезпечення макроекономічної стабільності. Так, навіть у Росії, ВВП якої у 2011р. склав приблизно \$1850 млрд. і яка мала сприятливу зовнішньоекономічну кон'юнктуру, резерви становили 25% ВВП.

Діаграма 2.8. Валові резерви у ВВП України



В Україні останніми роками, внаслідок значних економічних втрат у 2014-2015рр., як обсяг резервів, так і їх відношення до ВВП країни суттєво погіршились, і на сьогодні інститути державного регулювання мають **вкрай обмежені можливості застосування резервів для макроекономічної стабілізації загалом і для протидії зовнішнім шокам зокрема.**

Зв'язок заходів монетарної політики з напрямками фіскальної політики.

Період після глобальної фінансово-економічної кризи в багатьох висхідних країнах характеризувався **певним обмеженням і навіть зниженням величини державних видатків відносно рівня ВВП.** Хоча ця тенденція не мала чіткого вияву, на відміну від проявів реалізації такої політики в США (див. діаграму 1.7. «Витрати на споживання та інвестиції публічного сектору...»).

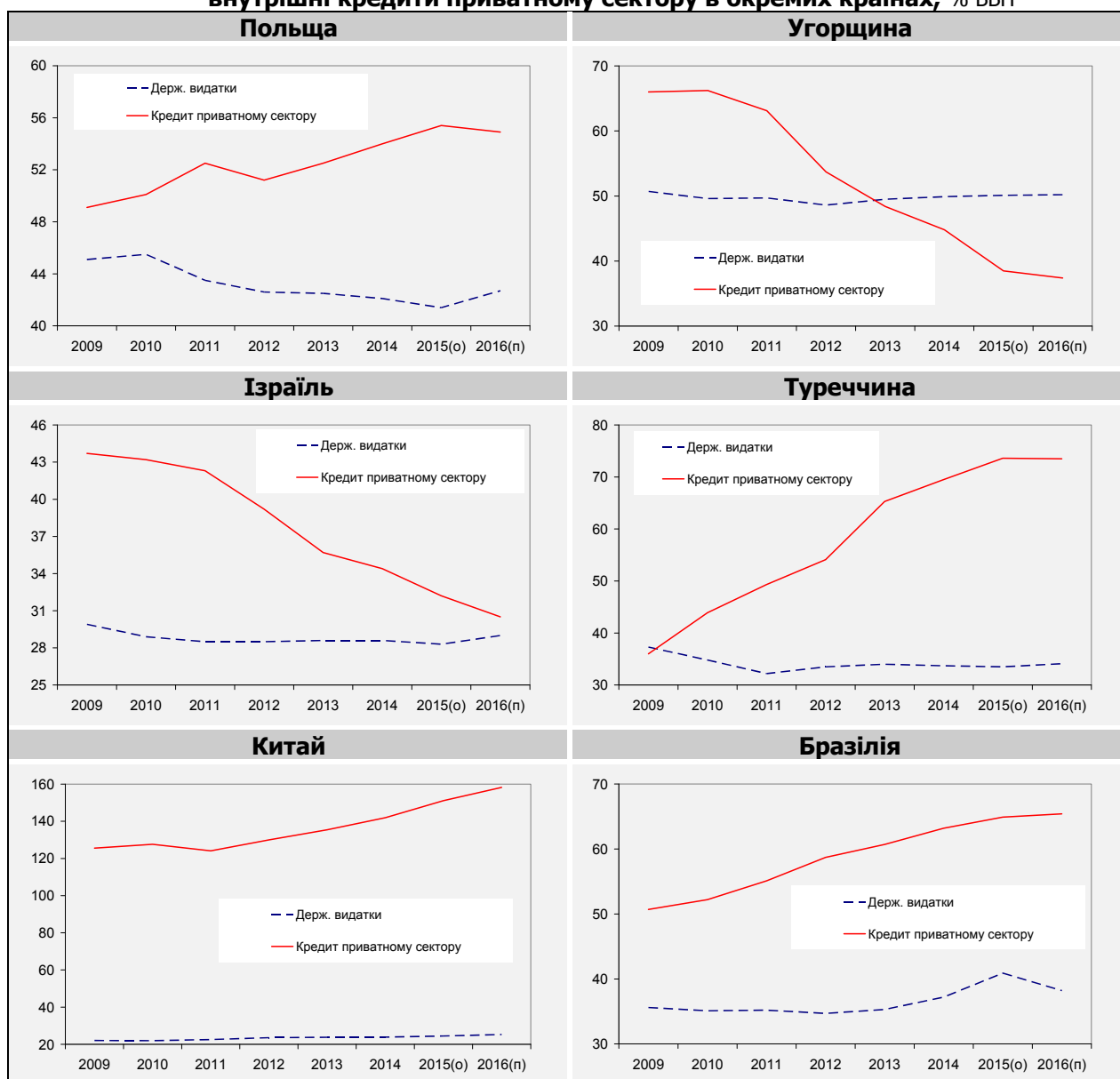
Політика т.зв. бюджетної консолідації, започаткована з метою запобігання ризикам дестабілізації державних фінансів, які зазнали істотного навантаження у контексті заходів боротьби з наслідками глобальної кризи, в успішних висхідних країнах загалом відзначалася своєю поміркованістю і дозволяла впорядковувати державні фінанси без суттєвого негативного впливу на економічну динаміку. Значною мірою це було зумовлено тим, що, обмежуючи державні фінанси, країни розширювали обсяги кредитування приватного сектору (Діаграма 2.9. «Видатки консолідованого бюджету і внутрішні кредити приватному сектору...»), у т.ч. за рахунок збереження і навіть збільшення зовнішніх активів у структурі балансів центральних банків, на що вказувалось вище. Це, з одного боку, слугувало стабілізаційними заходами (внаслідок нейтралізації інфляційного джерела надмірних фіскальних дефіцитів), з іншого – надавало приватному сектору прийнятний рівень доступу до ресурсів для фінансування проектів розвитку на ринкових конкурентних засадах.

Тобто представлені успішні висхідні країни намагалися утримати видатки державного сектору від зростання і навіть знизити їх (у структурі ВВП). Поряд з цим, далеко не всі країни вдавалися до **розширення кредитування приватного сектору економіки**, зважаючи на зовнішні загрози (Ізраїль) чи інфляційні ризики (Угорщина).

Дещо іншою виявилася ситуація в Україні: замість бюджетної консолідації, насамперед, в частині обмеження бюджетних витрат і зменшення дефіциту консолідованого бюджету, країна практикувала розширення інших видатків державних фінансів – для Пенсійного фонду, *Нафтогазу*, рефінансування державних банків. Причому це відбувалося на тлі високих інфляційних та

девальваційних шоків, що погіршувало як спроможність, так і готовність банківського сектору до фінансування реального сектору⁷¹.

Діаграма 2.9. Видатки консолідованого бюджету і внутрішні кредити приватному сектору в окремих країнах, % ВВП



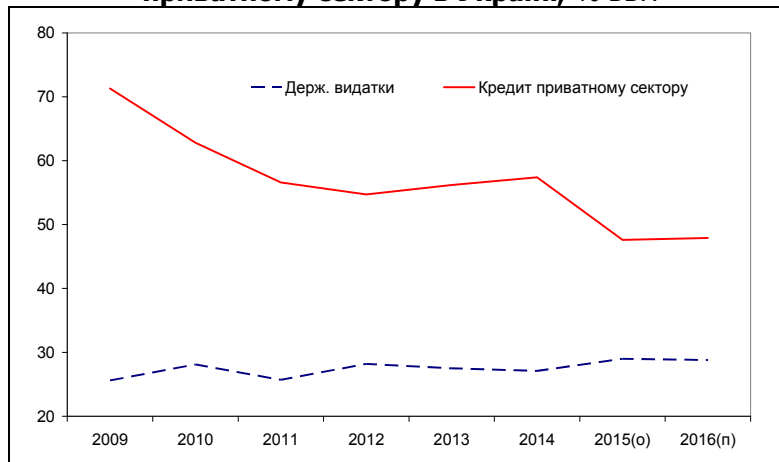
Як наслідок, хоча рівень бюджетних видатків практично не зазнав змін, однак обсяги кредитування приватного сектору катастрофічно впали (Діаграма 2.10. «Видатки консолідованого бюджету і внутрішні кредити приватному сектору в Україні»).

Водночас, слід врахувати ще одну специфіку фіскального сектору України. Так, в Україні є й залишатимуться високими ризики зростання бюджетних витрат, пов'язаних із значним дефіцитом Пенсійного фонду, капіталізацією державних банків, розширенням обсягів субсидій населенню за помітного підвищення житлово-комунальних тарифів, а також державними вкладеннями в оновлення

⁷¹ Докладніше про окремі історичні особливості реалізації монетарної політики та її взаємозв'язку з фіскальною див. статтю Р.Шпека, О.Блінова «Фіскальне домінування у монетарній політиці України», розміщену в цьому виданні.

базової інфраструктури⁷² (докладніше див. Розділ 3). Тому, хоча видатки консолідованого бюджету упродовж останніх років утримуються на рівні 30% ВВП, проте фактичні (за деякими оцінками) сягають 45-50%⁷³.

Діаграма 2.10. **Видатки консолідованого бюджету і внутрішні кредити приватному сектору в Україні, % ВВП**



Тобто, в Україні видима «стабільність» фінансування в рамках державного бюджету супроводжується реальним зниженням кредитування приватного сектору. В таких умовах процентні ставки не матимуть тенденцій до зниження – з *одного боку*, внаслідок посилення ризиків фінансових і банківських дисбалансів, з *іншого* – необхідності банківської системи (при зменшенні добросовісних клієнтів) підтримувати власні доходи за рахунок платоспроможних позичальників. Що підтверджує визнану закономірність: у макроекономічно нестабільних середовищах, до яких належить і українське, **процентні ставки вкрай незначним чином залежать** як від динаміки реального ВВП, так і рівня інфляції⁷⁴.

Таким чином, в успішних висхідних країнах після первісної значної активізації фіскальних антикризових інструментів надалі застосовувалась відносно **«нейтральна» фіскальна політика, яку супроводжувала стимулююча монетарна політика**. Макроекономічні моделі (навіть «найпростіша» *IS-LM*) засвідчують, що **така комбінація дійсно може бути ефективною для підтримки економічного зростання**, і при цьому процентна ставка матиме тенденцію до зниження, що, своєю чергою, сприятиме доступу суб'єктів ринку до фінансових ресурсів.

Україна практикувала значно обмежуючу монетарну політику разом із слабкою фіскальною стимулюючою. Згідно з вказаними класичними макроекономічними моделями, наслідком такої взаємодії стає **зростання процентних ставок і посилення негативних макроекономічних тенденцій** (зростання дефіцитів і боргів, прояв «ефекту витіснення» тощо), у т.ч. внаслідок погіршення умов доступу економічних агентів в реальному секторі економіки до фінансових ресурсів.

⁷² У кошторисі певні з них можуть класифікуватись не як «видатки бюджету», а «фінансування дефіциту».

⁷³ Докладніше див. статтю В.Зимовця, Н.Шелудько «Монетарне стимулювання економічного відновлення України: потенційні можливості та реальні обмеження», розміщену в цьому виданні.

⁷⁴ Окрім цього, слід мати на увазі, що незалежно від стану макроекономіки, є ще й фактор інституційної якості бізнес-середовища, де відсутність належних гарантій створює високий рівень ринкового ризику, який прямо відображається на рівні відсотків (премія за ризик).

І дійсно, останніми роками динаміка процентних ставок в різних висхідних країнах підтверджує вказану залежність (Таблиця 2.2. «Базові процентні ставки в окремих висхідних країнах»). При цьому, звичайно, слід пам'ятати, що процентна ставка у більшості висхідних країн, як вказувалось, залишалась помітно вищою порівняно із ставками розвинутих країн. Більше того, попри те, що динаміка ставок висхідних країн загалом слідувала за динамікою ставок на розвинутих ринках, все ж реальна процентна ставка на висхідних ринках, як правило, залишалась позитивною: за деякими оцінками, у великій групі цих країн ключова процентна ставка складала близько 6%⁷⁵.

Таблиця 2.2. **Базові процентні ставки в окремих висхідних країнах,**
% річних (на кінець року)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Польща	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50
Угорщина	5,75	7,00	5,75	3,00	2,10	1,35
Ізраїль	2,00	2,75	1,75	1,00	0,25	0,10
Туреччина	6,50	5,75	5,50	4,50	8,25	7,50
Китай	4,62	5,47	5,22	5,56	4,66	3,31
Бразилія	10,75	11,00	7,25	10,00	11,75	14,25
Україна	7,75	7,75	7,50	6,50	14,00	22,00

При цьому, можливості для зниження процентних ставок були обмежені антиінфляційними потребами, а також потенційно високими ризиками впливу капіталів (у випадку, якщо премія за ризик для висхідних країн знизиться порівняно з розвинутими). І сьогодні неможливо передбачити те, яким чином змінюватиметься макроекономічне і фінансове середовище у висхідних країнах, якщо їх реальна ставка наблизиться до нульової позначки чи навіть негативного значення і протримається на такому рівні відносно довгий проміжок часу.

Отже, підсумовуючи, можна вказати на те, що практика розвитку висхідних країн підтверджує деякі висновки «класичної» макроекономіки:

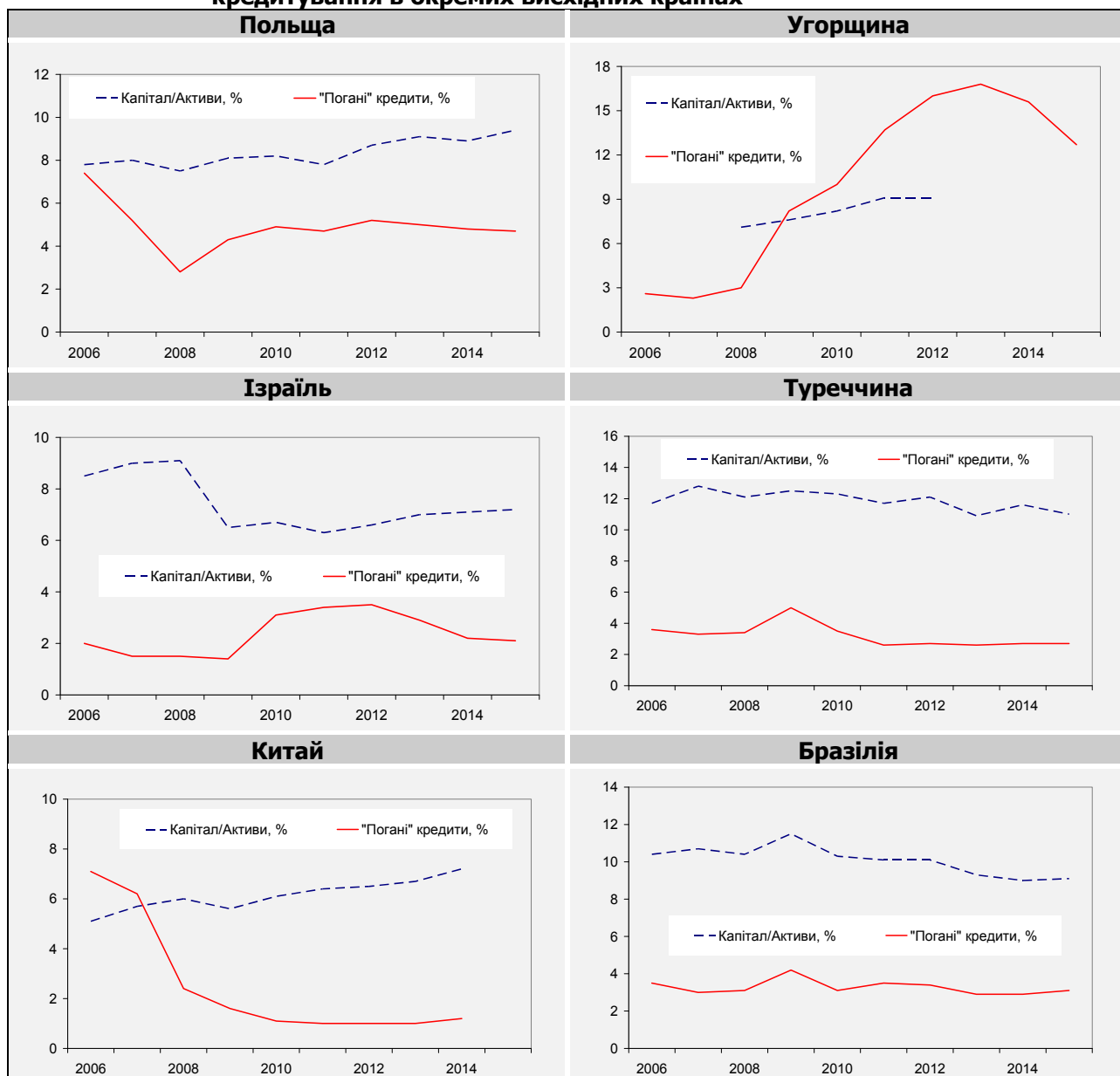
- монетарна експансія стає вагомим чинником зниження процентних ставок, а отже й стимулювання економічного зростання (прикладі Польщі, Угорщини, Ізраїлю);
- монетарне обмеження спричиняє підвищення процентних ставок, що надалі справляє негативний вплив на економічну динаміку, у т.ч. внаслідок дії «ефекту витіснення» (Бразилія, Україна);
- за високого рівня невизначеності і непослідовності економічної політики навіть стрімке підвищення процентних ставок не стабілізуватиме внутрішню фінансову систему, адже не стримуватиме втечу капіталів за кордон і втрату валютних резервів країни (Україна).

Звичайно, не лише макроекономічні складові мають вирішальний вплив на економічну динаміку. Фінансова стабільність в країні, а також можливості розширення пропозиції грошей (нарощування грошової маси) з метою фінансування розвитку та економічного зростання безпосередньо пов'язані з **якістю структури банківської системи** країни. Звернемо увагу, що представлені висхідні країни мають досить близькі характеристики певних базових показників банківської системи, зокрема в частині якості їх структури та кредитної діяльності (Діаграма 2.11. «Рівень банківських капіталів та якість банківського кредитування в окремих висхідних країнах»⁷⁶).

⁷⁵ Ващелюк Н., Трунин П. Анализ влияния нестандартных мер монетарной политики на основные макроэкономические показатели. – <http://w82.ranepa.ru/rnp/ppaper/mak14.pdf>.

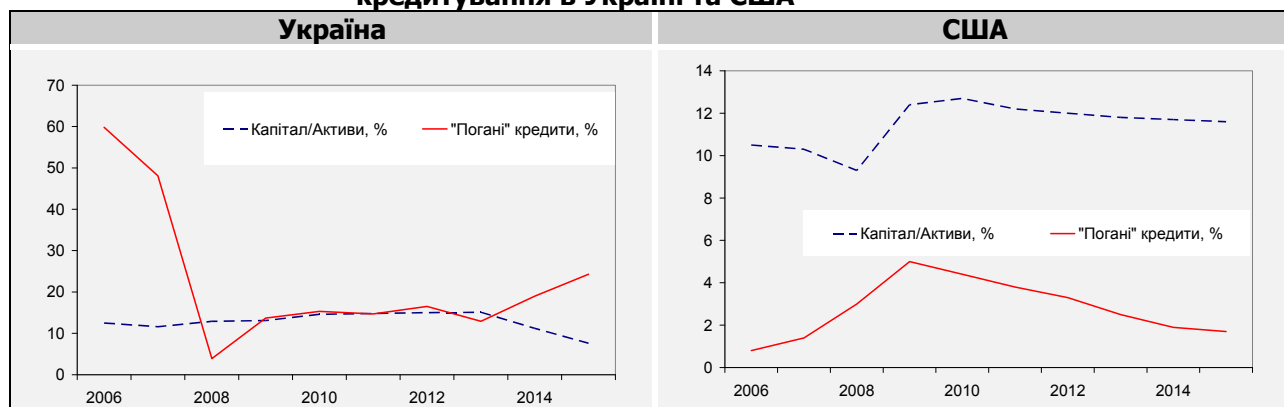
⁷⁶ World Bank Indicators. – <http://data.worldbank.org/indicator/>.

Діаграма 2.11. Рівень банківських капіталів та якість банківського кредитування в окремих висхідних країнах*



* Рівень банківських капіталів – це відношення капіталу до активів банківської системи, а якість банківського кредитування визначається часткою «поганих» кредитів у загальних обсягах банківських кредитів.

Діаграма 2.12. Рівень банківських капіталів та якість банківського кредитування в Україні та США



Специфічною і в цьому контексті є ситуація в Україні. Якщо показник рівня банківських капіталів в активах в Україні є досить високим – перевищує показники розглянутих успішних висхідних країн і знаходиться на рівні відповідного показника США (що могло б засвідчувати високий рівень надійності банківської системи), то за показником якості кредитування (частки «поганих кредитів») Україна значно поступається успішним країнам (Діаграма 2.12. «*Рівень банківських капіталів та якість банківського кредитування в Україні та США*»). Це свідчить про наявність **істотних проблем структурного характеру** у фінансовій системі України, без подолання яких неможливо забезпечити стійке фінансування і стабільний економічний розвиток⁷⁷.

Деякі висновки з досвіду успішних висхідних країн. З розглянутого вище досвіду групи висхідних економік можна зробити низку висновків, стосовно ефективності монетарної політики висхідних країн. Насамперед, слід зазначити, що найвагомішою складовою такої політики стало монетарне розширення або стимулююча монетарна політика (див. діаграму 2.1.), яку висхідні країни активно впроваджували услід за найбільшими розвинутими економіками – США, Японією, ЄС тощо. Причому за значного рівня монетарного розширення інфляція у цих економіках утримувалась на низькому рівні (діаграма 2.3.).

Важливою складовою загальної фінансової стійкості вказаних країн виступало нарощування валютних резервів, насамперед у тих європейських країнах, які не запровадили євро, а зберегли власну грошову одиницю (діаграма 2.7.). Наявність власної грошової одиниці дозволила країнам у якості стабілізаційних заходів застосовувати елементи валютної політики, зокрема контрольоване зниження курсу національної валюти для відновлення зовнішньої рівноваги.

Однак, далеко не завжди такі заходи мали позитивні результати. Зокрема, у 2014-2015рр. обвал нафтових цін посилив девальваційні ризики у багатьох висхідних країнах-експортерах, що призвело до помітного погіршення їх економічної динаміки та навіть обвального знецінення національних валют. І такі країни замість вигод від помірної девальвації, яка здатна посилити цінові конкурентні переваги на ринку, отримали додаткові неконтрольовані ризики, у т.ч. пов'язані з втечею капіталів, курсові ризики для позичальників коштів в іноземних валютах, істотне падіння рівня нормативів стабільності для банківської системи, обвальне скорочення платоспроможного попиту на багатьох товарних ринках із значною часткою критичного імпорту, суттєве зростання рівня інфляційного тиску внаслідок зростання вартості критичного імпорту тощо.

Пріоритетами політики висхідних країн стали **обмеження державних видатків та недопущення скорочення кредитування приватного сектору** (діаграми 2.9., 2.11.), а також **підтримка балансів банківської системи**, насамперед, центрального банку країни. У більшості випадків основою монетарної експансії виступали валютні резерви (чисті зовнішні активи). Водночас, для підтримки балансів органи грошово-кредитного регулювання вдавались до заходів, які часто не вітаються міжнародними фінансовими інститутами, – посилення контролю за потоками капіталів, використання резервів для масованих інтервенцій на підтримку національної валюти, стрімке підняття процентної ставки тощо. Зазначимо, у висхідних країнах **не набула широкого застосування політика «кількісного пом'якшення»**, пов'язана з викупом активів. Вагомим чинником такої «відмови» було те, що в умовах, коли у висхідних країнах рівень довіри населення до владних інститутів далеко не завжди є високим, масований викуп державних (і корпоративних) цінних паперів центральним банком розцінювався б як «незабезпечена емісія» і провокував би негативні інфляційні очікування.

⁷⁷ Докладніше див. статті В.Зимовця, Н.Шелудько «Монетарне стимулювання економічного відновлення України: потенційні можливості та реальні обмеження» і В.Прохоренка «Шляхи відновлення банківського кредитування в Україні», розміщені в цьому виданні.

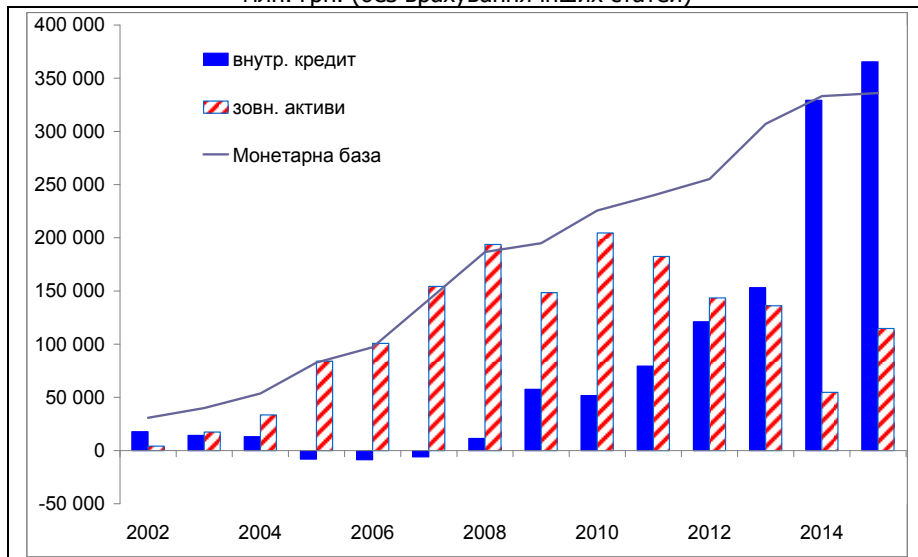
3. Втрати і суперечності монетарної політики в Україні

Як відзначалося у попередніх двох розділах, центральні банки країн разом з урядами несуть ключову відповідальність за стабілізацію макроекономічного середовища і реалізацію політики зростання і розвитку. На жаль, слід констатувати, що у Національному банку України не були сформовані інститути (правила функціонування і контролю), які б реалізовували функцію стратегічного управління банківською системою та системою грошового обігу і які були б здатні ефективно сприяти вирішенню завдань довгострокового розвитку української економіки та забезпечення її міжнародної конкурентоспроможності.

Фактично, упродовж останніх двох років центральний банк країни (НБУ) істотно деградував при виконанні навіть поточних функцій забезпечення елементарної макроекономічної збалансованості, виявивши нездатність забезпечити хоч якусь стабільність купівельної спроможності національної грошової одиниці, підтримати належний рівень споживання та заощаджень. Саме через це довіра до нього та його керівництва істотно погіршилася і навесні 2016р. сягнула катастрофічно низьких рівнів⁷⁸. Це – хоча й суб'єктивна, проте незаперечна оцінка населенням країни серйозних упущень та помилок НБУ у впровадженні курсу реформ і реалізації монетарної та валютної політики країни. Тому у цьому розділі головна увага концентрується на макроекономічних складових формування попиту/пропозиції грошей в українській економіці.

Структура активів центрального банку та її макроекономічні впливи. У докризовий період (до 2008р.) **формування монетарної бази України** відбувалося головним чином за рахунок **нарощування чистих зовнішніх активів**, а фінансування центральним банком державних витрат, здійснюваних урядом, носило доволі обмежений характер⁷⁹, а то й взагалі було відсутнє (Діаграма 3.1. «*Формування монетарної бази в Україні*»⁸⁰).

Діаграма 3.1. **Формування монетарної бази в Україні**
млн. грн. (без врахування інших статей)



⁷⁸ Відповідно до останнього соціологічного опитування Центру Разумкова (травень 2016р.) стосовно довіри населення до владних інститутів, понад 80% населення України тією чи іншою мірою не довіряють (зовсім не довіряють – 51,6%, скоріше не довіряють – 28,5%) центральному банку України.

⁷⁹ Докладніше див. статтю Р.Шпека, О.Блінова «Фіскальне домінування у монетарній політиці України», розміщену в цьому виданні.

⁸⁰ В цьому розділі, якщо не вказано інше, використані офіційні дані НБУ та Держстату України. – <http://www.bank.gov.ua>, <http://ukrstat.gov.ua/>, відповідно.

Ситуація різко змінилась у посткризовий період (після 2010-2011рр.): у структурі формування монетарної бази помітно знижувалась частка зовнішніх активів (внаслідок втечі капіталів з України, втрат резервів від валютних інтервенцій, низького рівня залучення зовнішніх ресурсів), і дедалі **більшу частку почали займати внутрішні активи**, серед яких домінувало фінансування дефіцитів і **кредитування центрального уряду**. Так, станом на кінець 2015р. у внутрішніх активах обсягом 365,4 млрд. грн. чисті вимоги до центральних органів державного управління сягали 362,7 млрд. грн.

Як вказувалось у попередньому розділі, структура активів і пасивів балансу центрального банку має значний вплив на головні макроекономічні показники, у т.ч. на один з ключових показників, який знаходиться в зоні прямого впливу центрального банку, – курс національної валюти.

Як відомо, у 2014р. в Україні було оголошено про відмову від прив'язки курсу гривні (до долара США) і перехід до політики т.зв. інфляційного таргетування. Цей крок є предметом жвавих дискусій серед фахівців щодо його своєчасності, наявності в країні об'єктивних передумов, необхідних для успішності подібної трансформації політики⁸¹. Адже у вкрай залежній від зовнішніх чинників економіці України така зміна створювала не лише певні можливості, але й нові ризики. Саме зважаючи на вагомість валютної складової економічної політики, нам слід проаналізувати вплив структури активів НБУ на курсову динаміку.

За наявності позитивної економічної динаміки у докризовий період⁸² в країну надходили значні обсяги валютної виручки, прямих та портфельних інвестицій, внаслідок чого зростали міжнародні резерви при низьких темпах внутрішнього кредитування. Як наслідок, співвідношення між внутрішніми і зовнішніми складовими активів НБУ зростало на користь останніх (наповнення валютних резервів країни), що забезпечувало відносну стійкість гривні. Однак, в період після глобальної кризи ситуація кардинально змінилася: мав місце відплив капіталів та погіршення зовнішньоекономічних складових, *з одного боку*, та розширення фінансування внутрішніх економічних потреб (у т.ч. фінансування бюджетного дефіциту) – *з іншого*, через що внутрішні активи стали переважаючими, що й породжувало зростаючий девальваційний тиск (Діаграма 3.2. «Відношення чистого внутрішнього кредитування до чистих зовнішніх активів НБУ та валютний курс гривні»).

Зміни кривих двох вказаних показників досить близькі, що вказує на їх тісну кореляцію. Але ще більш виразно для курсової динаміки проявляється значимість чистих зовнішніх активів у формуванні монетарної бази, що й добре ілюструє випадок України. За позитивного сальдо рахунку поточних операцій або в умовах припливу капіталів (у т.ч. ПІІ) відбувається як нарощування зовнішніх активів (у т.ч. валютних резервів) країни, так і посилюються чинники зміцнення національної грошової одиниці. За умови утримання центрального банку від надмірного фінансування дефіцитів державних фінансів, значимість зовнішніх активів для монетарної бази зростає, що спричиняє зміцнення стабілізаційних процесів, у т.ч. курсової стабілізації.

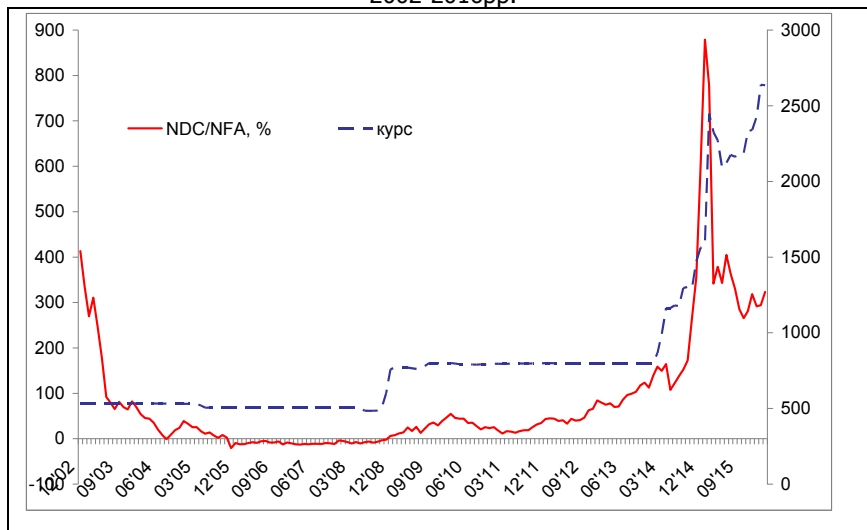
Стрімке ж зниження частки чистих зовнішніх активів у формуванні монетарної бази (внаслідок або зменшення припливу зовнішніх ресурсів, або ж розширення фінансування державних витрат), навіть якщо курс національної валюти підтримується на незмінному рівні, слугує індикатором небезпечних валютних

⁸¹ Див., зокрема: Сучасна валютна політика та особливості її реалізації в Україні. *Наук. ред. В.Юрчишин*. – Київ: 2016, с.5-47.

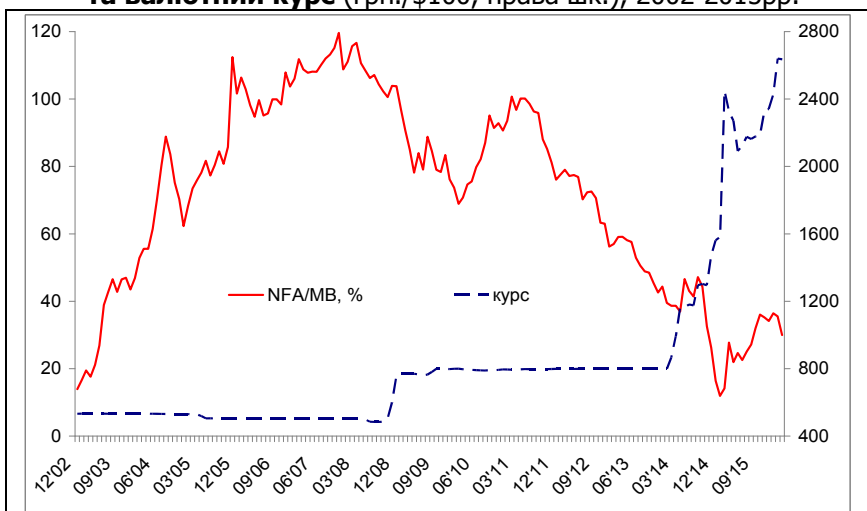
⁸² Ця позитивність означала не здійснення прогресивних структурних перетворень, які б зробили економіку країни більш конкурентоспроможною та сучасною, а лише наявність зростання ВВП завдяки сприятливій зовнішній кон'юктурі.

дисбалансів (Діаграма 3.3.«*Частка чистих зовнішніх активів у монетарній базі...*»), що чітко проявлялось в усі періоди валютних криз в Україні.

Діаграма 3.2. **Відношення чистого внутрішнього кредитування (NDC) до чистих зовнішніх активів (NFA) НБУ та валютний курс гривні (грн./\$100, права шк.), 2002-2016рр.**



Діаграма 3.3. **Частка чистих зовнішніх активів у монетарній базі (NFA/MB) та валютний курс (грн./\$100, права шк.), 2002-2015рр.**



Проблеми забезпечення збалансованості головних фінансових показників. Згідно з правилами обліку, у зведених балансах центральних банків увага часто концентрується саме на «чистих» показниках. Але з метою аналізу результативності поточної та середньострокової політики більш інформативними можуть бути валові показники. Тому при розгляді валютної динаміки і рівня валютної стійкості окремі індикатори прийнято визначати на основі валових номінальних показників.

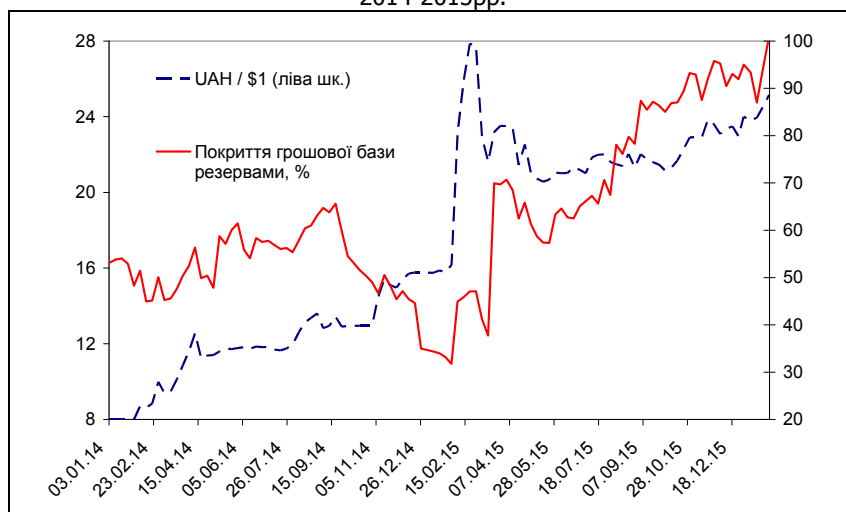
Раніше у цій роботі ми вже звертались до макроекономічних показників та індикаторів, безпосередньо пов'язаних з валютними резервами країни, на яких значною мірою базується збалансованість зовнішніх платежів країни, а також динаміка валютних курсів, інфляції, інвестицій та заборгованості. Питання адекватності резервів для забезпечення макроекономічної стійкості належить до принципових питань політики центрального банку країни.

Як відомо, існує низка показників «адекватного» рівня наявних резервів – монетарних, торговельних, боргових. І одними з найважливіших **критеріїв достатності міжнародних резервів країни для забезпечення макроекономічної стійкості є відношення рівня резервів до обсягу ВВП та до відповідних монетарних агрегатів** – найчастіше грошової бази. Останнє вказує наскільки національні гроші, емітовані центральним банком, забезпечені валютними ресурсами країни.

Як зазначалось, відношення обсягу резервів України до обсягу її ВВП загалом знаходилося в межах, характерних для багатьох висхідних країн. Але це ще не може слугувати доказом адекватності політики у цьому питанні. Адже більш значимим показником достатності резервів є т.зв. **покриття грошової бази резервами** – відношення обсягу резервів за поточним курсом до величини монетарної бази.

Згідно з усталеною міжнародною практикою, достатнім вважається покриття, значення якого є не меншим 100%. Зниження рівня **покриття нижче 70% означає різке нарощування ризиків макроекономічної дестабілізації, насамперед девальвації національної валюти**, та істотне посилення ймовірності можливих спекулятивних атак на національну валюту. Адже в таких умовах низький рівень резервів означає, що центральний банк країни буде не в змозі проводити довгострокові інтервенції на підтримку стабільності національних грошей. Досвід України підтверджує вказані закономірності: **низький рівень покриття тісно корелював із зростанням нестабільності валютних ринків** (Діаграма 3.4. «Курс гривні та покриття грошової бази резервами в Україні»).

Діаграма 3.4. Курс гривні та покриття грошової бази резервами в Україні, 2014-2015рр.



Валютні шоки в Україні (девальвація гривні) «вирівнювали» покриття до рівня, який сприяє досягненню макроекономічної збалансованості. Зокрема, з початку 2016р., внаслідок декількох девальваційних шоків, що мали місце в 2014-2015рр., відновився майже 100% рівень покриття, що означало зменшення валютних ризиків від розбалансування грошових ринків в Україні (всі гривневі зобов'язання НБУ були забезпечені валютними ресурсами).

Тим не менше, такі заходи не могли слугувати засобом ефективної макроекономічної стабілізаційної політики у довгостроковому аспекті. Адже кожен валютний шок має значний вплив на динаміку не лише суто монетарних,

але й інших ключових макроекономічних показників та індикаторів⁸³. Так, валютні шоки 2008р. і 2014-2015рр. кожного разу провокували в Україні стрімке розкручування інфляційних тенденцій у середньостроковій перспективі, причому зміна індексу споживчих цін (ICL) виявлялася помітно більшою порівняно з рівнем знецінення гривні (Діаграма 3.5. «Зміни індексу курсу гривні та ICL в Україні»).

Тобто, **Україна має високу «інфляційну вразливість» економіки до курсових шоків**, і така вразливість ставала додатковим **чинником посилення доларизації** української економіки, оскільки саме в купівлі іноземної валюти населення вбачало відносно надійний засіб збереження купівельної спроможності власних заощаджень⁸⁴.

Тут слід зробити загальне зауваження стосовно доларизації. Хоча на певних етапах розвитку висхідних країн приплив іноземної валюти може сприяти розширенню фінансового сектору країни і покращенню його стійкості, проте, водночас, визнається, що доларизація перешкоджає центральному банку реалізовувати незалежну (стимулюючу) монетарну політику. *З одного боку*, центральний банк не може впливати на процентну динаміку – доходність іноземних активів і пасивів визначається ставками на зовнішніх (міжнародних) ринках. *З іншого* – зростання пропозиції грошей провокує перетік ресурсів на валютний ринок, що, своєю чергою, посилює девальваційні та інфляційні ризики⁸⁵.

Характерно, що за наведених умов **українська економіка при девальвації не ставала більш конкурентоспроможною, адже мало місце реальне здорожчання гривні**, а з цим – і погіршення цінової конкурентоспроможності, з додатковими втратами для платіжного балансу країни. Останнє створювало передумови для подальшого знецінення гривні, а отже призводило до **утворення «зачарованого» негативного кола «девальвація – інфляція – зниження конкурентоспроможності експорту – дефіцит платіжного балансу – девальвація»**. Розірвання цього кола могло відбуватися лише ціною суттєвого пригнічення економічної активності загалом, що значно скорочувало попит на імпорт та забезпечувало макроекономічну «стабілізацію» ціною **занурення економіки в стан тривалої депресії**.

Більше того, такі макроекономічні особливості фактично заперечували можливість ефективного впливу на інфляційну динаміку через управління грошовими (монетарними) агрегатами⁸⁶ – що прийнято вважати «класикою»

⁸³ Див. також: Унковська Т., Джус М. Проблеми монетарної політики Національного банку України і необхідні напрями її реформування. / Політика Національного банку України щодо подолання фінансово-економічної кризи і формування монетарних передумов розвитку економіки. К.: ДВНЗ «Університет банківської справи», 2016, с.115-137.

⁸⁴ Чому НБУ не справляється з інфляцією? –

<http://news.finance.ua/ua/news/-/364268/chomu-nbu-ne-spravlyayetsya-z-inflyatsiyeyu>.

⁸⁵ Цховребов М. Дедолларизация российской экономики в контексте мирового опыта. – Вопросы экономики, 2016, №5, с.87-98.

⁸⁶ Згідно з українським законодавством та відповідними правилами МВФ, **грошова база** (*monetary base*) – це сукупність зобов'язань Національного банку України в національній валюті, що забезпечують зростання грошових агрегатів і кредитування економіки (вона є показником бази фінансування та основою для формування грошових агрегатів). **Грошові агрегати** (*monetary aggregates*) визначаються як зобов'язання депозитних корпорацій перед іншими секторами економіки, крім сектору загального державного управління та сектору інших депозитних корпорацій. Залежно від ступеня ліквідності фінансові активи групують у різні грошові агрегати M0, M1, M2 тощо. Грошовий агрегат M0 включає готівкові кошти в обігу поза депозитними корпораціями. Грошовий агрегат M1 – грошовий агрегат M0 та переказні депозити в національній валюті. Грошовий агрегат M2 – грошовий агрегат M1 і переказні депозити в іноземній валюті та інші депозити. – Офіційний сайт НБУ. – <http://www.bank.gov.ua/>.

макроекономічного регулювання. Так, порівняння в Україні динаміки пропозиції грошей (насамперед, готівки) безпосередньо з динамікою інфляції (ІСЦ) показує, що **нарощування грошових агрегатів не мало помітного впливу на інфляційну динаміку**⁸⁷ (Діаграма 3.6. «Зміни обсягів готівки в обігу та ІСЦ в Україні»).

Тобто, в Україні **готівкова емісія** не має визначального впливу **на темпи інфляції**. В докризовий період значною мірою це пов'язувалось з тим, що певну частку зароблених коштів населення вкладало в купівлю нерухомості та товарів довгострокового користування, що суттєво обмежувало вплив готівкової маси на поточний баланс попиту та пропозиції на споживчих ринках. В останні ж кризові роки, поряд із заморожуванням заробітних плат і доходів населення, значно зросли житлово-комунальні тарифи, що навіть в умовах монетарних обмежень зумовило стрімке зростання інфляції⁸⁸.



Загалом, в українських умовах центральний банк країни практично не може впливати на динаміку цін значної кількості товарів та послуг, для яких ціноутворення відбувається адміністративно і в залежності від загальних політичних цілей. Так, якщо у 2015р. інфляція в Україні склала 43,3%, то у сфері житлово-комунальних послуг ціновий індекс зріс більше ніж удвічі. І подальша динаміка цін залишається вкрай невизначеною⁸⁹, зважаючи на жорстку прив'язку житлово-комунальних тарифів до вартості газу, на яку, своєю чергою, впливає вартість нафти на світових ринках, а також курсова динаміка гривні.

Поряд з цим, хоча й за *теорією* прийнято вважати, що надмірне розширення внутрішнього кредитування є джерелом інфляційної напруги, проте *емпіричні дані з реальної практики* висхідних країн (навіть тих, де присутні елементи адміністрування на споживчих ринках) не підтверджують з усією очевидністю наявність такого зв'язку (див. Розділ 2).

В Україні **інфляція залишалась на досить високому рівні навіть у періоди зменшення внутрішнього кредитування**, а інфляційні шоки радше пов'язувались із адміністративними рішеннями щодо цінових змін (зокрема, в житлово-комунальних тарифах), аніж були відбиттям суто ринкових коливань

⁸⁷ Упродовж 2000-х років, аж до кризового 2008р., річне нарощування пропозиції грошей сягало 30-50%, середньорічна інфляція ж залишалася на рівні 10-11%.

⁸⁸ Див. також: Сучасна валютна політика та особливості її реалізації в Україні. / Наук.ред. В.Юрчишин. – Київ: 2016, 120с. – http://razumkov.org.ua/ukr/news.php?news_id=715.

⁸⁹ Така підвищена невизначеність сама по собі є проінфляційним фактором, адже агенти ринку страхуються від ризиків невизначеності через закладання в ціни додаткової «надбавки на ризик» (наприклад, ризик зміни валютного курсу).

балансу попиту та пропозиції (Діаграма 3.7. «Темпи інфляції в Україні та обсяги чистого внутрішнього кредиту НБУ»).

Подібним чином, для випадку України **некоректними є намагання виключно монетарними засобами впливати (шляхом маніпулювання базовими процентними ставками) на інфляційну динаміку** (Діаграма 3.8. «Темпи інфляції та процентні ставки в Україні»)⁹⁰. Практика України підтверджує лише те, що процентні ставки на міжбанківському кредитному ринку достатньо чутливі до курсової динаміки і девальваційного тиску: маємо суттєве зростання ставок відсотку у період посилення тиску і помітне зниження – після завершення курсового шоку.

Діаграма 3.7. **Темпи інфляції в Україні та обсяги чистого внутрішнього кредиту НБУ** (млн.грн., права шк.)



Діаграма 3.8. **Темпи інфляції та процентні ставки в Україні** (% , права шк.)



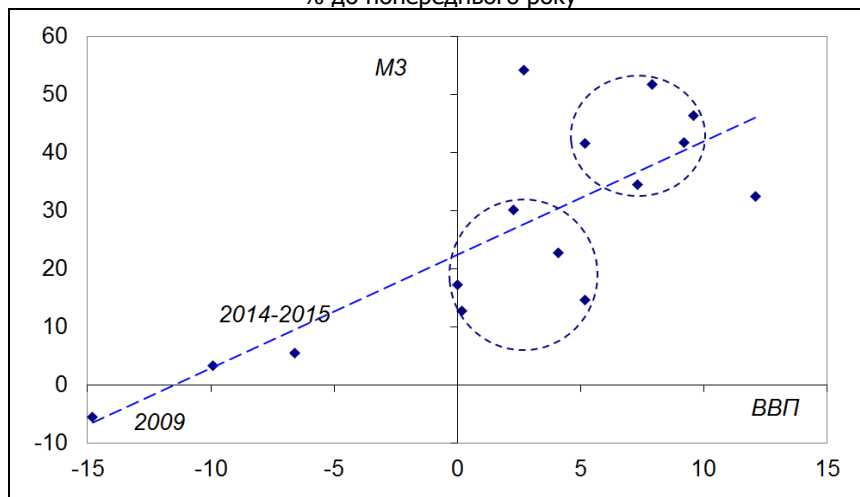
Загалом, результати численних досліджень, виконаних останніми роками, у т.ч. стосовно висхідних економік, вказують на відсутність чіткої залежності рівня інфляції від динаміки реального виробництва, процентних ставок і грошової маси. Ймовірно, це є відбиттям стану розриву зв'язків різних сегментів економіки, насамперед споживчого та підприємницького, де останній значною мірою знаходиться під впливом зовнішніх шоків та інституційних невизначеностей. Така

⁹⁰ Див. також статтю В.Шапрана, Н.Шапран. «Монетарна політика на ринках, що розвиваються: чи можливий вибір між стимулами зростання і ризиками?», розміщену в цьому виданні.

відірваність, звичайно, суттєвим чином ускладнює можливості використання для економічного аналізу і прогнозування макроекономічних і фінансових показників різноманітних економіко-математичних моделей, а з тим – **ставить під сумнів доречність** запровадження механізмів, притаманних (традиційному) **інфляційному таргетуванню**⁹¹.

Слід звернути увагу на підтверджені реальною практикою України взаємозв'язки між монетарними агрегатами та економічною динамікою. Вагомою **складовою реального економічного зростання в Україні** в окремі періоди за останні півтора десятиліття **було саме монетарне розширення** (Діаграма 3.9. «Зв'язок між зростанням реального ВВП і грошового агрегату МЗ...»). Так, для випадку України з початку століття суттєве зростання реального ВВП (7-10%) досягалось у ті роки, коли грошова маса зростала на 40-50%. Обмеження ж зростання грошової маси (нижче 10%) пов'язувалось із значним падінням реального ВВП⁹². Тому й **нинішнє монетарне звуження**, мало впливаючи на інфляцію (у 2015р. вона перевищила 43%), насамперед, **є гальмом для відновлення** економічного зростання (див. також вірзку «Монетарні основи економічної динаміки»).

Діаграма 3.9. Зв'язок між зростанням реального ВВП і грошового агрегату МЗ в Україні
% до попереднього року



МОНЕТАРНІ ОСНОВИ ЕКОНОМІЧНОЇ ДИНАМІКИ

Основним рівнянням кількісної теорії грошей є:

$$P * Y = M * V,$$

де P – ціновий індекс, Y – реальний ВВП, M – грошовий агрегат (монетарна база, грошова маса), V – швидкість обігу монетарного агрегату.

У форматі відносних змін (у відсотках) зазначених параметрів це рівняння можна подати таким чином:

$$\Delta P/P + \Delta Y/Y = \Delta M/M + \Delta V/V,$$

де відповідні показники, позначені Δ , вказують на абсолютні величини змін

⁹¹ Так, широковживаним рівнянням Тейлора для визначення процентних ставок в залежності від поточного рівня виробництва та інфляції є:

$$R = R^* + \Pi + 0,5\Delta\gamma + 0,5(\Pi - \Pi^*),$$

де R – номінальна базова ставка, R^* – реальна «врівноважена» базова ставка, $\Delta\gamma$ – різниця між потенціальним і фактичним рівнем виробництва, Π та Π^* – поточний і бажаний рівень інфляції). Вочевидь, за відсутності визначеності у взаємозв'язках між макроекономічними показниками та індикаторами (на що ми звертали увагу в контексті практичного досвіду висхідних країн) важко сподіватись на достовірність вказаної моделі для цих умов.

⁹² Підкреслимо, що це не закономірність, а поки – лише спостереження.

вказаних параметрів інфляції, виробництва, кількості та швидкості грошей в обігу.

Наведена формула вказує на механізми впливу динаміки монетарних агрегатів на можливі зміни в динаміці реального сектору та інфляції. Так, нарощування пропозиції грошей (у припущенні відносно сталої швидкості обігу) означає, що вказаний приріст може або прискорити реальне економічне зростання (бажаний канал впливу), або ж зростання цінового індексу, тобто посилити інфляційні процеси (вельми небажаний канал).

Складність ситуації полягає в тому, що передатковий канал від збільшення кількості грошей в обігу до реального зростання виробництва є вкрай «вузький» і вразливий до дії різноманітних чинників ринкового середовища. Зокрема, він значною мірою залежить від якості інституційного середовища та раціональних дій влади в сфері макроекономічного регулювання. Через інфляційний же канал додаткові гроші досить легко трансформуються у вищі ціни. А у випадку зниження реального ВВП (змінна має негативне значення) темпи інфляції можуть навіть випереджати темпи нарощування пропозиції грошей.

Аналізуючи чинники останньої української економічної кризи, слід підкреслити, що як самі ознаки наближення періоду економічного падіння, так і наростання потенціалу такого падіння (а з тим і накопичення структурних факторів для можливих наступних криз) чітко проявлялись ще у немоє би «успішних» 2012-2013рр. Так, зокрема: дефіцит рахунку поточних операцій у 2012р. склав майже \$15 млрд. (8,4% ВВП), а у 2013р. – понад \$16 млрд. (9,1% ВВП); валові резерви у 2012р. впали з \$32 млрд. до \$24 млрд. і продовжили падіння до \$18 млрд. – внаслідок необхідності обслуговування значних зовнішніх зобов'язань⁹³, а також підтримки гривні від девальваційного тиску. Однак, ігнорування базових принципів макроекономіки при формуванні економічної політики обмежувало можливості пошуку та впровадження дієвих антикризових заходів.

Це яскраво підтверджує погіршення влітку 2014р. ситуації у сфері грошово-кредитної політики, коли нове керівництво НБУ без належних обґрунтувань та пояснень раптом оголосило про перехід до політики т.зв. інфляційного таргетування, що нібито мало забезпечити макроекономічну стабілізацію, зниження інфляції та інфляційних очікувань, зміцнення купівельної спроможності і доходів населення. Однак, результат виявився кардинально іншим і замість економічного зміцнення:

- економіка країни (насамперед, її технологічно найбільш вразливий сектор – промислове виробництво) продовжила катастрофічне падіння⁹⁴;
- помірна інфляція прискорилась до галопуючої (у т.ч. внаслідок запровадження невиправданих заходів адміністрування на споживчих і валютних ринках, які руйнували й без того не дуже міцні ринкові механізми);
- очікування населення та бізнесу стосовно перспектив економічного відновлення країни в період після «революції гідності» виявилися безпідставними;
- інвестиційний і фінансовий сектори країни почали стискатися, що практично унеможливило доступ економічних агентів до ресурсів на прийнятних умовах⁹⁵.

⁹³ Вони у вказаний період також зросли – з \$126 млрд. до \$142 млрд.

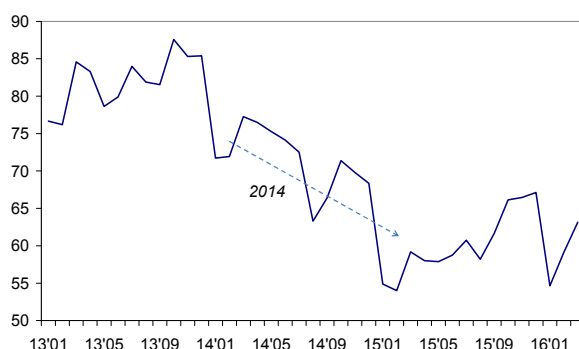
⁹⁴ Певним чином на це вплинула російська агресія, але було б великою помилкою все списувати саме на цей чинник.

⁹⁵ Докладніше див.: Унковська Т., Джус М. Проблеми монетарної політики Національного банку України і необхідні напрями її реформування./Політика Національного банку України щодо подолання фінансово-економічної кризи і формування монетарних передумов розвитку економіки. К.: ДВНЗ «Університет банківської справи», 2016, с.115-137.

Серед низки **складових поглиблення кризи** особливо виокремлювалися чинники **обвальної девальвації** гривні, а також непідйомні для країни витрати з обслуговування зовнішнього боргу. Здавалося, ослаблення гривні мало б посилити конкурентоспроможність українських виробників та експортерів на зовнішніх ринках, а це б виступало «буфером» від поширення негативних тенденцій в економіці загалом.

Однак, як наслідок низького попиту світових ринків на українську продукцію (окрім лише окремих її видів, які представлені продукцією з невисоким вмістом доданої вартості) запровадження жорстких монетарних обмежень призвели до гострого дефіциту кредитних та фінансових ресурсів для розвитку виробництва та експорту, а також стрімкого подорожчання імпортованих складових у споживчих і виробничих ланцюгах.

Діаграма 3.8. Індекс промислового виробництва в Україні
Початок 2008 = 100



Тому українські підприємства, не особливо покладаючись на посилення конкурентоспроможності і захоплення нових виробничих і торговельних ніш, вирішили за краще значно підвищити ціни (услід на імпортованими аналогами, які суттєво здорожчали внаслідок шоків змін валютних курсів) – що й далі прискорило скорочення виробництва (Діаграма 3.8. «Індекс промислового виробництва в Україні»).

Незважаючи на очевидні великі втрати національної економіки, НБУ продовжував проводити відірвану від реальності політику, при цьому виявивши абсолютну неспроможність запобігти тим ризикам, які сформувались як в попередні роки, так і в нових умовах. Навпаки, Національний банк часто своїми хаотичними діями, які здійснювалися в умовах повної непрозорості і закритості процесу формування і реалізації монетарної політики, лише погіршував ситуацію, оскільки руйнував клімат довіри до себе українського бізнес-середовища.

Так, замість системних антикризових заходів, в умовах розгортання російської агресії і погіршення зовнішньоекономічної ситуації, НБУ фактично зосереджувався лише на можливостях подальшого підняття процентних ставок і адміністративних обмежень на валютних ринках. Така комбінація суттєво обмежила доступ економічних агентів до грошових ресурсів, посилювала ризики неплатежів і накопичення заборгованостей, призводила до різкого погіршення стану ліквідності у банківському секторі. У результаті в економіці України сформувались негативні взаємозв'язки, про небезпеку яких попереджалося⁹⁶:

- погіршення зовнішньоекономічних можливостей (у т.ч. втрати значної частини експортоорієнтованих підприємств) зменшувало доходи економічних агентів – як безпосередньо експортерів, так і залучених до ланцюгів формування доданої вартості, що поглиблювало ризики платоспроможності або спонукало до нарощування боргових зобов'язань;
- рівень адекватності резервів країни, а також якості та достатності капіталів (Діаграма 2.12 у попередньому розділі) демонстрували тенденції до суттєвого погіршення, що посилювало банківські ризики загалом, а з тим спонукало

⁹⁶ Див., зокрема: Апокин А., Белоусов Д. и др. О фундаментальных недостатках современной денежно-кредитной политики. – Вопросы экономики, 2014, №12, с.80-100.

банківську систему до подальшого згортання економічної активності (окрім «надійних», з очевидними спекулятивними ознаками, валютних операцій і операцій з державними цінними паперами);

- в умовах обмеженості зовнішніх ринків запозичень і низьких можливостей залучень капіталу на внутрішніх ринках, українська банківська система, з *одного боку*, втрачала стимули та можливості для капіталізації⁹⁷, з *іншого* – повинна була продовжувати функціонувати у рамках тенденції до зростання процентної ставки та інфляції, на яку монетарні обмеження не справляли помітного впливу, але посилено тиснули на стан банківської системи, яка в умовах прогресуючої декапіталізації почала швидко руйнуватися.

Критично важливу роль відігравав для України чинник зовнішнього боргу, насамперед в частині банківських балансів. Хоча (номінальний) валовий борг упродовж 2014-2015рр. скоротився майже на \$24 млрд. і на кінець 2015р. склав близько \$119 млрд., проте, внаслідок обвальної девальвації гривні, а з тим і доларового еквіваленту ВВП, відносний рівень зовнішнього боргу сягнув небезпечної позначки – 131% ВВП (Таблиця 3.1. «Зовнішній борг України»).

Таблиця 3.1. Зовнішній борг України

	2013	2014	2015
Валовий зовнішній борг			
\$ млрд.	142,1	126,3	118,7
% ВВП	77,5	94,6	131,0
Короткостроковий зовнішній борг (за кінцевим терміном погашення)			
\$ млрд.	59,3	56,6	51,2
% валових резервів	290,4	751,2	385,0

Однак, особливо критичною виглядає ситуація із короткостроковим боргом, який у кілька разів перевищує обсяг валових резервів країни (на кінець 2015р. майже у 4 рази). Зрозуміло, НБУ хоча б якусь їх частину змушений буде витратити на забезпечення платежів (з обслуговування зовнішнього боргу) приватного сектору. Хоча Україні вдалося реструктуризувати комерційний зовнішній борг, завдяки чому у найближчі 2-3 роки країна буде спроможна впоратися з борговими зобов'язаннями, проте подальші виплати та обслуговування формуватимуть високий попит на валютні ресурси⁹⁸. Це означає, що у балансі НБУ зменшуватиметься частка зовнішніх активів, що вимагатиме або відповідного обмеження монетарної бази, або ж (для недопущення скорочення бази і пропозиції грошей) нарощування внутрішніх активів із зростаючими ризиками девальвації та інфляції.

Таким чином, є підстави говорити, з одного боку, про **досить слабкі безпосередні впливи монетарних агрегатів на цінові параметри** в Україні, з іншого – про **високий незабезпечений попит українського бізнесу на доступні фінансові ресурси, необхідні для розвитку**. За таких умов стверджувати про надійне «управління» інфляцією через інструменти

⁹⁷ Відмова від відслідковування чинників і складових формування курсової динаміки, а також стрімке підвищення облікової ставки означало, з одного боку, високий дефіцит гривневих ресурсів, з іншого – різке підвищення привабливості валютних спекулятивних операцій. Як наслідок, банківські установи різко знизили інвестиційну і кредитну діяльність, пов'язану з реальним сектором, із спрямуванням «додаткових» фінансових ресурсів (у т.ч. отриманих у якості рефінансування чи короткострокових міжбанківських кредитів на виконання поточних платежів) до валютних спекулятивних секторів.

⁹⁸ Докладніше див. статтю В.Зимовця, Н.Шелудько «Монетарне стимулювання економічного відновлення України: потенційні можливості та реальні обмеження», розміщену в цьому виданні.

монетарної політики некоректно, оскільки зміни в монетарних агрегатах можуть і не призвести до бажаних цінових змін (а тому й не буде адекватної і бажаної реакції ринкових агентів на застосування державою політичних інструментів).

Водночас, саме **через управління пропозицією грошей можна досягати економічного зростання** навіть за наявності відносно високої інфляції⁹⁹. Тому й нинішні **спроби НБУ монетарного «управління»** інфляційними процесами з ігноруванням потреб монетарного стимулювання реального сектору **не виглядають належно обґрунтованими** та, скоріш за все, **не дадуть позитивних результатів**. Вони помітно **відрізняються** від напрямів розвитку монетарної політики провідних розвинутих та успішних висхідних країн (див. також вірзку «Інституційні вади НБУ»).

ІНСТИТУЦІЙНІ ВАДИ НБУ

Згідно з українським законодавством, **основною функцією** центрального банку країни – НБУ – є **забезпечення стабільності грошової одиниці України**¹⁰⁰. Однак, нинішнє керівництво НБУ свідомо уникає чіткого викладу засад формованої грошово-кредитної політики, монетарних механізмів та інструментів, завдяки яким можна оцінювати поточну динаміку, контролювати, коригувати і прогнозувати цільові показники найважливіших макроекономічних складових.

Головний публічний документ НБУ, який міг би надати адекватні сигнали для економіки – «*Основні засади грошово-кредитної політики*» – носить радше декларативний характер і, з року в рік повторюючи певні (хоча й важливі самі по собі) тези, не є актуальним інструментом ефективного управління. Так, теза про «таргетування інфляції» стала і продовжує бути домінантою документів монетарної політики НБУ, хоча істотного впливу на темпи інфляції вона не справляє¹⁰¹. А у середині літа 2016р. (коли готувався цей матеріал) на офіційному сайті НБУ були представлені лише *Основні засади* на 2015р., які навіть для того року були невідповідні фактичному стану розвитку країни. Більше того, *Основні засади* залишаються відірваними від найголовнішого фінансового документу країни – Закону про державний бюджет. Відсутність прозорого представлення реалістичних (а не декларативних) засад грошово-кредитної політики надає підстави **підозрювати НБУ у відсутності належного розуміння** сучасних монетарних інструментів макроекономічного регулювання.

⁹⁹ Цей висновок для України не є чимось надзвичайним. Чимало країн, зокрема Казахстан і Туреччина, досягали високих темпів зростання реального ВВП в умовах помірної інфляції. У подібних випадках інфляція розглядається як «плата» за економічне прискорення (і навіть «перегрів» економіки) і стрімкі структурні зрушення, які створюють потенціал для макроекономічної стабілізації в довгостроковому вимірі (замість ілюзії досягнення повної цінової стабільності вже в короткостроковому періоді).

Більше того, результати численних міжнародних досліджень свідчать про відсутність чіткого негативного впливу інфляції на економічну динаміку. Так, в одному з «класичних» досліджень (*Bruno M., Easterly W. Inflation crises and long-term growth, 1995*) вказано, що інфляція вища 40% спричиняє суттєвий негативний вплив на економічне зростання, проте в інших випадках стійкий взаємозв'язок відсутній. В іншому дослідженні (*Kremer S., et. Inflation and growth: New evidence from a dynamic panel threshold analysis, 2009*) стверджується, що «пороговим» значенням інфляції, при якій починають проявлятися негативні наслідки, для розвинутих країн є 2,5%, висхідних – 17%. Проте узагальнення не є абсолютні. – Докладніше див.: Дробышевский С. и др. Мандат и цели центральных банков: эволюция и уроки кризиса. – Вопросы экономики, 2016, №5, с.5-24.

¹⁰⁰ Закон «Про Національний банк України», стаття 6. – <http://rada.gov.ua>.

¹⁰¹ Так, у «Засадах грошово-кредитної політики НБУ» на 2014р. визначалося: «...У середньостроковій перспективі Національний банк прагнучиме досягти та утримувати показник індексу споживчих цін у межах 3–5% на рік», а в аналогічному документі на 2015р. (публічно представленим у другій половині 2015р.): «...Завданням грошово-кредитної політики у середньостроковій перспективі є зниження темпів інфляції до 5% на рік із допустимим відхиленням ± 1 процентний пункт». Нагадаємо, зростання ІСЦ у 2014р. склало 24,9%, у 2015р. сягнуло 43,3%.

НБУ виявився не в змозі належним чином оцінювати тенденції макроекономічного середовища України, а відтак – визначитися з реалістичними макроекономічними індикаторами. Неадекватність оцінки поточної ситуації спричиняє неспроможність провести аналіз наслідків запровадження інфляційного таргетування в країні. Розуміння НБУ стабілізаційних заходів як розширення і посилення різноманітних обмежень (для населення і бізнесу), у т.ч. в аспекті недопуску економічних агентів до їх *власних* ресурсів, призводило і призводить не до стабілізації, а навпаки – до ще більших втрат населення та бізнесу від політично вмотивованих банкрутств окремих банків та до посилення сумнівів у спроможності призупинити кризові процеси.

В таких умовах для економічних агентів **втрачаються будь-які орієнтири** стосовно напрямів стабілізації макроекономічного середовища, а також довіри до застосовуваних інструментів приборкання у коротко- та довгостроковій перспективі інфляційних та девальваційних чинників.

Невикористані фінансові ресурси населення. Цінова стабільність в економіці країни значною мірою залежить від довіри населення до власної грошової одиниці, готовності її використовувати в якості засобів заощадження і довгострокового фінансування економічної діяльності. Вочевидь, сукупні доходи населення, їх реальна вартість та утворювані за їх рахунок заощадження, *з одного боку*, формують платоспроможний попит, а з тим і впливають на економічну динаміку, *з іншого* – є складовою наповнення банківської системи, формування грошової маси, а з тим – визначають стійкість банківської системи, її спроможність забезпечити населення і бізнес ресурсами для зростання і розвитку. Слід нагадати, що в умовах сучасної України, коли населення змушене витратити переважну більшість власних доходів лише на поточне споживання («виживання»), вкрай важко говорити про обсяги ресурсів, які можуть спрямовуватись на розвиток (врізка «*Складові ВВП України за кінцевим використанням*»).

СКЛАДОВІ ВВП УКРАЇНИ ЗА КІНЦЕВИМ ВИКОРИСТАННЯМ

Упродовж останнього десятиріччя структура ВВП України за категоріями кінцевого використання дедалі більше набувала орієнтації на поточне споживання (таблиця «*Споживчі витрати у структурі ВВП України*»). Так, якщо напередодні глобальної кризи частка кінцевих споживчих витрат була дещо меншою 80% ВВП, то в посткризовий період вона (частка) продовжувала збільшуватись і навіть у відносно «спокійному» 2013р. перевищувала 90%. Це вказує на вкрай низькі можливості для заощаджень (Діаграма 2.5. попереднього розділу), а з тим – інвестицій, що, як вказувалось, вимиває потенціал економічного зростання і розвитку.

Споживчі витрати у структурі ВВП України

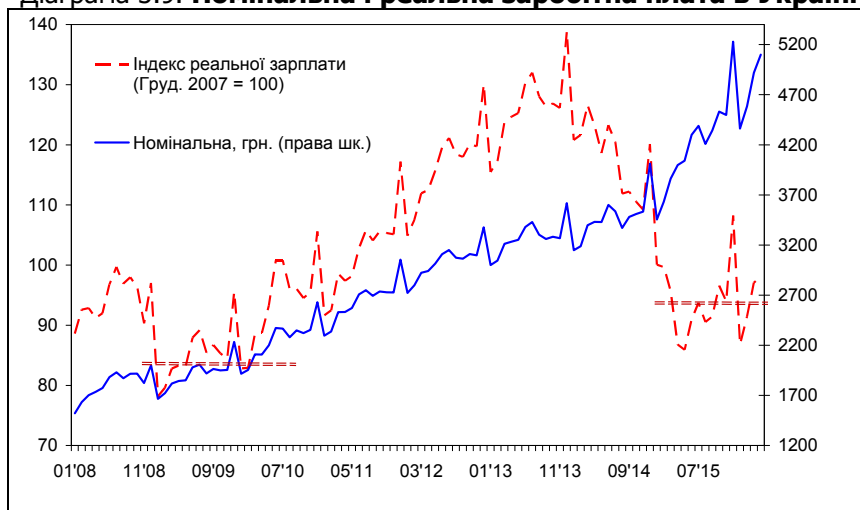
	2007	2008	2009	2010	...	2013	2014	2015
ВВП, млрд. грн.	720,7	948,1	913,3	1 082,6		1465,2	1586,9	1980,0
% ВВП								
Кінцеві споживчі витрати	77,5	80,0	84,6	84,4		90,8	90,1	86,6
... домогосподарств	58,7	61,4	63,7	63,4		71,5	70,6	66,9

Звичайно, у структурі доходів населення будь-якої країни особлива роль належить показнику заробітної плати (як винагороди найбільш активному фактору формування нової доданої вартості), і саме динаміка (реальної) заробітної плати може слугувати ключовим критерієм успішності економічного розвитку країни. При цьому, втрата доходів і заробітної плати (у реальному обчисленні) виступають незаперечною ознакою і проявом кризового стану.

На жаль, слід констатувати, що упродовж 2014-1015рр. відбулося катастрофічне і, скажемо відверто, ганебне для керівництва країни падіння реального добробуту населення, і насамперед реальних доходів від праці. Хоча номінальна зарплата зростала, проте інфляція повністю «з'їдала» номінальний приріст.

Таким чином, реальна зарплата в Україні в середині 2016р. знаходилась на посткризовому рівні середини 2010р. (Діаграма 3.9. «Номінальна і реальна заробітна плата в Україні»).

Діаграма 3.9. Номінальна і реальна заробітна плата в Україні

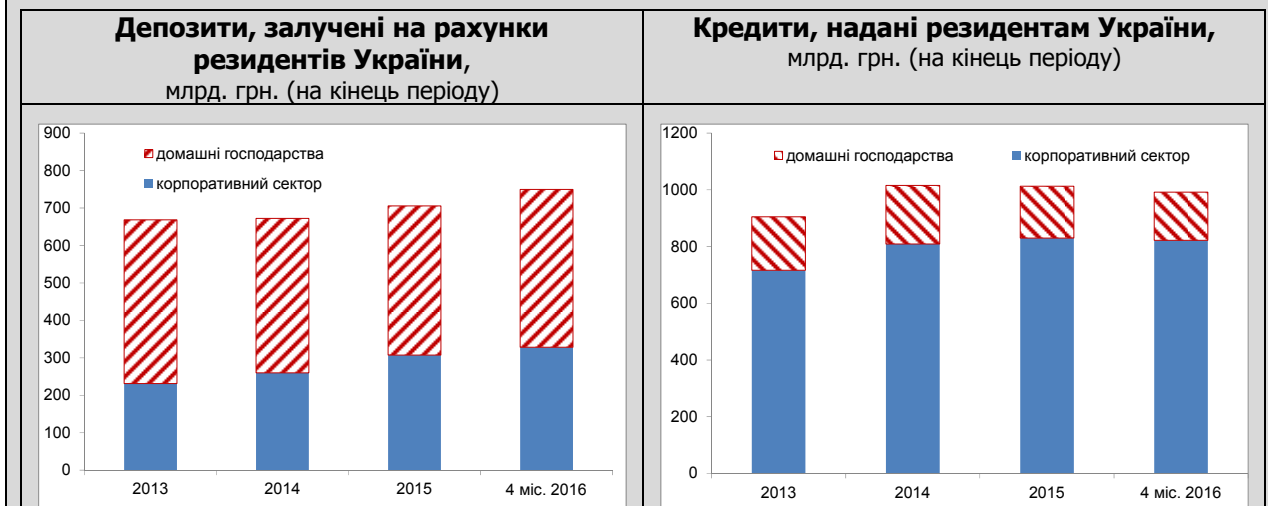


Посилення політичної напруженості, обвальна девальвація гривні, сумнівне банкрутство низки банків, відсутність довіри до банківської системи – ці та інші складові спонукали населення та бізнес до відмови від депозитів і виведення власних заощаджень з банківської системи та – в багатьох випадках – з країни у офшорні юрисдикції, що означало і зменшення ресурсної бази для розширеної пропозиції грошей і кредитування бізнесу (врізка «Динаміка кредитів і депозитів банківської системи України»).

ДИНАМІКА КРЕДИТІВ І ДЕПОЗИТІВ БАНКІВСЬКОЇ СИСТЕМИ УКРАЇНИ

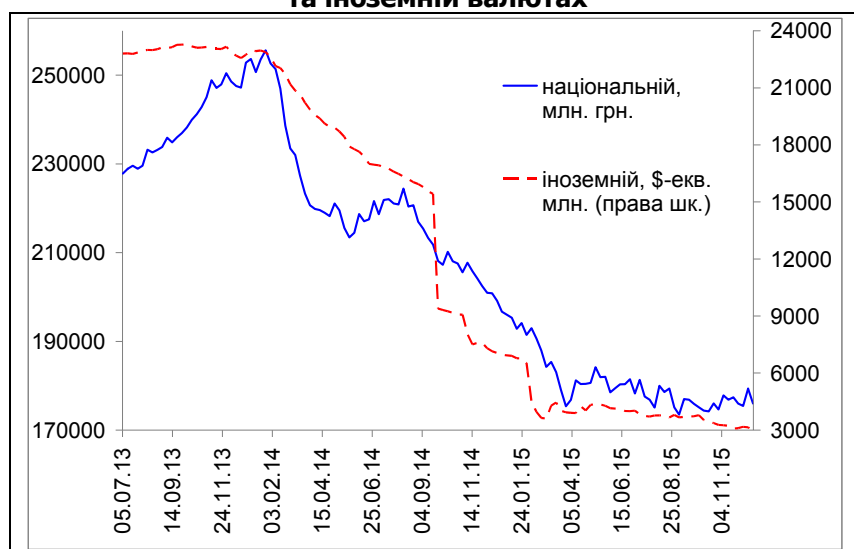
У структурі формування депозитів в Україні ресурси домашніх домогосподарств відіграють вирішальну роль (діаграма «Депозити, залучені на рахунки резидентів України»). Так, станом на початок 2016р. із депозитів загальним обсягом 706 млрд. грн., депозити населення склали 398 млрд. грн. (або 56% загального обсягу). Вказаний показник виявився помітно меншим, порівняно з початком 2014р. На той час з загальних обсягів депозитів у 669 млрд. грн. депозити домогосподарств сягали 437 млрд. грн. (65%).

Іншою є структура кредитування комерційними банками. Так, станом на початок 2016р., із кредитів загальним обсягом 1 013 млрд. грн. кредити, надані бізнесу, сягали 830 млрд. грн., або 82% загального обсягу – що лише трохи вище показника 2014р. (діаграма «Кредити, надані резидентам України»).

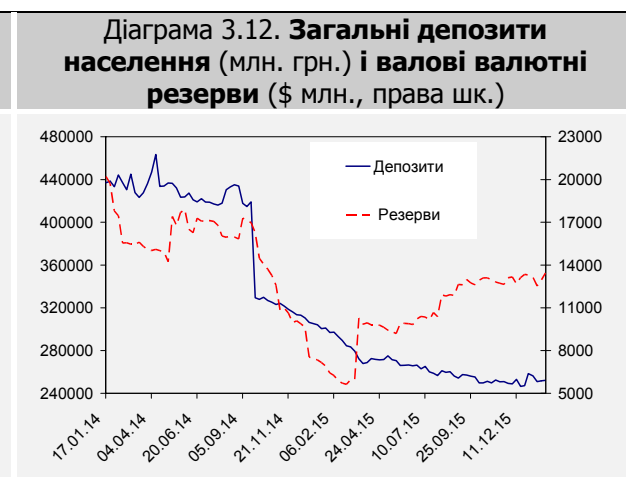


Упродовж 2014-2015рр. обсяг депозитів населення стрімко скорочувався, і особливо великі втрати були стосовно депозитів в іноземній валюті – практично шестикратне скорочення¹⁰² (Діаграма 3.10. «Депозити населення України в національній та іноземній валютах»), що й характеризує рівень довіри до спроможності центрального банку країни гарантувати збереження коштів населення та їх купівельну спроможність, що, своєю чергою, може характеризувати готовність до спрямування власних ресурсів у господарську діяльність на цілі економічного розвитку країни.

Діаграма 3.10. **Депозити населення України в національній та іноземній валютах**



Досить виразно міра такої готовності проявляється через структуру заощаджень і кредитування населення. Безумовно, **скорочення обсягів депозитів означає вимивання ресурсної банківської бази для кредитування**, що й призвело до суттєвого зменшення кредитування економіки загалом (Діаграма 3.11. «Загальні депозити населення і кредити банків в економіку»).



¹⁰² Якщо припустити, що лише половина валютних коштів, виведених населенням з депозитної системи, перейшла у готівкову форму, то навіть у цьому випадку обсяг валютних коштів на руках у населення зріс на \$10-12 млрд. Докладніше див. статтю О. Жолудя «Тіньовий ринок валюти – виклики для монетарної політики України», розміщену в цьому виданні.

Підкреслимо, зниження обсягів депозитів (насамперед, валютних) – безсумнівний негативний результат кількох «хвиль» обвальної девальвації гривні (весна і осінь 2014р., лютий-березень 2015р.). Ситуація погіршувалась тим, що за відсутності інших інструментів заощаджень, виведені гривневі депозити спрямовувались на купівлю готівкових доларів, що далі спричиняло і втрату валютних резервів країни для хоча б часткового задоволення ажіотажного попиту на готівкову валюту (Діаграма 3.12. «Загальні депозити населення і валові валютні резерви»).

Тому без повернення довіри до банківської системи не варто сподіватися на повернення коштів населення до неї, а отже і на її зміцнення та спроможність генерувати належні обсяги ресурсів, необхідних для прискореного відновлення країни. **В умовах нестабільності** значна частина гривневих ресурсів населення завжди буде **спрямовуватись на готівкові валютні ринки**, що означатиме постійний девальваційний тиск, з можливими періодичними шоками попиту та курсовими шоками. Наслідком **стане подальша неспроможність НБУ обмежити інфляційні тенденції**, тобто ефективність політики інфляційного таргетування виявиться сумнівною.

Підкреслимо, **обвали на валютному ринку** не лише призводили до здешевлення українських активів, втрати купівельної спроможності і добробуту населення, а й фактично **знищували інвестиційний потенціал**, оскільки в умовах надмірних коливань валютних параметрів ставало практично неможливо визначати дохідність і ризиковість інвестиційних проектів.

Підсумовуючи вищенаведене, зробимо **певні узагальнення. Економічна криза в Україні 2014-2015рр.** стала **закономірним результатом** не лише військової агресії Росії та зумовлених нею розривів усталених економічних зв'язків, закриття ринків та зростання інвестиційних і комерційних ризиків, але насамперед – **наслідком хибної макроекономічної політики** й особливо її монетарної складової. Мала відкрита економіка країни, значним чином залежна від зовнішньої кон'юнктури і міжнародних потоків капіталів, фактично не змогла вийти із стану рецесії після глобальної кризи й надалі **погіршувала конкурентоспроможність, втрачала інвестиційну привабливість**, а з тим і знижувала потенціал для відновлення хоча б у середньостроковій перспективі. Накопичені роками численні структурні диспропорції та домінування застарілих технологій об'єктивно потребували значного розширення пропозиції грошей з метою фінансування масштабних інвестицій у модернізацію. Натомість структурно хвора економіка отримала прямо протилежне, що не могло не штовхнути її в стан кризи, а потім і в депресивний стан.

Серед найбільш важливих **негативних чинників** макроекономічного впливу виокремлювалась **обмежуюча монетарна політика**, яка не лише вимивала ресурси з реального сектору, але й погіршувала фінансові можливості України порівняно з переважною більшістю висхідних країн, для яких характерною була саме монетарна експансія, що зумовило подальше погіршення інвестиційної привабливості української економіки, яка і без того потерпала від невисокої оцінки інституційної якості бізнес-середовища. Така **ситуація в Україні принципово відрізнялась від основного тренду економічної політики останніх років**, яка спостерігається в розвинутих, а також успішних висхідних країнах – **розширення пропозиції грошей**.

У період після глобальної кризи саме нарощування пропозиції грошей у розвинутих і провідних висхідних країнах підтримувало їх банківські системи, а також формувало ресурси, необхідні для інвестування, стимулювання інновацій та забезпечення сталого зростання. В Україні ж неспроможність запровадити ефективну підтримку бізнес- та інвестиційного середовища, у т.ч. через створення сприятливих умов для доступу до фінансових ресурсів, погіршувало конкурентоспроможність як в коротко-, так і середньостроковій перспективі, спонукало інвесторів (як вітчизняних, так і іноземних) до виведення капіталів з

країни, що **утворювало негативні ланцюги системного економічного погіршення, які мали властивості самовідтворення.**

Виходячи з цього, **необхідно здійснити системну корекцію монетарної політики країни, яку формує та реалізує її центральний банк.** І серед принципових завдань такої корекції економічної політики слід виокремити два, які видаються пріоритетними¹⁰³.

По-перше, центральному банку країни необхідно запровадити **чіткий і жорсткий контроль за механізмами рефінансування комерційних банків.** Якщо ресурси рефінансування продовжуватимуть надаватись на «традиційній» непрозорій основі, і комерційні банки зможуть використовувати кредитні ресурси (у т.ч. короткострокові) на валютні спекуляції, то будь-яке розширення рефінансування на підтримку економіки чи банківської системи неминуче призводитиме до нових девальваційно-інфляційних хвиль – з погіршенням монетарних складових економіки загалом, а з тим і до посилення депресивних тенденцій в реальному секторі економіки. **Механізми рефінансування мають отримати стратегічну орієнтацію і бути пріоритетно спрямовані на поповнення ресурсів кредитування тих банків, які збільшують фінансування інвестицій, особливо щодо проектів інноваційного спрямування.**

По-друге, принциповим завданням української влади (не лише монетарної) є **повернення валютних заощаджень громадян у банківську систему.** За експертними оцінками, сьогодні валютні заощадження населення поза банківською системою сягають кількох десятків мільярдів доларів, що набагато більше, ніж всі транші міжнародних фінансових інститутів, на які Україна сьогодні може розраховувати. Тобто, не сподівання і очікування чергової зовнішньої фінансової допомоги, а **послідовна розбудова інституційної спроможності залучення в легальний економічний обіг заощадження населення і бізнесу** – чи не єдиний реальний шлях швидкого зростання і розвитку України.

¹⁰³ Серед інших публікацій останнього періоду з проблем трансформації монетарної політики України варто звернути увагу, зокрема, на: Унковська Т., Джус М. Проблеми монетарної політики Національного банку України і необхідні напрями її реформування. / Політика Національного банку України щодо подолання фінансово-економічної кризи і формування монетарних передумов розвитку економіки. К.: ДВНЗ «Університет банківської справи», 2016. С.115-137.

Висновки та рекомендації економічної політики

1. Характерною особливістю сучасних глобальних політичних та економічних процесів є їх висока невизначеність та суперечність, що формує суттєві ризики і системні виклики стосовно перспектив і темпів економічного зростання як у світі, так і в окремих країнах. Це не лише незаперечно слугує обмежуючим чинником економічної динаміки у короткостроковій перспективі, а й формує додаткові інституційні підвалини розширення втручання урядів в економічну діяльність нібито для захисту національних ринків (посилення протекціоністських настроїв, політика девальвації національних валют для отримання цінових конкурентних переваг, наростання недовіри між країнами і цілими регіонами, а з тим – кризові процеси в глобальному та регіональному економічному регулюванні), що матиме негативні наслідки в аспекті рівня економічних свобод. Хоча провідним розвинутим країнам вдалося певним чином стабілізувати світову фінансову систему, уражену глобальною кризою 2008-2009рр., проте дискусії навколо джерел глобального відновлення поки не надають прийнятних відповідей стосовно здатності урядів продукувати політику стійкого економічного зростання та розвитку.

Сучасні багатоаспектні виклики, які постають у контексті стрімких технологічних зрушень, є тими складовими, які також зумовлюють істотну мінливість попиту на фінансові ресурси, інвестиції та капітали. Ця обставина суттєво ускладнюватиме запровадження ефективних заходів монетарної, фінансової, торговельної політики, а також міжнародної координації зусиль, спрямованих на забезпечення макроекономічної стійкості в умовах кардинальних глобальних трансформацій.

2. Визначальною складовою формування і задоволення глобального попиту на фінансові ресурси, виступає **монетарна політика США**, яка не лише забезпечує ресурсами внутрішні і міжнародні ринки, але й є найвагомішим чинником глобального попиту.

Загалом, в умовах посилення глобальних невизначеностей та ризиків, властивих перехідним епохам, найвірогідніше, значимість американського долара для світової економіки посилюватиметься, що, своєю чергою, матиме переважно позитивний вплив на експортну спроможність європейських і висхідних ринків, а з тим і посилення стабілізаційних процесів у світовій економіці загалом. Тому практично всі країни у формуванні власної економічної політики повинні брати сьогодні до уваги головні напрями монетарної та фінансової політики США.

Центральний банк США – ФРС – був серед лідерів запровадження нетрадиційних інструментів монетарного стимулювання, завдяки яким, *з одного боку*, країна переборола негативні наслідки однієї з найбільш руйнівних світових криз, *з іншого* – визначила напрями результативної та ефективної монетарної політики розвинутих і успішних висхідних країн. Найвагомішою складовою політики ФРС стало монетарне розширення або стимулююча монетарна політика, яку висхідні країни активно впроваджували услід за найбільшими розвинутими економіками (США, Великою Британією, Японією, ЄС). Ефективність цієї політики підтверджується тим, що навіть за значного рівня монетарного розширення інфляція у зазначених економіках утримувалась на низькому чи помірному рівні.

Важливою складовою політики забезпечення **фінансової стійкості для багатьох країн** сьогодні є нарощення їх валютних резервів, яке є особливо актуальним для тих європейських країн, які зберегли власну грошову одиницю (не увійшли в зону євро). Більший рівень витрат, пов'язаний з формуванням власних валютних резервів, дозволяє у випадку наявності власної грошової одиниці застосовувати у якості стабілізаційних заходів інструменти валютної політики, зокрема контрольоване зниження курсу національної валюти для відновлення зовнішньої рівноваги.

3. Серед найважливіших пріоритетів **економічної політики успішних висхідних країн**, які є обмеженими у допустимих рамках державних видатків (для відвернення інфляційних процесів), виокремлюється недопущення скорочення кредитування приватного сектору, а також підтримка балансів банківської системи, насамперед центрального банку країни. У більшості випадків основою монетарної експансії виступають валютні резерви (чисті зовнішні активи центрального банку). Водночас, для підтримки банківських балансів органи грошово-кредитного регулювання вдаються до заходів, які часто не вітаються міжнародними фінансовими інститутами, – посилення контролю за потоками капіталів, використання резервів для масованих інтервенцій на підтримку національної валюти, стрімке підняття процентної ставки тощо.

Характерним є те, що у висхідних країнах політика «кількісного пом'якшення», пов'язана з викупом активів центральним банком, не набула широкого застосування. Вагомим чинником такої «відмови» є те, що в умовах, коли у висхідних країнах рівень довіри населення до владних інститутів далеко не завжди є високим, масований викуп державних (і корпоративних) цінних паперів центральним банком розцінювався б як «незабезпечена емісія» і провокував би негативні інфляційні очікування.

4. Одним з вагомих системних ризиків для висхідної країни при запровадженні політики монетарного розширення для потреб стабілізації є те, що така політика може вести до зниження, недооцінки (і навіть ігнорування) необхідності впровадження інших невідкладних реформ, насамперед у фіскальному секторі, та структурному оновленні економіки країни загалом. Тому перед висхідними країнами актуалізується завдання формування стійкої політики зростання та розвитку, яка б адекватно відповідала сучасним глобальним викликам та ґрунтувалася б на активній взаємодії фіскальних та монетарних інструментів, *з одного боку* – для збереження ліквідності і платоспроможності, *з іншого* – для недопущення пригнічення реального та банківського секторів, а з тим – забезпечення недопущення втрат стратегічного характеру в аспекті економічного розвитку.

5. У контексті нинішніх **першочергових завдань для України** виокремлюється започаткування політики прискореного економічного зростання і стійкого розвитку, у т.ч. на основі забезпечення купівельної спроможності національної грошової одиниці. Це вимагає пошуку раціональних і збалансованих механізмів монетарної (у т.ч. валютно-курсової) та фіскальної стабілізації, адекватно вписаних у процес інтенсивного формування сучасних ринкових інститутів.

Така політика має ставити за мету амбітні цілі розвитку, які б реалізовувались через активізацію інноваційних процесів, а отже й через докорінну модернізацію структури економіки країни, нарощення в ній видів економічної діяльності, здатних продукувати значні обсяги доданої вартості. Проте саме на цьому напрямі істотні позитивні зрушення фактично відсутні, у т.ч. внаслідок низького рівня розширення пропозиції грошей.

Слід, однак, констатувати, що сьогодні Україна не в змозі визначитися з напрямками і заходами економічної політики, спрямованої на економічне прискорення. Заплановане Урядом упродовж 2016-2017рр. реальне річне зростання 2-3% є помітно нижчим, порівняно з прогнозними показниками світової економіки (зростання у 2016р. – 3,4%, 2017р. – 3,6%), висхідних країн загалом (4,3% і 4,7%, відповідно) і навіть висхідних європейських країн (3,1% і 3,4%, відповідно). Такі «українські перспективи» означають, що політика Уряду веде до поглиблення відставання України від успішних висхідних країн, дедалі більше виштовхує країну до периферії світового господарства.

6. Монетарна політика України характеризується відсутністю стратегічного бачення розвитку країни і невмінням застосовувати стратегічно орієнтовані підходи та механізми впливу. Цей фундаментальний «конструктивний дефект» нинішньої української макроекономічної політики не можуть приховати жодні декларативні заяви про євроінтеграцію та «безпрецедентний» за роки незалежності обсяг здійснених економічних реформ.

Відсутність навіть на поточний рік (не кажучи про перспективу) одного з найважливіших документів, необхідних для ефективного управління економічним розвитком – *Основних засад грошово-кредитної політики*¹⁰⁴, прозорого представлення реалістичних (а не декларативних) цілей, завдань, інструментів політики центрального банку країни надає підстави підозрювати НБУ у відсутності належного розуміння сучасних монетарних інструментів макроекономічного регулювання, а з тим – згубності деструктивної політики обмежень, які означають підштовхування національної економіки до депресивного стану.

Визначальним для інвесторів, поряд зі сприятливими, прозорими та рівноправними умовами економічної діяльності, є політична визначеність курсу розвитку країни. Звільнення економічної діяльності від згубних для неї олігархічних впливів (коли економічний успіх визначається ступенем наближення до владних повноважень, а влада і бізнес поєднані у нерозривному симбіозі, і економічні тренди визначаються не в рамках законів, а через групові олігархічні домовленості) є ключовою передумовою для ефективного розвитку грошових, фінансових і валютних ринків та реального, а не віртуального, досягнення макроекономічної стабілізації – через економічне зміцнення та зростання.

7. Непідготовлений перехід НБУ до політики т.зв. інфляційного таргетування не приніс макроекономічної стабільності Україні, радше посилив системну невизначеність, а з тим – і сумніви у населення й бізнесу в спроможності керівництва країни впоратись із сучасними викликами. Ледь не єдиними значущими заходами політики таргетування виявилися обмеження НБУ на грошових ринках.

При цьому був проігнорований власний досвід України, який переконливо засвідчує, що нарощування грошових агрегатів не має в українських умовах помітного впливу на інфляційну динаміку, а тому для випадку України намагання виключно монетарними засобами (насамперед, шляхом маніпулювання базовими процентними ставками) впливати на інфляційну динаміку не є коректним підходом.

Україна має високу «інфляційну вразливість» економіки до курсових шоків, і така вразливість ставала додатковим чинником посилення доларизації української економіки. Незначні періоди стійкості купівельної спроможності гривні періодично чергувалися з її суттєвим знеціненням, що створювало ілюзію економічного зростання за рахунок штучного стимулювання зовнішнього попиту на відносно дешеву українську продукцію.

Однак, українська економіка загалом не ставала при цьому більш конкурентоспроможною – внаслідок підміни необхідних для неї структурно-технологічних змін маніпуляціями на грошових і валютних ринках. Більше того, обвали на валютному ринку не лише призводили до здешевлення українських активів, втрати купівельної спроможності і добробуту населення, а й фактично знищували інвестиційний потенціал, оскільки в умовах надмірних коливань

¹⁰⁴ Хоча підготовка і опублікування Основних засад – це прерогатива Ради, а не Правління НБУ, проте це лише підкреслює інституційну неспроможність влади.

валютних, процентних, цінових параметрів ставало практично неможливо визначати довготермінову доходність і ризиковість інвестиційних проектів.

8. Замість системних антикризових заходів, які в умовах розгортання російської агресії і сталих тенденцій до погіршення зовнішньоекономічної ситуації потребували акценту на стимулювання масштабних структурних змін, НБУ фактично зосереджувався лише на можливостях подальшого підняття процентних ставок і адміністративних обмежень на валютних ринках. Така комбінація суттєво обмежила доступ економічних агентів до грошових ресурсів, посилювала ризики неплатежів і накопичення заборгованостей, призводила до різкого погіршення стану ліквідності у банківському секторі – а отже, істотно гальмувала так необхідні для економіки країни структурні перетворення.

Обмежувальна монетарна політика перетворилася в Україні в один з найбільш важливих негативних чинників гальмування розвитку. Вона не лише вимивала і продовжує вимивати ресурси з реального сектору, але й дедалі більше погіршує фінансові можливості країни порівняно з переважною більшістю висхідних країн, для яких характерною є саме монетарна експансія.

Така ситуація в Україні принципово відрізняється від основного тренду економічної політики останніх років, яка спостерігається в розвинутих, а також успішних висхідних країнах – розширення пропозиції грошей, що надає економічним агентам можливості продовження і активізації економічної діяльності навіть за несприятливого зовнішнього середовища.

9. Вочевидь політика монетарної експансії потребує чіткості, послідовності і прозорості в застосуванні належних інструментів, що має стати предметом постійного моніторингу центральним банком макроекономічного середовища з метою своєчасного виявлення загроз дестабілізації.

Проте, як видається, НБУ замість посилення прозорості, втратив контроль за використанням ресурсів, які надавалися комерційним банкам, насамперед, кредитів рефінансування, короткострокових (овернайт) міжбанківських кредитів тощо. В таких умовах неминучими стали посилення арбітражних (спекулятивних) тенденцій (насамперед на валютних ринках), виведення капіталів за кордон, стрімке погіршення балансів.

Тому центральному банку країни необхідно якнайшвидше запровадити чіткий і жорсткий контроль за механізмами рефінансування, підтримки та банкрутства комерційних банків. Якщо ресурси рефінансування продовжуватимуть надаватися на непрозорій основі «своїм», а окремі банки виводитимуться з ринку на основі не ринкових критеріїв, а персоніфікованих та політизованих уподобань, то неминучими будуть нові девальваційно-інфляційні хвилі – з погіршенням монетарних складових економіки загалом, і з тим – поглибленням депресивних тенденцій в реальному секторі економіки.

10. Стратегія економічного розвитку в Україні має належним чином враховувати підтверджені реальною практикою України взаємозв'язки між монетарними агрегатами та економічною динамікою, і серед них те, що вагомою складовою реального економічного зростання в Україні в окремі періоди було саме монетарне розширення. Суттєве зростання реального ВВП в Україні досягалось у ті роки, коли грошова маса суттєво зростала (на 40-50%), обмеження ж зростання грошової маси (нижче 10%) пов'язувалось із значним падінням реального ВВП. Тому й нинішнє монетарне стискання, мало впливаючи на інфляцію, насамперед, є гальмом для відновлення економічного зростання.

В Україні спостерігаються, *з одного боку*, досить слабкі безпосередні впливи монетарних агрегатів на цінові параметри, *з іншого* – високий незабезпечений попит українського бізнесу на доступні фінансові ресурси, необхідні для розвитку. За таких умов стверджувати про надійне «управління» інфляцією (зادля досягнення цілей інфляційного таргетування) через інструменти монетарної політики некоректно, оскільки зміни в монетарних агрегатах можуть і не призвести до бажаних цінових змін, а тому й не буде адекватної реакції ринкових агентів на застосування державою інструментів монетарної політики.

11. При цьому, саме через управління пропозицією грошей можна досягати економічного зростання навіть за наявності підвищених темпів інфляції, які, як правило, супроводжують періоди кардинальних структурних змін. Тому й нинішні спроби НБУ монетарного «управління» інфляційними процесами з ігноруванням потреб монетарного стимулювання реального сектору не виглядають належно обгрунтованими та, скоріш за все, не дадуть позитивних результатів.

Розуміння НБУ стабілізаційних заходів як розширення і посилення різноманітних обмежень (для населення і бізнесу), у т.ч. в аспекті «недопуску» економічних агентів до їх власних ресурсів, призводило і призводить не до стабілізації, а навпаки – до ще більших втрат населення та бізнесу від політично вмотивованих банкрутств окремих банків та до посилення сумнівів у спроможності знайти ефективні рішення для виходу з кризи. В таких умовах для економічних агентів втрачаються будь-які орієнтири стосовно напрямів стабілізації макроекономічного середовища, а також довіри до застосовуваних інструментів приборкання у коротко- та довгостроковій перспективі інфляційних та девальваційних чинників.

12. Принциповим завданням української влади (не лише монетарної) є повернення у банківську систему валютних заощаджень громадян, обсяг яких поза банківською системою нині сягає кількох десятків мільярдів доларів – що набагато більше, ніж Україна сьогодні може залучити ззовні. Тобто не сподівання і очікування чергової зовнішньої фінансової допомоги, а послідовна розбудова інституційної спроможності залучення в легальний економічний обіг заощаджень населення і бізнесу – чи не єдиний реальний шлях швидкого зростання і розвитку України.

В умовах нестабільності значна частина гривневих ресурсів населення завжди буде спрямовуватись на готівкові валютні ринки, що означатиме постійний девальваційний тиск з неминучими курсовими і ціновими шоками. Без повернення довіри до банківської системи не варто сподіватися на повернення коштів населення до неї, а отже і на її зміцнення та спроможність генерувати належні обсяги ресурсів, необхідних для прискореної відбудови країни. Тому саме відновлення довіри до центрального банку країни має стати одним з головних пріоритетів інституційного розвитку в Україні.

Тіньовий ринок валюти – виклики для монетарної політики України

Олександр Жолудь,

асоційований експерт Центру економічної стратегії

Одним з вагомих виявів кризового стану української економіки є наявність значного тіньового сектору. Зрозуміло, що динаміка тіньової економіки безпосередньо і опосередковано впливає на монетарні (грошово-кредитні) показники. Так, оскільки значна частка операцій тіньової економіки виконується у готівковій формі (як у національній, так і іноземній валютах), то й зміни в економічній активності (у т.ч. тіньового сектору) часто призводять до підвищення (важко контрольованого) попиту на готівкові гроші¹⁰⁵, що, своєю чергою, може суттєво послабити раціональність та змістовність монетарної політики.

В Україні у 2014-2015рр. через сплеск інфляції та ослаблення гривні до більшості світових валют попит на валюту з боку економічних агентів значно збільшився, проте це адекватно не відображено в офіційній статистиці через розвиток неконтрольованого (тіньового) ринку готівкової іноземної валюти. Залучення ж готівкової валюти у банківську систему та витіснення її гривнею як засобом платежу мало б покращити фінансовий стан банків та полегшити проведення кредитно-грошової політики НБУ. Тому метою цієї роботи є **виявлення чинників тіньового ринку валют, а також оцінка його основних характеристик** – обсягів, взаємозв'язків з офіційною економікою та впливів на неї тощо.

Ситуація в Україні. Насамперед, зазначимо, що в Україні значна частина заощаджень населення зберігається в іноземній валюті – це є передусім результатом недовіри до національної грошової одиниці, що імовірно пов'язано з гіперінфляцією у першій половині 1990-х років (інфляція понад 10 000% у 1993р.) та переважно високою інфляцією у наступні роки. Це призводило до того, що у середньотерміновій перспективі, у відповідності до теорії паритету відносної купівельної спроможності, відбувалося знецінення національної валюти.

Політика де-факто фіксованого курсу протягом 2000-х років, коли замість того аби дозволити зміцнення гривні, центральний банк нарощував валютні резерви і допускав прискорення інфляції, також спонукає більшість економічних агентів розглядати імовірність удорожчання гривні щодо долара США (чи євро) набагато меншою, аніж зворотній процес.

Причини виникнення тіньового ринку валюти (готівковий компонент).

Серед історично першочергових причин тінізації валютного ринку, які, втім, чинні донині, виокремимо наступні:

- висока інфляція та її волатильність;
- девальваційні очікування та недовіра до національної грошової одиниці як засобу збереження вартості;
- доларизація боргових зобов'язань;
- наявність неформального сектору економіки, що формує пропозицію на «тіньовому» ринку;

¹⁰⁵ Schneider F., Enste D. Hiding in the Shadows. – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues30/>.

- слабкий рівень інституційної спроможності державних органів і, відповідно, низька премія за ризик у частині відмінності між курсом на тіньовому та офіційному ринках;
- недовіра до банківської системи – переведення значної частки розрахунків та заощаджень в готівкову форму.

Офіційних даних про те, які обсяги валюти знаходяться на руках населення, немає. Проте, якщо частка валютних депозитів у загальних депозитах населення може слугувати непрямим мірилом – на кінець першого кварталу 2016р. цей показник становив 55,5%¹⁰⁶ – то, відповідно, аналізовані обсяги становили 40-50% від сукупної гривнево-валютної готівки, тобто \$12,8 млрд., що й може вважатись нижньою межею оцінки.

Зауважимо, для порівняння, використовуючи ті самі розрахунки з даними на кінець 2013р., отримуються значно вищі обсяги – \$21,7 млрд. Проте, малоімовірно, що упродовж 2014-2016рр. відбулося таке значне скорочення – навпаки, інші непрямі методи свідчать про зростання обсягів готівкової валюти на руках населення. Тому радше слід вести мову про значно вищі (принаймні удвічі) показники, особливо у короткотерміновій перспективі.

Попит і пропозиція іноземної валюти на неформальному ринку.

Нагадаємо, в Україні іноземну валюту використовують з двома цілями:

- як засіб платежу (*currency substitution*)
- як засіб заощадження (*asset substitution*)

Попит на валюту як **засіб платежу** на неформальному ринку, за нашими оцінками, формують:

- неофіційні імпортери, які не можуть проводити банківські платежі, передусім – малі фірми, що займаються імпортом одягу/взуття/електроніки і прямими продажами або використанням у роботі (наприклад, запчастини);
- населення та рідше бізнес, що має борги у валюті, проте не бажає втрачати на менш вигідному обмінному курсі в банку або не може легально придбати валюту;
- бізнес, що оплачує послуги іноземців або громадян, що надають перевагу іноземній валюті – у першу чергу, неформальні експортери (докладніше нижче);
- легальні фірми-імпортери, які мають проблеми з вчасним отриманням валюти для розрахунків по своїх контрактах.

Пропозицію валюти як **засобу платежу** на неформальному ринку, на нашу думку, формують:

- «сірі» експортери, зокрема, таких товарів, як цигарки чи бурштин. В останньому випадку іноді по всьому ланцюжку від експортера до старателя використовується виключно іноземна валюта¹⁰⁷;
- офіційні експортери, які вивезли продукцію за заниженою ціною і сформували певний обсяг валюти на рахунках за кордоном. За нашими оцінками, це джерело не є значним, бо потреби експортера у гривні мають покриватись через обов'язковий продаж частки валютної виручки (на момент написання статті – 65%, хоча ще нещодавно – 75%).
- заробітчани, що передають кошти своїм родинам у готівковій формі тощо.

Основний обсяг коштів у валюті як **засобі заощадження** зосереджений у домогосподарствах. Вони формують основу щоденних дрібних угод купівлі-

¹⁰⁶ У цій статті тут і далі, якщо не вказано інше, використані офіційні дані НБУ. – <http://www.bank.gov.ua/>.

¹⁰⁷ Наприклад, усі ціни, які обговорюють на основному сайті бурштинокопачів (<https://vk.com/amber.amber>), подані у доларах.

продажу валюти. Великі «сірі» імпортери можуть мати значно більші за обсягом окремі угоди, проте в загальній кількості транзакцій вони складають незначну частину та імовірно базуються на обмінних курсах, що складаються на ринку на момент угоди. Тому, навіть якщо не населення, а інші економічні агенти формують істотну частину обсягу купівлі-продажу, саме готівкова валюта на руках населення визначає обсяг як кількості транзакцій, так і обмінний курс.

Упродовж аналітичного дослідження і моделювання використовувались оцінки «сірого» імпорту (отримані від НБУ) та/або сукупного імпорту у якості змінної, що мала б пояснити попит на готівкову валюту. Проте відповідні показники виявлялись статистично незначимими і не покращували інтерпретацію результатів моделі. Можливо, це викликано варіативним лагом між купівлею валюти та імпортом товарів. Один з варіантів оцінки – відношення гривневих депозитів до гривневої готівки під час відсутності валютної/банківської паніки, що вказує що гривнева вартість обсягу готівкової валюти співставна з обсягом готівкової гривні в обігу.

Обсяги/оборот тіньового ринку валюти. Оцінка обсягів тіньового ринку та запасів готівкової валюти виконувалась двома методами математичного моделювання. Основна ідея моделей – припущення, що до значного зростання попиту на іноземну валюту у 2014р. між офіційними даними про окремі монетарні показники сформувалися стійкі зв'язки, які продовжували діяти й у 2014-2015рр. – під час значного зростання тіньового ринку готівкової валюти. Це дозволяє, базуючись на динаміці таких показників, оцінити фактичні обсяги неформального (тіньового) валютного ринку. Одним з результатів є те, що **офіційні дані** купівлі іноземної валюти населенням **занижують фактичний обсяг ринку** у кілька разів.

Теоретична модель та її специфікація. Для аналітичних цілей вважається, що готівкова валюта є такий самий товар, як і будь-який інший. Відповідно попит і пропозиція готівкової валюти є функцією від доходів, ціни (обмінного курсу – ціни долара США у гривнях) та інших факторів. Якби це був звичайний товар, то попит мав би бути негативно пов'язаний з ціною (вища ціна – менший попит), а пропозиція – позитивно. Водночас, готівкова валюта використовується в Україні передусім як засіб заощадження і попит на неї зростає у кризові періоди – тобто у той самий час, що і ослаблення гривні (інакше кажучи, зростання попиту відбувається за зростання ціни).

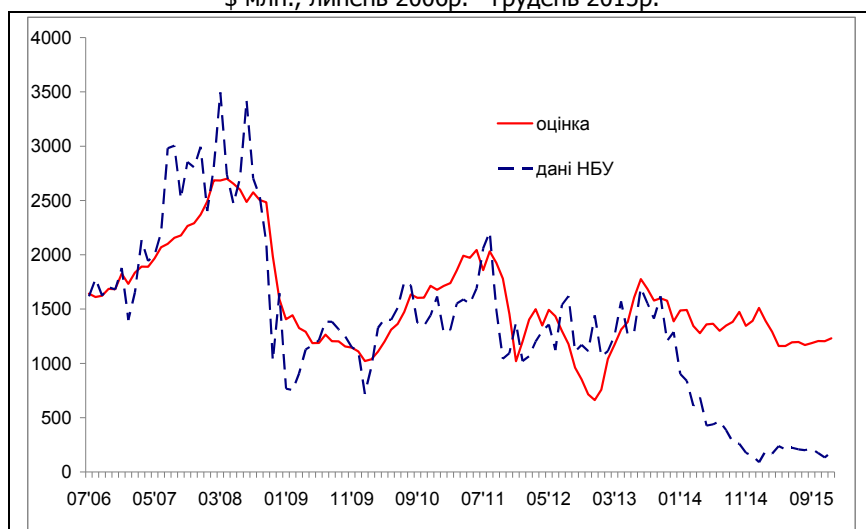
В рамках досліджуваної моделі припускається, що у 2005-2013рр. тіньовий валютний ринок був незначний і основна маса операцій відбувалася в офіційних обмінних пунктах та банках. Регресивні розрахунки обсягу ринку для 2014-2015рр. та їх порівняння з офіційними даними вказують на значну різницю з обсягами тіньового ринку.

Базовою специфікацією моделі є купівля готівкової валюти населенням (у гривні за середньомісячним курсом, дефльованій на Індекс споживчих цін – ІСЦ) як основна залежна змінна. Незалежні змінні – доходи населення (зокрема, середні номінальні зарплати дефльовані на ІСЦ), обмінний курс, різниця у процентних ставках за депозитами в гривні й іноземній валюті, реальна ставка за депозитами у гривні (ставка у період t дефльована на інфляцію за період $t - t-12$, тобто розглядаються 100% адаптивні очікування) та зміна обсягів валютних кредитів, виміряних у доларах США, порівняно з попереднім місяцем.

Як вказувалось, основний період для аналізу – друга половина 2006р. до кінця 2013р., для якого припускається, що обсяги тіньового ринку були достатньо прив'язані до вищезазначених змінних. Отримані коефіцієнти дозволяють екстраполювати оцінку попиту на готівкову валюту на наступні 2014-2015рр., і таким чином прогнози показники порівнюються з офіційною статистикою НБУ, що, крім іншого, дає підстави стверджувати, що різниця і є апроксимацією для

обсягів тіньового ринку валютної готівки (діаграма «Офіційний та оціночний обсяг купівлі...»¹⁰⁸).

**Офіційний та оціночний обсяг купівлі готівкової валюти населенням,
\$ млн., липень 2006р. - грудень 2015р.**



Згідно з результатами моделювання (і за умови коректності припущень), в Україні останніми роками проявився потужний неформальний ринок купівлі-продажу готівкової валюти. Середньомісячні обсяги купівлі валюти на ньому (брутто) склали у 2015р. понад \$1,2 млрд. (для порівняння, на легальному ринку – менше \$200 млн.). Таким чином, упродовж 2014-2015рр. обсяг готівкової валюти на руках населення зріс приблизно на \$10 млрд., або понад 10% ВВП 2015р.

Потенційні проблеми. Звичайно, слід висловити певні застереження стосовно результатів проведеного аналізу, а тому з обережністю ставитись до отриманих оцінок. Насамперед, вкажемо, що екстраполяція даних застосовується до періоду, упродовж якого відбулося багато шоків змін, які складно змодельювати:

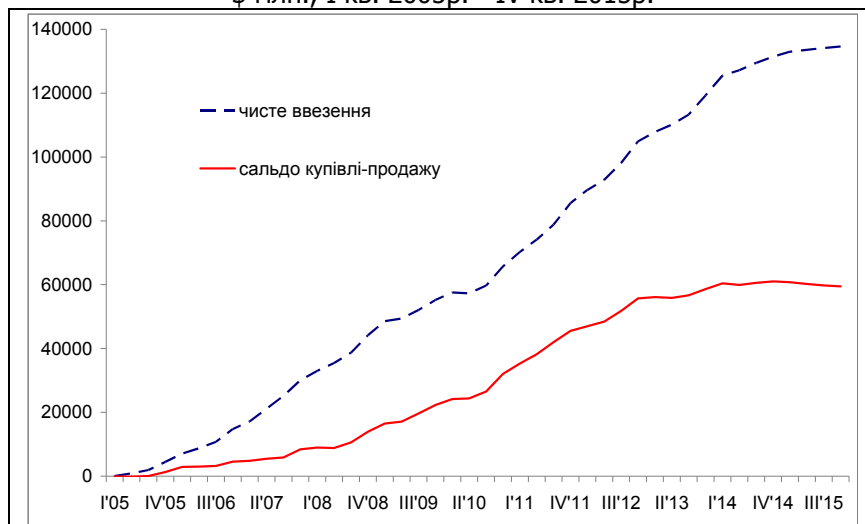
- анексія Криму та частини Донбасу, що зменшує сукупний ринок та сукупний попит на готівкову гривню. Перехід т.зв. народних республік на російський рубль призвів до того, що українські підприємства, які продовжують працювати на цій території, виплачують зарплати на картковий рахунок у гривні, але й частина працівників отримують зарплати в рублях/доларах;
- найбільше за останні 20 років зростання річної інфляції (понад 43% у 2015р.) призводить до глибшого за наявне у базовому періоді падіння фактичних обсягів гривневої готівки у реальному виразі;
- глибоке економічне падіння, скорочення доходів та, можливо, зміна споживчих преференцій (з огляду на високу нестабільність та ризики);
- значне скорочення кількості банків та найбільш тривалий та масштабний вплив депозитів з банківської системи;
- суттєво вища за наявну у базовому періоді моделі зміна обмінного курсу.

Іншою потенційно значною проблемою може бути невідповідність даних щодо офіційного нетто-ввезення іноземної валюти в Україну та нетто-купівлі валюти населенням (діаграма «Кумулятивне нетто-ввезення іноземної валюти...»). За очікуваннями ці вказані ряди мали б бути подібними – навіть якщо людина отримала кошти з-за кордону на свій рахунок і перевела їх у іноземну готівку з оплатою певних товарів чи послуг в Україні (хоча це є певним порушенням

¹⁰⁸ Розрахунки: Центр економічної стратегії, 2016р.

законів країни) – ці кошти мали б врешті-решт потрапити на готівковий ринок валюти, оскільки принаймні хтось з контрагентів мав би витрати у гривні. Розрив майже вдвічі між цими показниками може свідчити про низьку якість статистичних даних, використаних у моделях, що погіршує значимість отриманих результатів.

Кумулятивне нетто-ввезення іноземної готівкової валюти банками та сальдо купівлі-продажу валюти населенню, \$ млн., I кв. 2005р. - IV кв. 2015р.



Вплив тіньового валютного ринку на офіційну економіку, грошово-кредитну та фінансову політику. Звичайно, значні обсяги тіньового ринку є проблемою як для уряду і центрального банку, так і громадян:

- Уряд опосередковано не отримує податків і зборів від зовнішньоторговельних операцій, оскільки за зарегульованості офіційного ринку і наявності неформального ринку валюти формуються стимули для виведення принаймні частини валютних операцій з легального поля.

За нашими експертними оцінками, прямий зиск від наявності пенсійного збору є меншим порівняно з непрямими втратами легального ринку обміну, який стрімко звужується, що може слугувати аргументом на користь скасування відповідного збору;

- центральний банк **не може ефективно провадити монетарну політику** через (а) відсутність адекватної статистики та (б) наявність «паралельного» грошового обігу (поза контролем НБУ).

Менша ефективність монетарної політики ускладнює (а іноді навіть унеможлиблює) досягнення визначених цілей, зокрема в частині споживчої інфляції, що **підриває довіру економічних агентів до можливостей центрального банку**. На сьогодні саме довіра до заяв центробанку вважається більшістю економістів основним інструментом впливу на очікування економічних агентів;

- комерційні банки мають **проблеми із залученням депозитів** (та відпливом наявних депозитів), що робить кредитування більш дорогим, скорочує терміни кредиту та підвищує ризики нестачі ліквідності. Як вказувалось, за 2014-2016рр. депозити населення в іноземній валюті у доларовому вимірі скоротились вдвічі;
- легальний бізнес, в першу чергу підприємства, які займаються експортно-імпортною діяльністю, змушені користатись неформальним ринком, що стимулює переводити «в тінь» й інші елементи їх діяльності;
- домогосподарства втрачають неотримані відсотки, утримуючи готівку (замість збереження коштів у банківській системі), а також можуть наражатись на **ризик втрати коштів** при нелегальному обміні валюти.

Висновки та рекомендації. Україна має **стабільно високий рівень доларизації депозитів**, а готівкова іноземна валюта відіграє роль як платіжного засобу (незважаючи на формальну заборону), так і засобу заощадження. Це, як і в інших перехідних економіках, **спричинено передусім недовірою до національної валюти**, яка, на думку частки економічних агентів, не в змозі виконувати усі функції грошей. Досвід перехідних економік свідчить, що доларизація часто лишається на високому рівні навіть після тривалого періоду низької інфляції.

Необхідно розуміти, що доки економічні агенти не довірятимуть національній грошовій одиниці, вони завжди знайдуть способи обійти будь-які накладені державою обмеження.

Тому зосередитись треба **не на пошуку нових методів обмеження функціонування офіційного обмінного ринку**, а на створенні умов, які б стимулювали економічних агентів **використовувати альтернативи** готівковій іноземній валюті.

У розробці своєї **монетарної політики НБУ** має як мінімум **враховувати значні обсяги іноземної валюти, що знаходяться поза банківською системою** і використовуються як засіб платежу та заощадження, як максимум – розробити і впровадити методи залучення цих коштів у фінансову систему.

Для цього необхідно поступово зменшити обмеження на готівковому ринку – при виборі між формальним та неформальним обміном більшість економічних агентів надасть перевагу легальному обміну, як такому, що несе менше ризиків. Розвиток ринку деривативів, у першу чергу ф'ючерсів, також має сприяти додатковим можливостям **хеджування ризиків** та переходу з неофіційного до легального ринку.

Нарешті, важливим є **проведення соціологічного дослідження (опитування)**, яке б надало альтернативну оцінку обсягу іноземної готівкової валюти на руках населення, визначило основні причини вибору такої форми заощаджень та напрями нових змін стосовно методів заощадження.

На основі результатів опитування можна було б розробити комплекс заходів спрямованих на зменшення доларизації економіки, посилення прозорості, раціональності і змістовності монетарних інструментів, досягнення стійкого економічного зростання у середньостроковій перспективі.

Монетарне стимулювання економічного відновлення України: потенційні можливості та реальні обмеження

Владислав Зимовець,

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

Наталія Шелудько,

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

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

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

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

Низький рівень видатків на економічну діяльність та недостатня інвестиційна активність держави

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Декапіталізація банків та проблема відновлення кредитування

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

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

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

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

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

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

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

Втрата банками спроможності виконувати зобов'язання перед вкладниками. На початку 2014р., коли розгорнулась банківська паніка, підприємства втрачали спроможність обслуговувати борги і потребували фінансової реструктуризації, домогосподарства ж виявляли аномально високий попит на готівкові кошти та прагнули якомога швидше вилучити кошти з банків. Зростання геополітичних ризиків зумовило аномально високий відсоток вилучення коштів: лише протягом 2014р. домогосподарства вилучили 22% депозитів у національній і 40% – в іноземній валюті.

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

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

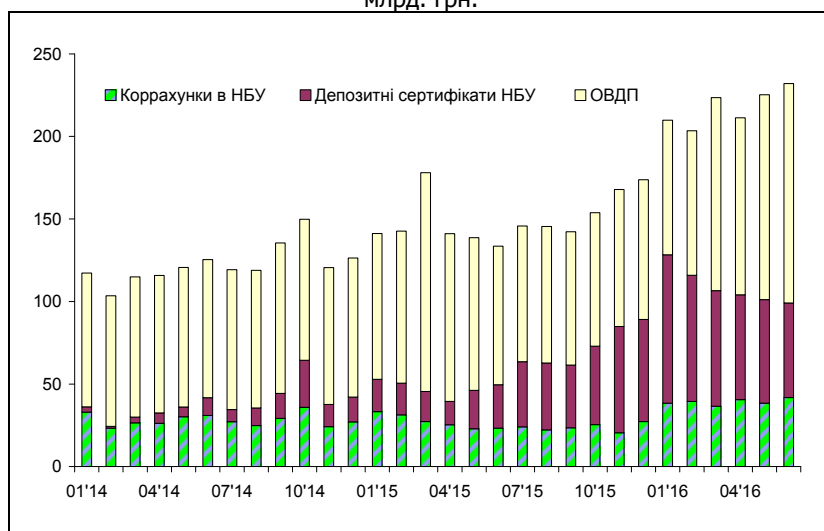
¹¹¹ Кредити / Інфляційний звіт. Січень 2016 року. – <http://www.bank.gov.ua/>.

Поряд із впливом інших чинників банківська паніка призвела до технічної неплатоспроможності, введення тимчасової адміністрації та ліквідації значної частини банків (кількість банків, які мають банківську ліцензію, зменшилась із 180 на початок 2014р. до 116 на 1 лютого 2016р. (без неплатоспроможних банків))¹¹². Не сприяла відновленню довіри до банків репресивна тактика НБУ щодо виведення з ринку проблемних банків, яка фактично означає перетворення регулятора на інструмент перерозподілу банківського капіталу.

Потенціал банківського кредитування та обмеження його реалізації.

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

Ліквідні кошти банків України,
млрд. грн.



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

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

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

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

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

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

Не сприяє відновленню довіри до банків специфіка проведення реформ у фінансовому секторі. Реформи, офіційно проголошені з метою оздоровлення та виведення з ринку проблемних фінансових інститутів, фактично спрямовані на реолігархізацію економічних відносин¹¹³.

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

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

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

Ми дотримуємось точки зору, що зростання боргової залежності збільшує вірогідність банкрутства підприємства відповідно до теорії «компромісу» С.Майерса, згідно з якою структура капіталу підприємств може зміщуватися на користь боргової складової лише до того моменту, коли вірогідність фінансової скрути стає відчутною¹¹⁴. Відповідно до теорії надмірне нарощування боргів є неможливим у зв'язку із зростаючою протидією ринкових механізмів, які забезпечують самоочищення фінансової системи від переобтяжених боргами підприємств («токсичних» елементів) через процедуру банкрутства та інші механізми переходу прав власності на активи.

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

¹¹³ В Украине происходит перераспределение банковского капитала в рамках "реолитархизации" экономики. – http://zn.ua/ECONOMICS/v-ukraine-proishodit-pererazdel-bankovskogo-kapitala-v-ramkah-reoligarhizacii-ekonomiki-galchinskiy-208526_.html.

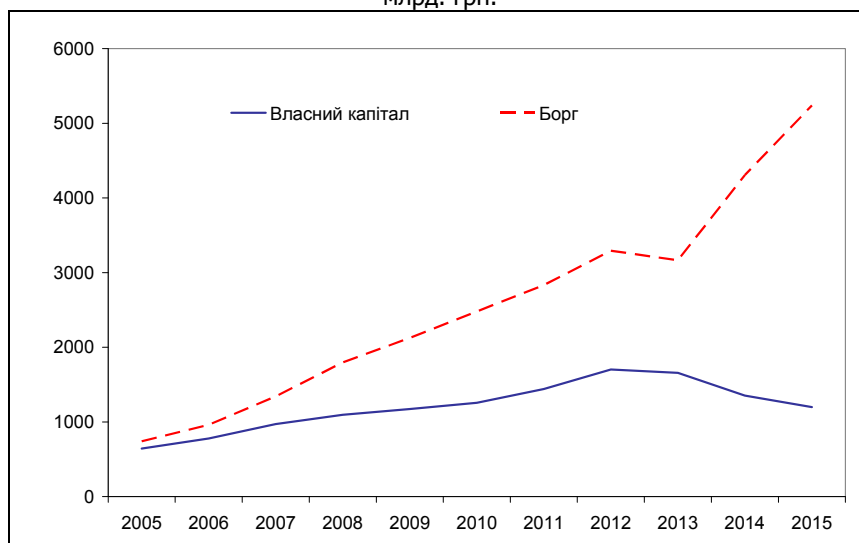
¹¹⁴ Myers S. The capital structure puzzle // Journal of Finance, 1984, № 39, pp.575–592. – http://ecsocman.hse.ru/data/851/126/1231/myers_-_cs_puzzle_1983.pdf.

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

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

Різновекторні тенденції власного капіталу і боргу у корпоративному секторі економіки України

млрд. грн.



Якщо до 2013р. мало місце відставання темпів зростання власного капіталу від нарощування боргів, то з 2014р. сформувались різновекторні тенденції – власний капітал підприємств корпоративного сектора зменшується, а борги зростають. Упродовж 2013-2015рр. власний капітал підприємств зменшився більш ніж на 500 млрд грн. або на 30%, порівняно з його обсягами на кінець останнього довоєнного року¹¹⁶. Основними причинами декапіталізації підприємств корпоративного сектора у цей період були збитки внаслідок скорочення попиту на внутрішньому та зовнішньому ринках, а також у зв'язку зі знеціненням гривні, припиненням бізнесу та фізичною втратою активів внаслідок окупації Росією значної частини території України.

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

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

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

з висхідною (*emerging*) економікою, то на кінець 2015р., за нашими оцінками, цей показник досяг 175 дні при тому, що для висхідних ринків – 71 день¹¹⁷.

Структура капіталу у корпоративному секторі економіки України

млрд. грн., на початок року

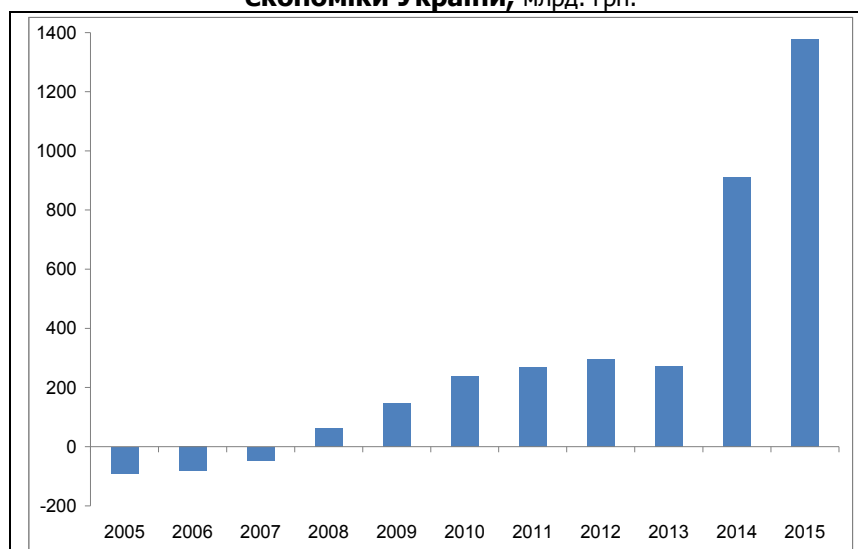
Показник	2005	2008	2010	2013	2014	2015*
Власний капітал	643,3	1094,6	1256,0	1657,9	1352,2	1198,0
Борг	740,0	1797,1	2480,0	3166,2	4306,7	5239,7
Банківський кредит	106,1	443,7	501,0	691,9	778,8	787,8
Інші зобов'язання	633,9	1353,4	1979,0	2474,3	3527,9	4451,9
Боргова залежність, рази	1,2	1,6	2,0	1,9	3,2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

* попередні оцінки.

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

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

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



¹¹⁷ Payment behavior: Who's paying the piper?. –

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

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

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

Аномально висока частка боргу у структурі капіталу підприємств корпоративного сектора економіки України є **фундаментальною причиною формування стійкої недовіри фінансових інститутів до бізнесу**. Оскільки фінансовий стан підприємств реального сектора має значення для їх доступу підприємств до позичкового капіталу¹²⁰, це стало однією з основних причин стагнації попиту на фінансові ресурси підприємств корпоративного сектора економіки. Навіть якщо окремо взяте підприємство може мати достатньо пристойні показники фінансової стійкості, то загалом бізнес-середовище в Україні оцінюється нами як вкрай ненадійне, переобтяжене великою кількістю токсичних ланок – неплатоспроможних підприємств.

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

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

Водночас упродовж 2014-2015рр. мала місце тенденція заміщення банківського кредиту сурогатними формами фінансування. Відомо, що поширення саме сурогатних форм боргового фінансування, а саме кредиторської заборгованості, є властивим для фінансів підприємств у країнах з перехідною економікою. Відповідно до узагальнень Р. де Хааса та М. Пеетерс, кредиторська заборгованість є альтернативною формою фінансування для тих підприємств, які **стикаються з надвисокими преміями при залученні зовнішнього фінансування**, у т.ч. банківського кредитування¹²¹.

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

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

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

¹²¹ De Haas R., Peeters M. The dynamic adjustment towards target capital structures of firms in transition economies. – http://www.ebrd.com/downloads/research/economics/publications/EoT_by_RDH.pdf.

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

Отже ризики втрат у разі банкрутства підприємств в Україні є в рази вищими, ніж у розвинутих країнах. Відповідно до А.Кортевега для підприємств з потенційно високими втратами від фінансової скрути (*financial distress costs*) навіть незначне зростання боргової залежності призводить до нелінійного зростання ризиків¹²³, **що паралізує кредитні відносини та є основною причиною нарощування сурогатних боргів.** Дисциплінуючий вплив банків на фінансовий стан підприємств послаблюється.

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

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

Дефіцит власного капіталу та недоступність позичкового капіталу, поряд із впливом інших чинників¹²⁵, спричинили наймасштабніше з часів «перебудови» падіння інвестиційної активності. В 2015р. порівняно з 2011р. в цілому по економіці реальні обсяги капітальних інвестицій скоротились майже на 60%.

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

¹²² Resolving Insolvency // Doing Business. World Bank. –

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

¹²³ Korteweg A. The Costs of Financial Distress across Industries. – http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID1015963_code340494.pdf?abstractid=945425&mirid=1.

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

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

Висновки і рекомендації

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

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

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

Пріоритетним завданням бюджетної політики держави є підвищення обсягів капітальних видатків зведеного бюджету до рівня 4-5%ВВП.

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

- усунення системної розбалансованості у взаємодії Уряду та НБУ, насамперед, в частині підтримки цінової стабільності і забезпечення економічного зростання, для чого необхідно:
 - ✓ скоригувати основну мету діяльності НБУ у бік її розширення, доповнивши завданням стимулювання економічного зростання;
 - ✓ забезпечити механізми функціональної взаємодії (координації) Уряду та НБУ у реалізації монетарної політики;
 - ✓ скоригувати стратегію переходу НБУ до режиму таргетування інфляції;
 - ✓ забезпечити формування нової каденції Ради НБУ;
- припинення репресивної і непрозорої тактики НБУ в питаннях виведення з ринку проблемних банків;
- забезпечення прозорості реалізації майна ФГВФО і зниження корупційних ризиків у діяльності Фонду;
- пріоритетний розгляд Верховною Радою пакету законопроектів, пов'язаних із посиленням прав кредиторів.

Шляхи відновлення банківського кредитування в Україні

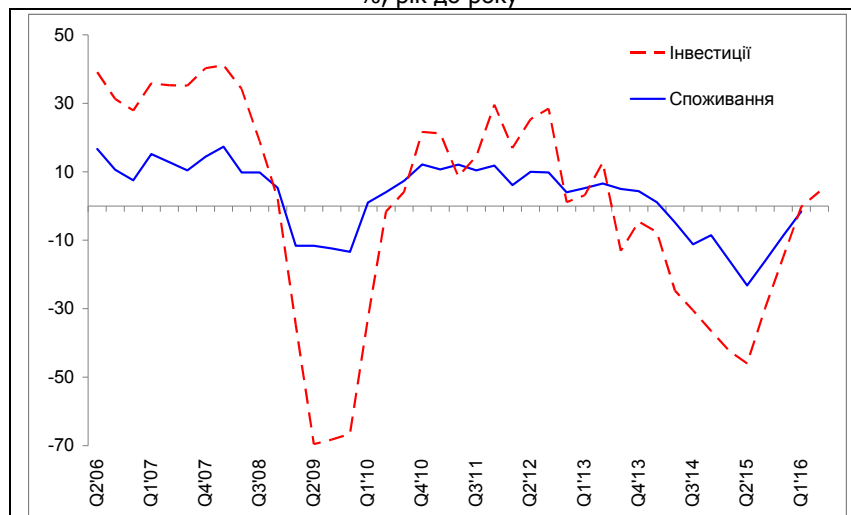
Валерій Прохоренко,
Голова Правління ПАТ "БТА БАНК"

Починаючи з 1990-х років, грошово-кредитна політика стала фактично основним інструментом макроекономічної стабілізації для країн з розвинутою економікою, відтіснивши на другий план фіскальну та зовнішньоекономічну політику. З розвитком перехідних економік держави все частіше вдаються до застосування монетарних заходів з метою забезпечення стабільності національної грошової одиниці, підтримання економічного зростання та загалом підвищення добробуту суспільства. В підсумку це остаточно оформило перехід переважної кількості країн від принципів кейнсіанства стосовно регулювання економіки до неокласичних принципів з очевидним наданням переваги монетаристським підходам.

Між тим, досвід подолання кризових явищ свідчить, що пом'якшення фінансових умов як результат дії інструментів грошово-кредитної політики може лише тимчасово зняти напругу на фінансових ринках. Фактично, інструменти грошово-кредитної політики є нейтральними по відношенню до зростання приватних і державних інвестицій у довгостроковому періоді. Також, кількісне пом'якшення та зниження процентних ставок до нульового рівня не призводить до відновлення кредитування. Така ситуація обумовлена, в першу чергу, слабким споживчим (та інвестиційним) попитом, стимулювання якого не можливо без проведення структурних реформ. І Україна не є виключенням (діаграма «*Приріст споживання та інвестицій в Україні*»¹²⁶).

Приріст споживання та інвестицій в Україні

%, рік до року



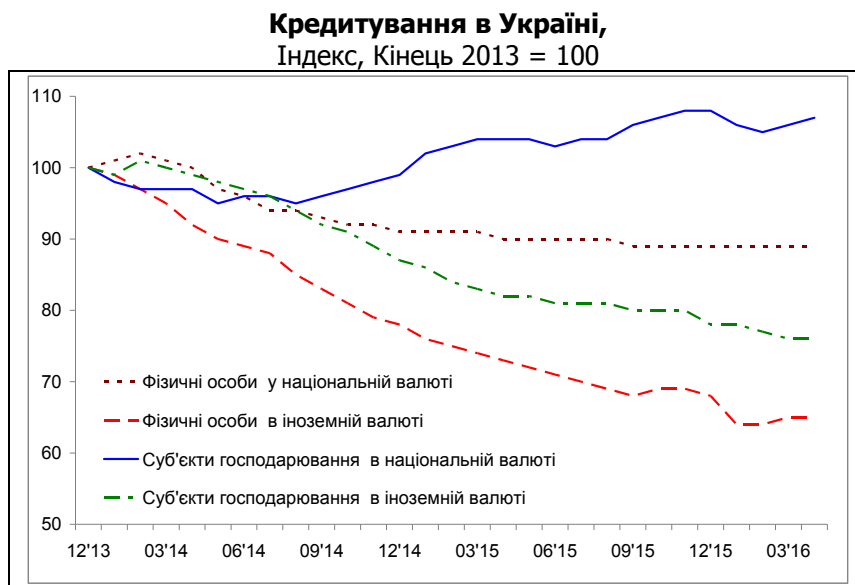
Впродовж усього періоду незалежності України на адресу Національного банку України (НБУ) як органу державного управління, що відповідає за проведення грошово-кредитної політики, висувалися звинувачення у несвоєчасній реакції на події в реальному секторі економіки та фінансовій системі, неврахуванні часових лагів під час запровадження тих чи інших монетарних заходів і в надміру дискреційному та адміністративному їх характері. Риторика особливо загострилась після 2008р., коли Україна зазнала надзвичайно негативного і болісного впливу світової фінансової кризи, та після 2014р., коли, після періоду відносної стабілізації, фінансова система країни отримала значні втрати, а

¹²⁶ В цій статті використані офіційні дані НБУ. Розрахунки автора.

обмінний курс гривні – кратної девальвації, що спричинило стрімке зростання споживчих цін, темпи яких були найвищими за останні 20 років.

Антикризові заходи, що впроваджувались органами державного управління в період 2008-2009рр. та 2014-2015рр. були спрямовані на досягнення монетарної стабільності в країні, в першу чергу – зниження темпів девальвації обмінного курсу гривні до долара США та відновлення цінової стабільності. Водночас, наявні дисбаланси у фінансовій та банківській системах були фактично «законсервовані».

Макроекономічна дестабілізація в Україні (2014-2015рр.), що була спричинена як суто внутрішніми факторами, так і суттєвим погіршенням зовнішніх економічних умов (зниження цін та попиту на вітчизняну експортну продукцію) остаточно порушила фінансову стабільність вітчизняної банківської системи та надзвичайно негативно вплинула на обсяги кредитування (діаграма «Кредитування в Україні»).



Аналіз динаміки кредитування у 2014-2016рр. свідчить про стрімке скорочення обсягів кредитування підприємств банками, як в абсолютних значеннях, так і відносно ВВП. Якщо за період з 2009-2013рр. середній рівень обсягів кредитів як частка ВВП складав близько 47%, то станом на початок 2016р. лише 39%. Водночас, відношення довгострокових кредитів (більше 5 років) до ВВП складає 5,5%, що безумовно є незадовільним показником.

Незважаючи на негативну динаміку кредитування, слід відзначити той факт, що в банківській системі у 2015-2016рр. сформувалась структурна позиція надлишкової ліквідності. Це обґрунтовано значним обсягом мобілізаційних операцій НБУ, щоденний обсяг яких складає в середньому близько 13 млрд. грн. При цьому, наявна вільна ліквідність не спрямовується банками для нарощування кредитування.

Існує цілий комплекс факторів, які мають негативний вплив на розвиток банківського кредитування в Україні. Відзначимо лише окремі з них, які стосуються виключно діяльності банківського сектору:

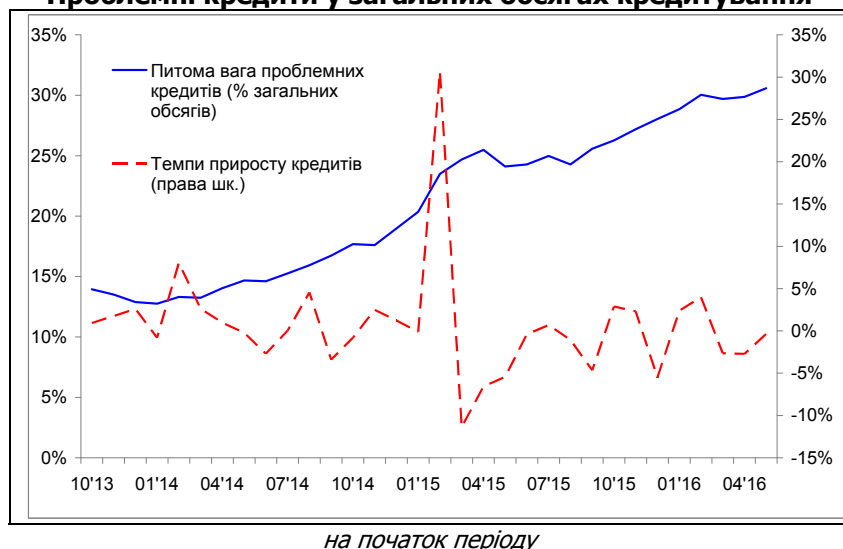
- Критично недостатній рівень довгострокової (понад 2 роки) ресурсної бази, яку банки можуть використовувати для інвестиційного кредитування. **Обсяг депозитів резидентів строком понад 2 роки у загальній структурі депозитів є критично низьким** і на сьогодні складає лише 1,9%, в той час як короткострокові депозити строком до 1 року близько 80% (діаграма «Питома вага строкових депозитів»);

Питома вага строкових депозитів % загального обсягу депозитів



- наявність у банків більш дохідних і менш ризикованих напрямів розміщення ресурсів, ніж кредитування – облігації внутрішньої державної позики (ОВДП). Рівень дохідності ОВДП строком до 3 років у 2015р. сягав понад 20%, що є суттєвим чинником пригнічення кредитної активності банків, у власності яких знаходиться понад 25% усього обсягу ОВДП;
- накопичення **значних обсягів проблемних кредитів** в банківському секторі (діаграма «Проблемні кредити у загальних обсягах кредитування»). Згідно офіційної статистики НБУ, питома вага недіючих кредитів у загальному обсязі кредитів станом на 01.05.2016р. сягала майже 30%. Однак, за окремими оцінками експертів, рівень проблемних кредитів перевищує 50% загального обсягу кредитів, що є критично високим показником для банківської системи;

Проблемні кредити у загальних обсягах кредитування



- низький рівень кредитоспроможності позичальників, що характеризується невисоким рівнем ділової активності; недостатністю та зниженням вартості ліквідного забезпечення; високими кредитними ставками (як через невизначеності щодо майбутньої вартості грошей через інфляційні та девальваційні очікування, так і премії за ризик); відсутністю механізму гарантування повернення кредитів та реального страхового захисту відповідальності за кредитними зобов'язаннями;

Визначені проблемні питання потребують системного та поетапного підходу, але, на жаль, лише тих інструментів, які є у наявності НБУ, недостатньо для їх вирішення.

Тому **вихідною точкою** має стати негайне розроблення та прийняття чіткої **Концепції інвестиційного кредитування в Україні (далі – Концепція)**, яка має об'єднати зусилля державних органів та забезпечити комплексний підхід щодо визначення та реалізації заходів, спрямованих на вирішення проблем, що стримують розвиток кредитування. Одним з ключових елементів Концепції мають стати визначені **пріоритетні інвестиційні напрями з метою захисту національних виробників від зовнішніх тисків!**

Одночасно, з метою стимулювання розвитку інвестиційного кредитування необхідно передбачити запровадження системи пільг та компенсаторів як інвестиційному кредиту, так і позичальнику кредитів на інвестиційні цілі, що визначені державою як пріоритетні. Активізувати інвестиційне кредитування банків могли б окремі з таких стимулів:

- **податкове стимулювання банків**, що кредитують пріоритетні інвестиційні напрями за пільговою ставкою (ставкою, яка менша за середню ставку кредитування по банківській системі) шляхом віднесення на валові витрати суми різниці між середньою кредитною ставкою в даному банку та ставкою пільгового інвестиційного кредитування позичальника;

- **зменшення оподаткування прибутку банків**, отриманого від довгострокових операцій з інвестиційного кредитування пріоритетних напрямів, які визначені Концепцією, терміном понад 5 років;

- **звільнення від оподаткування тієї частини прибутку банку**, яка буде направлена банками на інвестиційне кредитування пріоритетних для держави напрямів, принаймні в одному звітному періоді;

- посилення захищеності прав суб'єктів кредитних відносин через законодавче закріплення імперативних норм, які запроваджують мораторій на будь-яке судове оскарження факту отримання кредиту та статусу заставного майна, а також **запровадження загальнодержавного ринку (торгів) на базі єдиної електронної бази даних щодо видів заставленого майна, яке реалізуються з метою звернення стягнення для виконання зобов'язань за кредитними угодами**. Наявність такої бази даних та широкий доступ суб'єктів ринку до її ресурсів суттєво спростить для кредиторів процедуру та знизить витрати як кредитора, так і позичальника, що неодмінно позначиться на зменшенні вимог до розміру застави та здешевленні вартості кредиту для позичальника.

Вирішення проблеми формування **довгострокової ресурсної бази банків** лежить у площині довіри суспільства до банківської системи та національної валюти. Разом з тим, очевидним є те, що швидке відновлення обсягів довгострокових депозитів є маловірогідним сценарієм, оскільки залежить від рівня довіри як до національної грошової одиниці так і до банківської системи та влади в цілому. Стимулювання притоку депозитів за рахунок високих депозитних ставок (як премії за ризик) є безперспективним напрямком, оскільки призводить лише до накопичення процентного ризику та притоку спекулятивного капіталу.

За таких обставин уряд має взяти на себе відповідальність перед приватними вітчизняними інвесторами шляхом залучення коштів під конкретні проекти та програми з можливістю подальшої участі інвесторів у контролі та розподілу прибутку в таких проектах (як приклад, будівництво доріг з подальшою передачею їх в концесію; відновлення комунальної інфраструктури тощо). На жаль, часто подібні проекти реалізуються за державні кошти, а на обслуговування передаються вже приватним структурам.

Враховуючи зазначене, можливо, більш перспективним для розвитку довгострокової ресурсної бази банків є **активізація обігу та розвитку як первинного, так і вторинного ринку казначейських цінних паперів.**

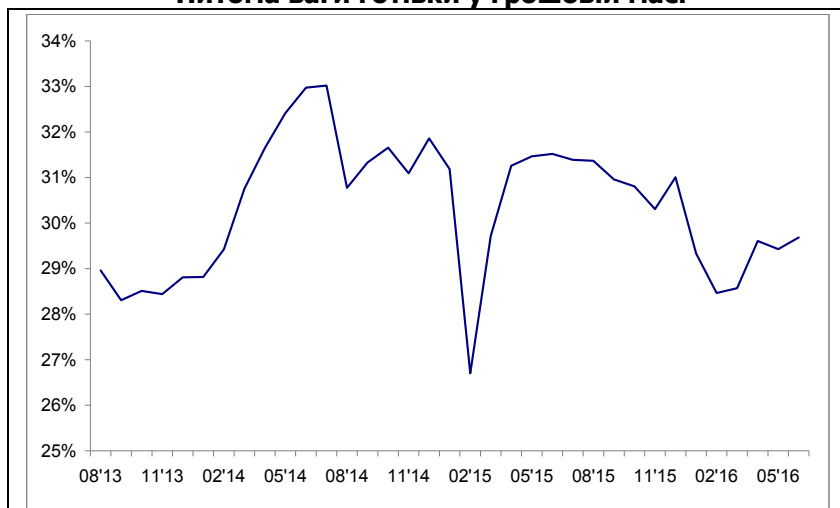
Разом з тим, враховуючи, що проблема по відновленню довіри до банківської системи є довготривалою, то основою цього ринку мають стати казначейські депозитні розписки або казначейські векселя. Законодавча база та технологічна інфраструктура для їх обігу вже сформована. Їх основними характеристиками мають бути:

- а) тривалий термін обігу (від 1 року, залежно від проекту);
- б) **визначене цільове направлення;**
- в) валюта номіналу – гривня.

Важливим ефектом впровадження ринку казначейських цінних паперів є вплив на **структуру ринку державних цінних паперів (ОВДП)**. Як було зазначено вище, на сьогодні основними власниками державних цінних паперів є НБУ – до 70% загального обсягу, банки – 25% і лише 5% – інші суб'єкти. Додаткове залучення ресурсів сприятиме зниженню дохідності державних цінних паперів, що вплине на його інвестиційну привабливість. Після ініціації випуску державних казначейських цінних паперів, можливим є розвиток і розширення ринку **депозитних сертифікатів банків**. Відповідно до діючого міжнародного досвіду існує доволі значна кількість видів депозитних сертифікатів (з плаваючою ставкою, з можливістю дострокового відкликання емітентом тощо). Враховуючи особливості розвитку фінансової системи України та в цілому низький рівень довіри до фінансових установ, доцільним є запровадження уніфікованого **депозитного сертифікату** призначеного для юридичних та фізичних осіб. Терміни обігу такого сертифікату знаходяться в діапазоні від 1 місяця до 5 років, процентна ставка є фіксованою. Важливою особливістю обігу депозитного сертифікату є те, що повернути кошти можна лише шляхом його реалізації на вторинному ринку або після закінчення терміну обігу. Крім цього, депозитний сертифікат як різновид цінного паперу також може виступати предметом застави.

Розвиток ринку депозитних сертифікатів та казначейських зобов'язань також є важливим заходом в контексті **впливу на зниження рівня готівки в обігу, оскільки** це не працюючі на економіку кошти, що знекровлюють банківську систему та зменшують її можливості щодо виконання своїх основних функцій, насамперед кредитування економіки.

Питома ваги готівки у грошовій масі



Питома вага готівки в грошовій масі в Україні історично знаходились завжди на високому рівні і ніколи не була нижчою 27% (діаграма «Питома ваги готівки у грошовій масі»). Станом на 1.06.2016р. цей показник складає близько 30% (хоча на думку експертного середовища, в дійсності він є значно більшим), що, звичайно, є дуже високим значенням в контексті стабільності національної грошової одиниці. Для прикладу, в європейських країнах питома вага готівки в грошовій масі становить 5-8%. З економічної точки зору висока частка готівки в

позабанківському обігу є небезпечним явищем, оскільки під впливом негативних очікувань суб'єктів ринку та сезонності, готівка може швидко спрямовуватися як на валютний ринок, здійснюючи девальваційний тиск на обмінний курс, так і на споживчий ринок, посилюючи інфляційний тиск, що часто трапляється в Україні.

Очевидним є те, що проблему виведення готівки з позабанківського обігу зусиллями лише НБУ не вирішити. Необхідним є комплексний підхід і об'єднання зусиль відповідних державних інститутів. Разом тим, за рахунок окремих заходів, спрямованих на розвиток безготівкових розрахунків, можна, принаймні, досягти стабілізації та поступового зниження обсягів готівки у обігу.

Відповідно до міжнародного досвіду Національному банку України та національним банківським асоціаціям доцільно врегулювати **питання встановлення комісії**, яка стягується з підприємств торгівлі та послуг (еквайринг), величина якої не повинна перевищувати певного рівня. У цьому контексті, можна послатися на досвід роботи Асоціації фінських банків, яка ініціювала підписання у 1980-х роках банками угоди про нульовий розмір міжбанківської комісії за дебетовими картками в національних системах платіжних карток, що **мало вирішальне значення для розвитку безготівкових платежів**.

Крім цього **Національний банк, як регулятор ринку, має запроваджувати не лише адміністративні, а й економічно-стимулюючі заходи**, спрямовані на розвиток безготівкових розрахунків:

- разом з обмеженням стелі розрахунків готівкою сприяти зменшенню кількості моніторингових ідентифікацій клієнтів;
- ініціювати податкові преференції у разі сплати податків виключно в безготівковій формі;
- систематизувати практику розвинутих країн щодо граничних сум розрахунків готівкою покупцями в сфері роздрібної торгівлі. Практику прямих заборон і граничної суми готівкових розрахунків впровадили уряд Італії (у 2011р. – €1 тис.), Греції – €1,5 тис. та деяких інших країн. При цьому, держава має взяти на себе зобов'язання стосовно побудови інфраструктури термінальних платежів та покриття інтернет-мережею кожного населеного пункту;
- спільно з банківськими асоціаціями та торгівельними підприємствами розробити стимули для споживачів, що використовують розрахункові картки (дисконти, пільги за розрахунки картками на державному рівні).

Наступним заходом, спрямованим на відновлення інвестиційного кредитування є **врегулювання питання проблемних кредитів**, які вже нагромаджені у банківській системі в обсягах, що є небезпечним для економіки країни. На жаль, в Україні до цього часу немає виробленого системного та прозорого підходу до вирішення цього питання, а той що діє, на фоні безпрецедентної трансформації банківської системи, накопичив безліч колізій та конфліктів інтересів між суб'єктами як владних так і приватних інститутів.

Можливо, більш ефективним є підхід, відповідно до якого, **банки могли б передавати неякісні активи** для подальшої реструктуризації створеним ними установам, що були б уповноважені запроваджувати різноманітні механізми їх реструктуризації. І головне, що б такі механізми були ринковими і направлені на вирішення інтересів банків, без адміністративного втручання. В рамках цього підходу найбільш поширеною моделлю реструктуризації неякісних активів є створення т.зв. «госпітальних банків», які за своїм призначенням схожі з компаніями з управління активами.

План Маршалла для України в умовах загроз світовому порядку

Олександр Савченко,

Ректор Міжнародного інституту бізнесу

Сталося так, що Україна остаточно звільнилась від московсько-православної цивілізації і почала форсовану інтеграцію в західну в часи, коли сучасний світовий порядок зіткнувся з новими викликами: авантюрою поведінкою Путіна, Brexit, загрозою непередбаченого Трампа, ІГІЛом тощо. Такі виклики не можна ігнорувати, принаймні науковцям та аналітикам. І аналіз української економічної проблематики своєю невід'ємною складовою має оцінку сучасних глобальних загроз.

Посилення глобальних дисбалансів. Перехід від золотовалютного стандарту до доларового породив залежність усього світу від фінансової системи США. Він став однією з причин глобалізації, оскільки зумовив можливість країнам-експортерам зростати набагато швидше, ніж це було можливо при золотовалютному стандарті. Адже запаси золота у країн-імпортерів завжди обмежені, а запаси доларів, принаймні у США, необмежені.

Основним бенефіціантом доларового стандарту став Китай, а також країни-експортери нафти і газу – Росія, арабські та латиноамериканські країни. Ці країни були впевнені, що доларів у світі завжди вистачить, в першу чергу для того, щоб оплатити рахунки за нафту і газ при будь-якому рівні цін на ці товари! Ця необмеженість доларового ресурсу розбещувала не лише США, але й експортерів нафти і газу. Більше того, саме це штовхало їх на отримання надприбутків за рахунок захмарних цін.

Ціни на енергоносії до недавнього часу зростали неймовірними темпами, розширюючи вигоди нафтогазовидобувачів. Але ще більшими темпами США «друкували» долари, щоб розплатитися за ці невиправдано дорогі ресурси. Хто виявився кінцевим вигодонабувачем в цьому шаленому змаганні – зрозуміло: очевидно, що друкувати гроші легше, ніж видобувати нафту і газ.

Але навіть така велика і міцна країна, як США, не змогла на сто відсотків убезпечити себе, інші країни та й світ у цілому від дисбалансів, що викликані гонкою цін на енергоресурси.

Саме ці дисбаланси і привели світ до кризи в 2008р. Більш того, США та ЄС «не помітили», що **Росія «тишком-нишком» дедалі більше нафтодоларів витрачала на гонку озброєнь, і вже у 2013р. стала мілітарною країною! Вона вже тоді почала шукати собі жертву. Очевидно, що такою стала неререформована, але демократична Україна – споконвічний ворог авторитарної Росії.**

Американці створили світову фінансову систему, в першу чергу, зручну для них. Її суть полягає в тому, що країни нетто-експортери змушені створювати для свого стабільного розвитку величезні золотовалютні резерви. Йдеться про трильйони доларів. Наприклад, напередодні карколомного падіння цін на енергоресурси золотовалютні резерви Китаю досягли \$3,95 трлн., Японії – \$1,3 трлн., Росії – \$495 млрд.

Створена система дозволяє США повертати ці доларові фінансові ресурси під найнижчі у світі відсотки! Причому, практично всі долари рано чи пізно повертаються додому.

Повернувшись до США, вони допомагають вирішувати багато економічних проблем, наприклад, збалансувати платіжний баланс країни. У США дефіцит поточного рахунку платіжного балансу (чистий імпорт товарів і послуг) величезний – за останні дванадцять місяців він перевищив \$473 млрд. (2,6% ВВП) і практично завжди дорівнює профіциту фінансового рахунку, тобто притоку іноземних інвестицій з-за кордону.

Дуже важливо зрозуміти, що майже все, що заробили від експорту Китай, Росія та інші країни, вони змушені повернути США у вигляді кредитів та інвестицій практично з нульовою прибутковістю! Причому ці країни фінансують не лише дефіцит торгівлі, але й дефіцит бюджету США, який у 2016р. очікується на рівні 2,5% ВВП країни!

Центральні банки звичайно мають альтернативи інвестуванню в американські активи. Це зберігання готівкових доларів або продаж їх на грошовому ринку комерційним банкам. Однак, якщо центральні банки будуть продавати багато доларів, то курс національних валют почне зростати, і їх експортний потенціал знизиться, що призведе не до профіциту, а до дефіциту зовнішньої торгівлі. Це означатиме кризу для таких економік, як Китай, Росія та інших.

Звичайно, крім США, аналогічні системи створили й інші країни – Японія, Англія, Швейцарія. Однак тут розмір має значення, і лише євро став реальною фінансовою силою, але не альтернативою долару.

Китай та особливо Росія вже давно шукають **шляхи побудови нової фінансової системи**, менш залежної насамперед від США. Одним з найбільш непрофесійних планів побудови такої системи є розробка радника В.Путіна – С.Глаз'єва. Цей план можна назвати масштабною дедоларизацією економіки Росії. Пропонується, щоб держава вивела всі активи і рахунки в доларах і євро з країн НАТО в нейтральні країни, а також провела випереджальний продаж облігацій країн НАТО і тих країн, які підтримали санкції проти Росії. Далі російські банки мають створювати 100% резерви за борговими зобов'язаннями нерезидентів, а державні корпорації та банківські установи мають замінити кредити в іноземній валюті від західних банків рублевими від російських.

Глаз'єв також пропонує комерційним банкам не повертати (заморозити) валютні зобов'язання. Такий план, на мою думку, вб'є російську економіку ще швидше, ніж санкції США та ЄС. Немає сенсу навіть критикувати ці беззмістовні рекомендації, як і поради його колеги В.Іноземцева (директора Центра досліджень постіндустріального суспільства), зокрема в частині рекомендацій стосовно домовленості про конвертацію боргів західних країн в активи в цих країнах, що могло б зняти обмеження на інвестиції з країн БРІКС до Європи та США. Стосовно цієї рекомендації можу лише сказати: «Святая простота».

Але є і досить серйозний план позбутися гегемонії США та ЄС у світовій валютно-фінансовій системі. Так, країни БРІКС створили банк розвитку (зі штаб-квартирою в Шанхаї) з капіталом \$100 млрд. та фонд резервних валют. Насправді, йдеться про альтернативні структури МВФ та Світового Банку. Причому Росія погодилась, що «роль США» в таких структурах буде грати Китай, «роль ЄС» – Індія. Росія залишатиметься другорядним гравцем (принаймні в економічному аспекті).

Як фахівець у міжнародних фінансах припускаю, що такі структури дійсно можуть бути створені десь за кілька років (за умови невтручання США та ЄС). Але такий крок приведе з часом до колапсу вже не тільки Росії, але Індії та Китаю, не кажучи вже про Бразилію. Адже міжнародна торгівля саме з США та ЄС є рушійним механізмом їх розвитку.

Водночас, торговельні операції між країнами БРІКС, на відміну від їх залежності від США та ЄС, не мають критичного значення. Так, товарообіг між Росією та

Бразилією складає лише \$6,5 млрд. Тоді виникає питання, навіщо їм Фонд резервних валют (як альтернатива МВФ)? Але найважливіше: валюти цих країн (окрім Китаю) є «м'якими» і не належать до резервних (надійних). Отже є підстави стверджувати, що альтернативи пануванню США, ЄС та Японії в світовій валютно-фінансовій системі на найближчі 5 років немає (хоча Китай вже майже приєднався до лідерів).

Головний висновок полягає у тому, що економічні і політичні кризи в сучасному світі обумовлені неконтрольованим зростанням цін на нафту і газ та неконтрольованою емісією резервних валют. Прийшов час розробити принаймні принципи регулювання такої світогосподарської системи (але це вже тема окремого економічного дослідження).

Виклики для України. Ще у 2012р. я передбачав, що після світової фінансової кризи інтеграційні процеси зміняться на дезінтеграційні. Brexit – це лише «перша ластівка». А для України історичний відрізок 2012-2017рр. є найнебезпечнішим з часів здобуття незалежності.

Виникає питання: як Україні вижити в ці роки або пережити їх із мінімальними політичними та економічними втратами? Або, простіше кажучи, як зберегти державу, врятувати більшість українських компаній від банкрутства, а сімейні бюджети — від виснаження?

Ще нещодавно таку жахаючу перспективу лише теоретично можна було уявити, але сьогодні вже абсолютно зрозуміло, що Україна навіть після двох майданів все ще перебуває осторонь від загальноєвропейських тенденцій, цінностей і напрямів розвитку. Ще прикріше те, що це стало ясно і практично всім нашим європейським друзям, ворогам і недругам (а останніх теж чимало).

Чому це так важливо саме зараз? Тому що під час затяжних криз практично у всіх країнах починає відроджуватися, а в деяких і домінувати **економічний націоналізм**, що є базисом, основою інтегрального націоналізму та його крайньої форми – комплексу національної меншовартості. Цей комплекс національної меншовартості штовхає деякі країни, наприклад Росію, на ірраціональні, здавалося б, вчинки, які принижують інші (як правило, малі) країни – жертви сваволі і міжнародного цинізму. Зрозуміло, що в сучасній Європі, на відміну від довоєнної (мається на увазі Друга світова війна), економічний націоналізм добре замаскований, але від цього він не стає менш небезпечним, особливо для України!

Які тенденції сьогодні домінують у Європі? Насамперед посилення ролі держав і бюрократії загалом. Такі тенденції зрозумілі. Саме держави взяли на свої плечі проблеми і борги фінансового сектору після глобальної кризи 2008-2009рр. (більше того, нині більшість країн Європи вже беруть на себе проблеми і борги цілих країн, йдеться не лише про Грецію). Об'єктивно, що роль урядів у розвитку економіки Європи посилюватиметься. Як наслідок, спостерігатиметься прихід до влади соціалістів та правих радикалів. Вони будуть дедалі більше втручатися в економіку, заохочувати торговельні бар'єри, регулювати зарплати і доходи (через фантастичні й абсурдні податки), шукати зовнішніх ворогів або ізгоїв (слабкі, беззахисні і незрозумілі країни типу України). **Для України важливо зрозуміти, що період її безпрецедентної підтримки євробюрократією і, насамперед, урядами Німеччини та США, може змінитися в кращому випадку на нейтральне ставлення до неї.**

Тому треба готуватися до нової ситуації в Європі та світі, де економічний націоналізм і навіть економічні війни стануть реальністю. До речі, вони вже стали реальністю на території колишнього СРСР (як «слабка ланка» у світогосподарській системі).

Тут буде доречно процитувати Людвіга фон Мізеса, котрий опублікував у 1944р. книгу «Всеомогутній уряд: тотальна держава і тотальна війна»: «Фатальною помилкою, яка зірвала всі плани збереження миру, було саме нерозуміння людьми того, що тільки у світі чистого, досконалого і необмеженого капіталізму відсутні стимули для агресії та завоювання. Де немає економічної свободи, там усе зовсім інакше». Тобто, основною ідеєю є: **вільний ринок – це мир та інтеграція, а втручання держави в економіку – це війна та ізоляція.**

Коли в Європі та світі було все добре, економіка України зростала, разом з усіма країнами (попри локальні, але дошкульні економічні удари Росії). Після відкритого нападу Росії на Україну усе змінилося. **Зростати треба буде не з усіма, а всупереч усім**, за рахунок своїх ресурсів або ресурсів сусідів (наприклад, Росії, повністю заборонивши імпорт з цієї країни), а удари Україна буде отримувати вже не тільки від неї...

Стає очевидним, що малі країни не мають сил захиститися самостійно від економічного націоналізму інших країн. Не готова до такої нової світової політики й Україна, економіка якої є малою, а націоналізм став майже лайливим словом, тоді як корумповані чиновники та п'ята колона роблять будь-який конфлікт для України апіорі програним!

Що робити? Безглуздо давати якісь складні рекомендації, вони нездійсненні. Та одну просту пораду дати можна: **нині усім вигідний економічний націоналізм – і уряду, і компаніям, і українським родинам, цей загальноєвропейський тренд треба взяти на озброєння.** Для України це означає купувати українські товари, інвестувати в Україну, підтримувати українські компанії (точніше, ті, які платять податки в Україні). За вмілої інкорпорації ідей економічного націоналізму у свідомість людей навіть значну частину все ще величезної п'ятої колони в Україні можна перетворити на патріотів, не кажучи вже про просто лояльних громадян.

Яка **монетарна політика сприяє економічному націоналізму**? Політика передевальвації національної валюти. Проблема для України полягає в тому, що її валюта вже 25 років як недооцінена, а економічного націоналізму все ще не видно. Тому ця проблема заслуговує особливої уваги.

Відносно валютного курсу пропоную два економічні закони.

Закон 1. Чим довше країна з неконтрольованою інфляцією підтримує стабільність своєї валюти, тим вища ймовірність чергової валютно-фінансової кризи і тим більш руйнівною вона буде.

Майже п'ять років (з 2008р. до 2013р.) курс становив 8 грн./\$1, сьогодні – майже 25! Це яскравий доказ дієвості цього закону. Очевидно, що політика «стабільного» курсу веде до зовнішньоторговельних дисбалансів – поступово починає накопичуватися торговельний дефіцит (втім, може бути і навпаки – профіцит, як в Китаї та Росії). Коли дефіцит рахунку поточних операцій досягає критичного значення – 10-12% ВВП країни, як правило, починається не тільки фінансова, але й економічна криза.

Справа в тому, що стабільний неринковий курс вже після кількох місяців його чергової стабілізації починає давати ринку неправильні сигнали щодо інвестиційних стратегій бізнесу. Бізнес вкладає гроші і розвиває не найвигідніші для нього напрямки. Коли треба виробляти та експортувати, він імпортує та використовує і навпаки.

У тих секторах, де потрібно тільки імпортувати, підприємці починають розвивати власне виробництво. Крім перерахованих негативів, стабільний курс призводить до тотальної недовіри до національної валюти і одночасно створює ілюзію

валютної стабільності. Населення, бізнес та уряд забувають про валютні ризики, особливо коли йдеться про валютні кредити.

Зрештою політика стабільного курсу веде до тотальної доларизації країни. Наприклад, у населення України поза межами банківської системи, за власними оцінками, зосереджено близько \$80 млрд.

Не слід також забувати, що коли українці використовують іноземну валюту для розрахунків або заощаджень, то безпроцентно кредитують інші країни. Зараз «бідні українці» виступають кредиторами США і ЄС. На цьому кредитуванні українці втрачають близько 5 млрд. грн. на рік.

Закон 2. Рівень недооцінки національної валюти стосовно її паритету купівельної спроможності вказує рівень розвитку суспільних інститутів країни та компетентність їх керівництва, особливо центрального банку і міністерства фінансів.

Тобто якщо фінансові інститути є компетентними, то і валюта переоцінена – як приклад можна навести Норвегію, Швейцарію чи Японію. Якщо інститути некомпетентні, то валюта недооцінена, як у нашому випадку. На жаль, українська валюта – одна з найбільш недооцінених у світі, тому Україна не здатна проводити економічні реформи, в тому числі – у сфері валютного регулювання.

На всі кризові ризики та загострення влада відповідає глибокою девальвацією та інфляцією. Така валютна політика потім «допомагає» виходити з кризи за рахунок простих українців, чиї заощадження знецінюються, а доходи втрачаються.

Слід констатувати, що ситуація на валютному ринку в останні два роки повністю вийшла з-під контролю фінансової влади України. Причому головна причина не стільки у дестабілізації політичної і соціальної ситуації з боку Росії, скільки у тотальній некомпетентності фінансових інститутів влади в Україні.

Сценарії розвитку країни. Сьогодні є підстави стверджувати, що **Україна** в черговий раз має **тотальну кризу влади**. Більше того, країна **впритул підійшла до революційної ситуації, коли «верхи» (парламент, президент, уряд і олігархи) не можуть, а «низи» (народ, громадське суспільство, малий і середній бізнес) не хочуть жити по-старому.**

Також зазначу, що в Україні склалася президентсько-урядова система влади, де Президент домінує, а Прем'єр-міністр є його «молодшим бізнес-партнером». Майже два роки між ними був конфлікт. Після призначення нового Прем'єра тимчасово конфлікту не існує, але і прогресу також нема, а криза продовжується. Можемо розглядати три варіанти розвитку подій в Україні.

Перший. Криза продовжується – влада не змінюється. Це традиційна відповідь України на кризу. Звичайно вона (влада) допускає якусь свою модифікацію, але по суті буде залишатись президентсько-урядовою системою. **Головною відмінністю української системи влади від західної є присутність серед традиційних суб'єктів влади (парламенту, уряду, суду) таких, як олігархи та зовнішні сили (до Майдану – Росії, після – ЄС та США).**

Модифікація влади допускає зміну Прем'єр-міністра чи зміну олігархів-фаворитів влади. Але не допускається зміна самої суті цієї системи влади – корупції, олігархату, бюрократії, тотальної неефективності. По суті ця влада не є європейською, але **найголовніше – вона не здатна продукувати стійке економічне зростання та підвищення доходів українців.**

Другий сценарій розвитку подій передбачає докорінну зміну влади, але без розпуску парламенту. В чому суть необхідних докорінних змін. *По-перше*, з «верхів» «виганяють» олігархів, які із суб'єктів влади стають її об'єктами (принаймні для антимонопольного комітету). *По-друге*, головними суб'єктами влади мають стати парламент і його виконавчий інструмент – професійний уряд. Водночас, Президент і його інститути в питаннях економіки мають відійти на другий план і зосередити свою увагу і відповідальність на конституційних правах та безпеці українців. **Основне завдання уряду нової системи влади – парламентсько-президентської – генерувати економічне зростання та зростання доходів українців на рівні двозначного числа, принаймні протягом 10-15 років.**

Третій варіант сценарію пов'язаний із революційним зломом старої президентсько-урядової системи влади шляхом «знищення» олігархів (їх власність і знайдені кошти на рахунках українських банків будуть націоналізовані) та перетворення Прем'єр-міністра (не Кабінету міністрів) на головного суб'єкта влади. Причому ця система передбачає сильний Кабінет міністрів, слабкий парламент та Президента. Історичні особистості, які побудували таку систему правління, були Піночет в Чилі, Лі Куан Ю в Сінгапурі та Саакашвілі в Грузії. Причому немає значення, як називалась посада лідера – всі вони були авторитарними реформаторами з сильними професійними членами уряду та слабкими парламентами. **Такі системи влади за умови формування професійного уряду можуть давати двозначні темпи економічного зростання та зростання доходів найбідніших громадян.**

Малоймовірно, що такий тип правління (авторитарно-професійний) може бути створений на базі діючого парламенту. Він передбачає нові парламентські вибори і перемогу на них партії на чолі з диктатором-реформатором – що цілком вірогідно в умовах тотального падіння доходів населення, корупції та збагачення чиновників.

Вірогідність першого сценарію розвитку подій, тобто збереження старої моделі влади з її косметичним ремонтом мною оцінюється у 60%, перехід до парламентсько-урядової моделі – 20% і, відповідно, авторитарно-урядової – 20%.

Видається, лише парламентсько-урядова система влади здатна «народити» разом з ЄС і США (суб'єктами влади в Україні) та реалізувати план Маршалла. План Маршалла для України в сучасних умовах передбачає потужну фінансову допомогу не лише міжнародних фінансових організацій, але насамперед урядів США, інших країн Великої сімки та ЄС. Можна оцінити таку допомогу на рівні \$100 млрд., яку Україна здатна абсорбувати упродовж п'яти років. **Причому ці кошти мають йти не в бюджет та резерви НБУ, а в реальний сектор економіки та фінансування проектів соціальної інфраструктури, енергозбереження, малий та середній бізнес тощо.**

Для того, щоб прийняти та ефективно використати цю допомогу потрібні чесний та дуже професійний уряд та правління НБУ, які здатні розробити та реалізувати сучасну монетарну, фінансову та промислову політику. Вимоги до членів технічного уряду: це мають бути найкращі фахівці в своїх сферах діяльності, мати професійний досвід, бажано також знання англійської мови та досвід роботи в міжнародних чи великих іноземних компаніях. Вони також не мають бути пов'язані з політикою. Не менш важливо для плану Маршалла швидко створити нові інститути фінансової інфраструктури:

- **Банк розвитку** для фінансування інфраструктурних проектів, довгострокового кредитування пріоритетних галузей виробництва та проектів малого і середнього бізнесу через кредитні лінії українським комерційним банкам. Початковий капітал такого банку \$2 млрд.;
- **Фонд прямих інвестицій** обсягом \$5 млрд. для фінансування інноваційних комерційних проектів в Україні. Цей фонд має бути

- створений урядом України разом з міжнародними фінансовими організаціями, урядом США та ЄС;
- **Корпорація по страхуванню та підтримці експорту** на базі Ексімбанку. Ексімбанк та Ощадний банк мають бути приватизовані;
- **Нова фондова біржа із 100% державним капіталом** під патронатом Варшавської фондової біржі, яка реально зможе залучити капітал для українських компаній;
- **Група управління проектами при НБУ** для відкриття 4-5 кредитних ліній від міжнародних фінансових організацій (під державні гарантії Уряду України) комерційним банкам для кредитування малого і середнього бізнесу під низькі проценти. Обсяг кожної кредитної лінії \$0,5 млрд., сумарно \$2-2,5 млрд.

Виникає питання, за яких умов Захід в черговий раз повірить українській владі? На мою думку, це станеться тоді, коли ми припинимо «вигадувати велосипед», а почнемо швидко використовувати досвід успішних країн, найкраще – Польщі, найближчої до України і найуспішнішої пострадянської країни, яка готова допомагати.

Конкретно, Україна (найкращі українські експерти, урядовці, народні депутати) разом з Польщею розробляють програму реформ на найближчі 2 роки. Далі ця програма разом з новим технічним урядом презентується в ЄС та США, де і мають бути визначені обсяги фінансової допомоги. Більше того, одразу запроваджується система твінінгу з Польщею для всіх міністерств та НБУ. Поза сумнівом, такий посередник, як Польща, у стосунках України з США та ЄС значно посилить наші шанси на успіх.

Основні елементи плану Маршала базуються на новому розумінні економічної реальності. Суть її полягає у тому, що економічний світ складається з двох типів ринків. **Перший – ринки товарів, які можуть бути досконалими і, у принципі, не потребують державного регулювання** за умов відсутності монополій. **Другий – ринки фінансових активів (депозити, кредити, цінні папери тощо), які недосконалі за своєю природою** (вони або падають, або зростають) **і потребують жорсткого державного регулювання.**

Боротьба з монополізмом і створення прозорого конкурентного середовища стане головною функцією держави на ринках товарів та послуг. Там, де не можна позбутись монополій, буде запроваджено жорстке державне регулювання (наприклад, житлово-комунальні господарства, де будуть встановлені граничні тарифи на прибирання, електроенергію, воду, теплопостачання, водовідведення тощо для країни в цілому, та механізми їх зменшення для регіонів). Також головним завданням держави має стати створення і запровадження виваженої бюджетно-податкової та пенсійної системи (врізка «*Окремі напрями та заходи фіскальної політики...*»).

ОКРЕМІ НАПРЯМИ ТА ЗАХОДИ ФІСКАЛЬНОЇ ПОЛІТИКИ ДЛЯ «ПЛАНУ МАРШАЛА»

Податкова система. Головний зміст реформувань – проста відкрита податкова система і готовність громадян країни платити податки. Основними характеристиками є:

- Держава живе на податки. Податки платять усі громадяни. Податковий тиск зменшується. Податки не змінюються протягом 10 років за винятком випадку їх зменшення. Такі положення фіксуються у новій Конституції;
- Соціальний внесок ліквідується разом з Пенсійним фондом;
- Податок на доходи фізичних осіб:
 - 10% – на доходи, які менші 10 мінімальних зарплат;
 - 20% – на доходи більше 10 мінімальних зарплат, з них 50%

- надходить до бюджету, а решта 50% – на індивідуальні накопичувальні пенсійні рахунки чи приватні пенсійні фонди;
- Податок на прибуток підприємств (який розраховується за міжнародними стандартами бухгалтерського обліку) – 20%;
- Податок на виплату дивідендів – 10%;
- Податок на продаж землі, житла та іншої нерухомості, транспортних засобів – 2%;
- Податок на продаж іноземної валюти та цінних паперів – 1% (для бірж діють інші правила оподаткування);
- Податок на додаткову вартість – 20%.

Підприємство, яке належить до малого бізнесу (валовий дохід менше €1 млн.), може замінити податок на прибуток податком з продажів на рівні 2%, а податок на додану вартість (ПДВ) – податком з продажів на рівні 3%.

Акцизи на бензин, тютюн, алкоголь упродовж 5 років від початку проведення реформ зростають – до середнього рівня країн-членів ЄС.

Податки на землю, нерухомість, депозити та всі інші скасовуються.

Бюджетна політика. Радикальне (до 40%) зменшення частки ВВП, яка перерозподіляється через бюджет, у т.ч. за рахунок скорочення не менше, ніж утричі чисельності державних чиновників усіх рівнів, починаючи з центральних апаратів, закінчуючи місцевою владою. Причому лише 40% бюджетних коштів має надходити до центрального бюджету, а 60% – до бюджетів місцевого самоврядування, що також має бути закріплено в новій Конституції.

Максимальна зарплата державних службовців не може перевищувати мінімальну зарплату у 10 разів, а працівників державних комерційних підприємств (з часткою капіталу держави більше 25%) – 20 разів. Бонуси керівництву державних компаній, які генерують дохід, виплачуються лише у разі їх прибуткової діяльності як процент від виплачених державі дивідендів.

Раціоналізація пенсійної системи. Сьогодні один працюючий в Україні забезпечує пенсією одного пенсіонера. Необхідно зменшити соціальний тиск на працюючих людей і суттєво збільшити пенсії за рахунок таких дій:

- Ліквідація усіх спеціальних пенсійних систем та нарахування всіх пенсій за однією формулою;
- Перспективне збільшення очікуваної тривалості життя чоловіків до 80 років та жінок до – 85 років. За такої умови вихід на пенсію відбуватиметься для чоловіків і жінок у віці 65 років;
- Максимальна пенсія, яка виплачується за рахунок державного бюджету, не може перевищувати мінімальну більше, ніж вп'ятеро. Розмір пенсії за рахунок приватних пенсійних фондів та індивідуальних накопичувальних рахунків не обмежується;
- Громадяни від 55 років і більше не сплачують податок на дохід із суми до трьох мінімальних зарплат;
- Запроваджується мінімальна квота зайнятості працівників старших 55 років у всіх державних організаціях і підприємствах.

Звичайно, принциповим є питання стосовно ролі і місця НБУ. Насамперед, слід дати відповідь на питання: **сьогодні НБУ є каталізатором чи гальмом економічного розвитку України?**

Нижче подана власна експертна оцінка¹²⁷ роботи не лише НБУ, а банківської системи в цілому в трьох аспектах. Перший – як банківська система виконує власні функції (таблиця «*Головні функції банківської системи*»). Другий – як НБУ використовує інструменти монетарної політики (таблиця «*Інструменти*

¹²⁷ Для оцінки використовується 5-бальна система. Максимальна (найкраща) оцінка – 5, мінімальна (найгірша) – 0.

монетарної політики НБУ»). Третій – вклад НБУ в соціально-економічний розвиток України (таблиця «Соціально-економічна відповідальність НБУ»).

Головні функції банківської системи

	2015	2016
Грошові платежі, перекази, у т.ч. валютні: швидкість, вартість, надійність	2	2
Депозити: динаміка, надійність, позитивна ставка, ліквідність	0	1
Кредитування: динаміка, ставка	0	1
Обмін валют: маржа банків, можливість арбітражу, наявність кількох курсів і тіньового ринку	1	2

Інструменти монетарної політики НБУ

	2015	2016
Рефінансування комерційних банків: доцільність, прозорість	2	3
Монетизація ОВДП: доцільність	2	3
Процентна політика: - короткострокові кредити комерційним банкам (структура, ціна) - депозитні сертифікати НБУ (обсяг, ціна)	3	3
Резерви за депозитами	4	4

Соціально-економічна відповідальність НБУ

	2015	2016
Економічне зростання: створення робочих місць, обсяги кредитування, процентні ставки за кредитами	0	1
Монетарна стабільність: контроль за інфляцією як альтернатива контролю за курсом	1	2
Надійність фінансової системи: кількість банків, які збанкрутували, питома вага непрацюючих кредитів	1	2
Контроль за рухом капіталів: швидкість, зручність, національна безпека	1	1

Вкажемо, що лише за умови, якщо головні функції банківської системи будуть виконуватися принаймні на трійку, вона (банківська система) буде нейтральна до економічного зростання. Зараз вона, вочевидь, є гальмом. Важливо зрозуміти, що в сучасних умовах у світі дедалі більше домінує положення про те, що саме центральні банки є головними державними інституціями, відповідальними за економічне зростання. Економічне зростання України на 1% у 2016р. (заплановане Урядом і НБУ) буде відбуватися не завдяки, а всупереч монетарній політиці НБУ.

Що треба робити? Найважливіше – **покласти на НБУ відповідальність за економічне зростання**. Головною метою Нацбанку мусить стати підтримка економічного зростання та створення робочих місць за умов збереження цінової (інфляція не більше 5%) та фінансової (банки масово не банкрутують) стабільності.

Тому НБУ та Уряд упродовж 10 років повинні забезпечити щорічне зростання кредитування щонайменше на 15-20% з адекватними ставками для бізнесу і людей (інфляція плюс 4-5%).

Відтак, працюють взаємозв'язки і критерії: створюються робочі місця, зростає ВВП, зменшується інфляція – НБУ працює добре. Якщо всі показники негативні – НБУ працює погано, керівництву треба йти у відставку.

Поряд з цим, є низка **першочергових завдань і дій НБУ**, необхідних для прискорення економічного зростання в 2016-2017рр.:

- Відмовитись від політики монетарного звуження та перейти до політики кредитної та монетарної експансії за умови цінового таргетування (інфляція у 2016р. – 12%, 2017р. – 8%, 2018р. – 4%);
- Зменшити облікову ставку спочатку до 14%, а надалі до рівня цільового показника інфляції на кінець року ($\approx 12\%$) з коридором для кредитних операцій НБУ: інфляція +1,5%, депозитних операцій: інфляція -1,5%. Це приведе до здешевлення гривневих кредитів бізнесу до рівня 15-16% вже наприкінці 2016р. та зменшення інфляції, а також збільшенню прибутків бізнесу;
- Зняти всі адміністративні обмеження по операціях з валютою, включаючи обов'язковий продаж валютної виручки. Такі заходи будуть стимулювати повернення валюти в банківську систему та суттєво зменшать тіньовий валютний ринок;
- Дозволити банкам кредитувати в валюті не лише експорт, але й імпорт та інші операції підприємств за умови адекватного хеджування валютних ризиків. Система хеджування валютних ризиків має бути негайно запроваджена НБУ. Такі заходи дозволять \$50-60 млрд., які зараз є поза банківською системою, повернути до банків і використати як кредитний ресурс зі ставками 8-9%;
- Припинити практику форсованого банкрутства комерційних банків. Така політика НБУ веде до корупції, інфляції, девальвації, падіння ВВП та втечі капіталу з країни;
- Відсторонити НБУ та Фонд гарантування вкладів від формування ліквідаторів проблемних банків. Цю функцію має виконувати ліквідаційна Рада, яка формується найбільшими кредиторами цих банків (представники фізичних і юридичних осіб, які втратили депозити);
- Припинити переслідування малих і середніх комерційних банків. Дати можливість цим банкам довести капітал до 300 млн. грн. до 2019р. Цей захід дозволить збільшити інвестиції в банківську систему приблизно на 15 млрд. грн., а банкам виконувати їх головні функції – проводити платежі, зберігати депозити та надавати кредити, а не займатись, як зараз, планами та заходами по втечі з банківського ринку України, готуючись до примусового банкрутства;
- Полегшити інвестиції в капітал банків. Відмінити бюрократичні перепони для рекапіталізації банків, особливо проблемних;
- Збільшити суму застрахованих депозитів до 300 тис. гривень і включити до системи гарантування юридичні особи (підприємців та малий бізнес);
- Створити прозорий ринок проблемних активів, з можливістю їх сек'юритизації.

Монетарна політика на ринках, що розвиваються: чи можливий вибір між стимулами зростання і ризиками?

Віталій Шапран,

член виконкому Українського товариства фінансових аналітиків (УТФА)

Наталя Шапран,

доцент кафедри фінансових ринків КНЕУ

В Україні на експертному та державному рівнях розгорнулася широка дискусія про те, якою повинна бути монетарна політика НБУ. Експертне товариство розділилось на два табори. «Консерватори», які ближчі до НБУ та владних кіл, відстоюють жорстку монетарну політику, що начебто забезпечує стабільність фінансової системи, але не гарантує адекватний рівень стимулювання економічного зростання. «Ліберали», які ближчі до опозиції, навпаки, вимагають пом'якшення монетарної політики - насичення економіки грошима та збільшення монетизації ВВП.

Розгорнута дискусія має політичний відтінок. Втім, після того як за 2014-2015рр. Україна втратила 20-25% економіки, результати такої дискусії можуть коштувати країні 5-10 років блукання у грошово-кредитній темряві з рекордно низьким рівнем ВВП на душу населення. Для того щоб дізнатись, наскільки монетарна політика є оптимальною для України, потрібно вивчити досвід інших країн, максимально схожих за економічними ознаками на нашу.

Проблема порівняльного аналізу

На жаль, Україна належить до категорії країн з ринком, що розвивається, та має невеликий масштаб економіки. За обсягом ВВП, що розрахований за купівельною спроможністю, у 2015р. Україна посідала 50-те місце серед 230 країн світу. За розміром ВВП на душу населення Україна у глобальному рейтингу, за даними Центрального розвідувального управління США, посідала 152 місце, знову ж таки серед 230 країн.

На наше переконання, ті проблеми, які стоять перед українською монетарною владою, не можна порівнювати з тими проблемами, які вирішують у теперішній час Федеральна резервна система, Європейський центральний банк, Банк Японії та інші банки – емітенти резервних валют.

За своєю ознакою такі ринки мають дуже великий запас міцності, а їх центральні банки можуть розширювати операції на власних ринках національної валюти, не очікуючи обвалів валютних курсів. Емітенти резервних валют мають більший простір до маневру, тому, як правило, їх рецепти "оптимальної монетарної політики" є надієвими на ринках, що розвиваються, і потребують окремої уваги.

Зовсім у інших макроекономічних умовах знаходяться центральні банки країн, які розвиваються, але які мають т.зв. широкі ринки збуту через значну кількість населення. До таких ринків слід віднести: Китай, Індію, Бразілію, Індонезію, Мексику, Південну Корею, Туреччину та інші. Коли ринок відноситься до класу таких, що розвивається, але має суттєвий масштаб, він стає привабливим для інвестицій транснаціональних корпорацій, що дає можливість монетарній владі і урядам цих країн диктувати ринкові умови інвесторам.

В такій ситуації курсова та монетарна політика центрального банку зводяться до стимулювання інвестицій у довгостроковому періоді, а фактори збалансування платіжного балансу відходять на другий план.

Найскладніше економікам, що розвиваються, з невеликим масштабом. Центральні банки цих країн повинні знаходити оптимальну стратегію, яка не дозволить порушити макроекономічну стабільність і одночасно буде стимулювати зростання ВВП та збільшення інвестицій. За нашими спостереженнями, уряди таких країн часто полегшують монетарній владі життя, приєднуючись до інтеграційних утворень, торговельних союзів та зон вільної торгівлі з метою залучення до більш крупних ринків збуту та щоб зацікавити інвесторів у організацій виробництва на власній території.

Порівняльний аналіз за вибіркою 20+1

Для того щоб розвіяти міфи, які нав'язуються з різних боків, автори зробили вибірку з країн, масштаб економіки яких наближений до економіки України, і які не можна віднести ані до розвинених країн, ані до країн з широким ринком. З ренкінгу за ВВП, розрахованим за купівельною спроможністю, було вилучено розвинуті країни та країни, ВВП яких перевищував \$1 трлн. Також з вибірки були виключені країни, ВВП яких був більше ніж вдвічі менший за ВВП України за 2015р., та країни, які втрачали у 2013-2015рр., хоча б протягом одного року, більше ніж 25% ВВП. Таким чином, у вибірці залишилось 20 країн плюс Україна (таблиця «Ключові макроекономічні показники...»¹²⁸).

Зрозуміло, що темп зростання ВВП вказує на успішність розвитку країни за останні 3 роки. На жаль, з 21 країни тільки Україна продемонструвала зниження ВВП протягом 2014-2015рр.

Рівень монетизації ВВП визначений співвідношенням між валовими національними заощадженнями і ВВП (*GNS/GDP*). Валові національні заощадження визначені як заощадження населення, бізнесу та уряду. Показник *GNS/GDP* розраховувався Світовим банком, в т.ч. і для України.

Фактор безробіття носить ілюстративний характер і брався виключно для демонстрації стану рівня зайнятості трудових ресурсів у 2015р.

Рівень інфляції за останні два роки, як правило, є негативним фактором, і ми включили його для того, щоб перевірити гіпотезу, за якою при високому рівні інфляції досягти економічного зростання складно.

Для того щоб проілюструвати роль ключової ставки центрального банку та вплив ключової (*prime rate*) ставки на економічну динаміку, були виокремлені дані центральних банків стосовно величини облікової ставки станом на кінець 2015р., а також дані про *prime rate* за 2 останні роки у комерційному секторі.

Додатково слід відзначити, що ставки центральних банків країн із вибірки були менш динамічними у 2015р. порівняно з 2016р., і близько половини центральних банків свою ставку останній раз змінювали у 2013-2014рр. Тобто врахування середньозваженої ставки не вплинуло б на результат, але ускладнило б розрахунки.

¹²⁸ Джерело: Дані Центрального розвідувального управління США, Світового банку, Центральних банків країн, визначених у таблиці. Розрахунки авторів.

**Ключові макроекономічні показники по окремих країнам,
2013-2015рр.**

Країна	ВВП за купівельною спроможністю 2015р., \$ млрд.	Темп зростання ВВП за рік, %			Валові національні заощадження до ВВП (GNS/GDP)			Безробіття, 2015р., %
		2015	2014	2013	2015	2014	2013	
1. Аргентина	972	1,2	0,5	2,9	15,6	18,2	17,9	7,6
2. Пакистан	931	4,2	4,0	3,7	14,1	13,7	13,9	6,5
3. Малайзія	815	5,0	6,0	4,7	28,0	29,3	29,4	2,7
4. Філіппіни	741	5,6	6,1	7,1	23,7	24,7	24,2	6,3
5. ПАР	724	1,3	1,5	2,2	15,1	14,9	14,4	25,9
6. Колумбія	667	3,1	4,4	4,9	18,0	20,8	20,9	8,9
7. Алжир	578	3,7	3,8	2,8	34,6	43,4	45,1	11,0
8. Бангладеш	577	6,4	6,3	6,0	28,4	29,2	29,8	4,9
9. В'єтнам	552	6,7	6,0	5,4	29,0	31,9	31,1	3,0
10. Казахстан	429	1,2	4,3	6,0	24,2	27,0	24,3	5,0
11. Чилі	422	2,1	1,8	4,0	20,4	20,9	20,8	6,4
12. Румунія	414	3,7	3,0	3,5	24,4	24,8	24,5	6,7
13. Перу	389	3,3	2,4	5,9	21,6	22,3	23,7	6,1
14. Україна	340	-9,9	-6,6	0,0	14,0	9,4	9,3	9,5
15. Ізраїль	282	2,6	2,6	3,3	23,5	23,7	23,3	5,6
16. Марокко	274	4,5	2,4	4,7	32,0	28,0	26,8	9,7
17. Угорщина	259	2,9	3,7	1,9	27,1	24,5	24,6	6,8
18. Шрі-Ланка	223	5,2	4,5	3,4	25,8	24,7	26,1	4,2
19. Узбекистан	188	8,0	8,1	8,0	30,8	31,6	33,7	4,8
20. Ангола	185	3,0	4,8	6,8	0,8	12,4	21,4	6,8
21. Еквадор	184	0,0	3,7	4,6	21,1	28,1	27,7	4,8
Середнє по групі:	483	3,04	3,49	4,37	22,53	23,98	24,42	7,3

Продовження таблиці «Ключові макроекономічні показники...»

Країна	Рівень інфляції, %		Ставка Центрального банку на кінець 2015р.	Prime rate у комерційних банках		Рівень реальної облікової ставки, 2015р.	Рівень реальної Prime rate, 2015р.
	2015	2014		2015	2014		
1. Аргентина	27,6	37,6	13,00	23,60	24,01	-14,60	-4,00
2. Пакистан	4,5	8,6	6,00	6,45	9,74	1,50	1,95
3. Малайзія	2,1	3,1	3,25	4,80	4,67	1,15	2,70
4. Філіппіни	1,4	4,2	6,13	4,40	4,56	4,73	3,00
5. ПАР	4,6	6,1	6,75	9,50	9,13	2,15	4,90
6. Колумбія	5,0	2,9	5,75	11,20	10,87	0,75	6,20
7. Алжир	4,8	2,9	4,00	8,00	8,00	-0,80	3,20
8. Бангладеш	6,4	7,0	5,00	11,20	13,00	-1,40	4,80
9. В'єтнам	0,6	4,1	8,00	8,10	8,67	7,40	7,50
10. Казахстан	6,5	6,7	16,00	10,90	7,24	9,50	4,40
11. Чилі	4,3	4,4	3,50	5,50	8,10	-0,80	1,20
12. Румунія	-0,6	1,1	1,75	6,21	7,65	2,35	6,81
13. Перу	3,5	3,2	4,00	15,90	15,74	0,50	12,40
14. Україна	48,7	12,1	22,00	22,00	25,00	-26,70	12,9
15. Ізраїль	-0,6	0,5	0,10	3,50	3,91	0,70	4,10
16. Марокко	1,6	0,4	2,00	5,90	6,00	0,40	4,30
17. Угорщина	-0,1	-0,2	1,05	3,00	4,43	1,15	3,10
18. Шрі-Ланка	0,9	3,3	6,00	7,40	7,84	5,10	6,50
19. Узбекистан	8,5	9,1	9,00	12,40	14,20	0,50	3,90
20. Ангола	10,3	7,3	14,00	17,50	16,38	3,70	7,20
21. Еквадор	4,0	3,6	9,00	8,80	8,68	5,00	4,80
Середнє по групі:	6,86	6,1	6,97	9,82	10,37	0,11	2,96

Розвіювання міфів за допомогою статистики

1. Висока інфляція не дає зростати ВВП

У вибірці з 21-ої країни найвищий темп інфляції було зафіксовано в Україні, Аргентині та Анголі. При чому, в Аргентині інфляція носила хронічний характер: в 2012р. вона складала 10%, у 2013р. – вже 18,4%, у 2014р. – 37,6%, у 2015р. – 27,6%. Цікаво, що прискорення інфляції не призвело до зниження ВВП країни, який за 2013р. зріс на 2,9%, за 2014р. – на 0,5%, а за 2015р. – на 1,2%. Схожа ситуація була і в Анголі, але там ВВП зростав більшими темпами.

Ймовірно, можна було б розширити кількість спостережень, але тоді ми вийдемо за рамки економік, які можна порівнювати між собою за масштабом та ступенем розвитку. Скоріш за все, від абсолютного значення інфляції на ринках, що розвиваються, динаміка ВВП не залежить, точніше немає прямої залежності, особливо якщо зберігаються пропорції у динаміці процентних ставок та доходів населення.

Важливим також є і вплив характеру інфляції та здатність споживачів уберегтись від неї, замістивши споживання дорогих послуг та продуктів більш дешевими.

2. Рівень монетизації ВВП прямо впливає на його динаміку

У виборці представлені країни з різною монетизацією ВВП за коефіцієнтом GNS/GDP . Хоча цей коефіцієнт і має свої недоліки, оскільки враховує заощадження уряду, але не бере до уваги рівень участі держави у економіці, проте його вплив є логічним. Чим більше накопичень у економіці – тим начебто кращими є умови для покращення динаміки ВВП.

Вочевидь, ця теза на ринках, що розвиваються, не працює. Потрібно звернути увагу, що найбільшим коефіцієнт був у 2015р. в Алжирі 34,6% та Марокко – 32,0%, а найменшим у Анголі (0,8%), Пакистані (14,1%), Україні (14,0%) та Аргентині (15,6%). Натомість ВВП Алжиру зростав меншими темпами, ніж ВВП Пакистану, також повільніше за Пакистан зростала Угорщина.

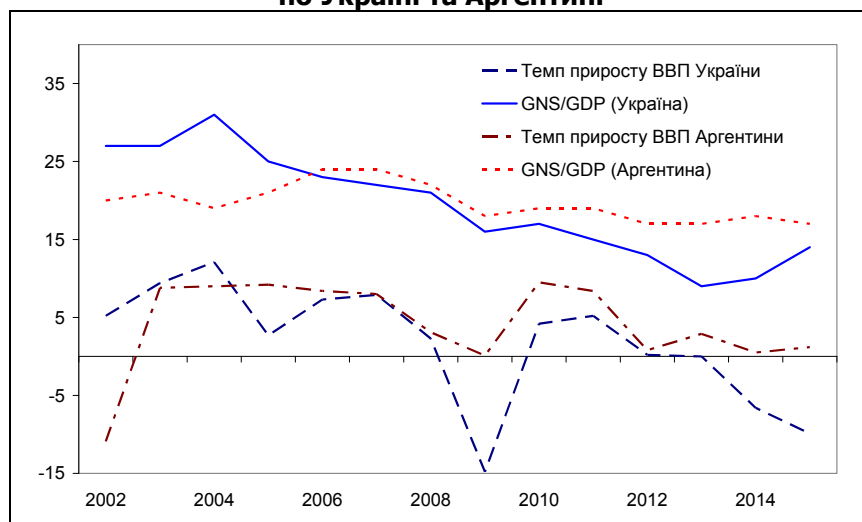
По-перше, слід враховувати, що якість таких національних заощаджень різна. Наприклад, в ісламських країнах більше інвестицій, у європейських – більше класичних ресурсів, які мають свою ціну у формі твердої ставки. Різним може бути й вплив заощаджень уряду, які не завжди йдуть у реальний сектор, а можуть виконувати роль квазі-активів для балансування бюджетів на звітні дати.

По-друге, економіка, скажімо, Угорщини дуже відрізняється від економіки Екватору за структурою галузевих ринків, що автоматично відображається на попиті на інвестиції і капітал. Наприклад, для зростання ВВП Екватору (умовно) на 1% потрібно інвестицій у бананові плантації на рівні \$100 млн., а Угорщині, де ВВП більш технологічний, для зростання на 1% потрібно інвестицій на €1 млрд. у 5-6 галузей економіки.

Більше того, не завжди зростання GNS/GDP призводить до зростання ВВП, це видно на прикладі Марокко, Південно-Африканської республіки (ПАР), України та інших.

Таким саме чином, не всі урядові заощадження мають бути спрямовані до реального сектору, а видані банками кредити не завжди повинні призводити до пожвавлення економічного зростання, наприклад, якщо їх частина йде на кредитування споживчого імпорту, або мають фіктивний характер. Відсутність будь-якої залежності у динаміці між GNS/GDP та зростанням ВВП видно і при порівнянні цих показників на прикладі Аргентини та України (діаграма «*Річні темпи приросту ВВП та значення GNS/GDP ...*»).

Річні темпи приросту ВВП та значення GNS/GDP по Україні та Аргентині



3. Низькі ставки на ринках, що розвиваються, стимулюють зростання ВВП

Насамперед, потрібно з'ясувати, про які ставки йдеться. Якщо про ставки центрального банку, то між ключовою ставкою ЦБ і *prime rate* немає прямої залежності як мінімум у 15-ти країнах із 21. Центральні банки країн, що розвиваються, не приймають на себе ризики банків з реального сектору, а здебільшого вкидають гроші на ринок через рефінансування. Якщо система добре організована, то ринковий рівень ставок буде завжди відрізнятися від того, що пропонує центральний банк.

Більше того, на ставки впливає ліквідність, і є чимало прикладів, коли *prime rate* як значно вище, так і значно нижче, ніж ключова ставка. Обов'язково потрібно враховувати, що на кожний момент часу банківська ліквідність, її обсяг та концентрація за окремими гравцями змінюється. Якщо ліквідність на ринку накопичують державні банки та банки з іноземним капіталом у кількості 10-12 (банків), а інші 80-85 продовжують відчувати її дефіцит, то і зниження ставки ЦБ не призведе до зниження ставок на ринку.

Інше спостереження полягає у тому, що розмір номінальної ставки не повинен мати великого значення. Ставку для аналізу потрібно коригувати на інфляцію, але ж ціни зростають нерівномірно і це призводить до того, що частині бізнесу дуже вигідно кредитуватись за номінальною ставкою, а частині – ні, і під впливом таких природних процесів змінюється й структура галузевих ринків. У 2015р. у виборці з 21 країни 5 мали від'ємну реальну *prime rate*, що не сильно допомогло, наприклад, Україні та Аргентині. Тут є проблема у сприйнятті даних, оскільки зниження *prime rate* або розрахункове від'ємне значення реальної *prime rate* зовсім не означає, що за кредитами старим позичальникам діють нові умови.

Ринки, що розвиваються, дуже інертні, і лише невелика частина кредитних портфелів банків не чутлива до зниження ставок, особливо коли вони намагаються процентними доходами компенсувати втрату т.зв. поганих кредитів. Тому міф потрібно розвіювати у двох площинах:

- (1) низька ставка ЦБ абсолютно не гарантує низьких ставок на ринку;
- (2) низька реальна ключова ставка дає надію, але не гарантує того, що вартість ресурсів для більшості позичальників буде рухатись за її (*prime rate*) динамікою, а позичальники будуть мати бажання брати кредити для збільшення своєї ділової активності.

Такі специфічні *emerging markets*

Потрібно наголосити, що світова економічна думка також дійшла висновків, що з позиції рецептури монетарної політики ринки, що розвиваються, є "іншим світом" і тому потребують ретельного вивчення. Так, у липні 2010р. співробітник Національного бюро економічних досліджень США Джефрі Франкел (*Jeffrey A. Frankel*) опублікував дослідження "Монетарна політика на ринках, що розвиваються"¹²⁹. Пан Франкел визнає, що вказані ринки мають значну специфіку, і надає кілька рецептів щодо ведення монетарної політики на них.

Першою причиною специфіки ринків, що розвиваються, є характерний слабкий рівень інституціоналізації: слабкі та залежні (від політиків) центральні банки, обмежений набір інструментів впливу ЦБ на економіку. *Друга* причина пошуку інших рецептів – це слабкість фондового ринку та системи публічних фінансів, через що банки сприймаються як єдине джерело ресурсів. *Третя* причина – значно вища волатильність товарних ринків через залежність від ситуації у великих економіках. І *остання* причина – частіші, ніж на розвинутих ринках, дефолти, а також незадовільна система визначення ризиків за боргами, що значно уповільнює рух капіталу. До цього слід додати ще й наявність високого тиску на ринкові процеси, систему контролю за рухом капіталу (обмеження на валютному ринку) та значні масштаби тіньового сектору економіки, який, взагалі, опиняється за межами впливу класичних інструментів монетарної політики.

На нашу думку, найбільший ризик для ринків, що розвиваються, несе в собі низька диверсифікація структури галузевих ринків. Давайте спробуємо уявити, що можна порадити *Banco Central del Ecuador*, якщо ціни на банани впадуть на 50-70%? Залежність від одного-двох-трьох продуктів вбиває економіку країни, якщо щось трапляється на ключових для країни експортних ринках. І якщо у країні відсутній запас у формі золото-валютних резервів (ЗВР) або фондів добробуту майбутніх періодів, то кризи не уникнути.

Можна скільки завгодно маніпулювати із ставками, нормами резервування, і навіть ліквідністю, але прояв системного ризику здолати монетарними методами буде неможливо. А оскільки це відчувають на собі також інвестори-іноземці, то країна на додаток до катастрофи на експортних ринках отримує увесь «букет» ризиків, включаючи відтік капіталу, девальвацію, розбалансування держбюджету та зростання держборгу.

Висновки, або "що робити?"

На жаль, не можемо погодитись з основними тезами прихильників ліберальної монетарної політики, що її пом'якшенням можна значно поживити економічне зростання в Україні. Практика країн, які характеризуються ринками, що розвиваються, вказує на те, що існують прояви ризиків, які подолати монетарними заходами неможливо.

У 2014-2015рр. Україна отримала гарний урок того, що буває з економікою, коли на ключових експортних ринках настають тяжкі часи, а в країні недостатньо резервів для пом'якшення кризи. У довгостроковій перспективі Україна повинна змінювати структуру галузевих ринків та диверсифікувати свій експорт – це перше і головне завдання, яке виконати виключно монетарними заходами неможливо.

¹²⁹ *Frankel J. Monetary Policy in Emerging Markets: A Survey.* – <http://www.nber.org/papers/w16125>.

Друге завдання – перебудова ринку капіталу, оскільки банки не повинні постачати 90-95% ресурсів для фінансування економічного зростання ВВП. Постачальником ресурсів має бути фондовий ринок, і перші кроки з цього приводу були зроблені 5-10 років тому після *IPO* компаній *Астарт* та *Кернел*, які залучили ресурси саме на Варшавській фондовій біржі і стали помітною частиною української економіки. Варшавська, Лондонська та Франкфуртська біржі готові «постачати інвестиції» до України і досить активно це вже робили у 2005-2013рр. Проте сьогодні цей процес потребує поживлення, а не очікування, коли в Україні власна фондова біржа запрацює на залучення капіталу емітентами.

Третє завдання – реформування системи ідентифікації кредитних ризиків та реформа кредитного ринку як середовища, де поважають права кредиторів. Чим більш прозорим буде кредитний ринок в Україні і чим більше будуть захищатись права кредиторів, тим на більший обсяг кредитування зможе розраховувати вітчизняний бізнес.

І тільки при виконанні цих трьох завдань та (або) при пом'якшенні клімату на наших ключових експортних ринках України слід сподіватись, що класичні рецепти монетарного стимулювання не будуть викривлятися на вітчизняному ринку, а матимуть результативність та ефективність «як по підручнику».

Разом із тим, не можна погодитись і з консерваторами, які ставлять на перше місце боротьбу з інфляцією та підштовхують до інфляційного таргетування. Такий класичний метод може використовуватись в країнах, де все добре із структурою галузевих ринків. Проте, як можна таргетувати інфляцію, коли ділова активність, ВВП та обсяг експорту у країні залежать лише від 1-2 сировинних товарів?

Відповідно найпершим завданням є не таргетування з метою встановлення цінової стабільності, а **перебудова структури галузевих ринків на фоні підтримки поточного економічного зростання**. Досвід Аргентини та інших країн вказує, що економічне зростання за умови високої інфляції є можливим.

На додаток, знаючи проблему вітчизняної економіки зсередини, можна бути впевненими, що технократичний підхід до вирішення окремих економічних питань приніс би країні більше користі, ніж низка монетарних заходів із «претензією» на оптимальність.

На жаль, сьогодні в Україні немає розуміння, що цінова та макроекономічна стабільність – це тільки одна із тактичних цілей, а вся грошово-кредитна та валютна політика повинні спрямовуватись на обслуговування трьох стратегічних напрямків:

- покращення диверсифікації структури галузевих ринків;
- збільшення прозорості кредитної системи і захищеності прав кредиторів;
- розбудова фінансової системи із диверсифікованими джерелами ресурсів для реального сектору та з можливістю оперативного впливу держави на ставки, рівень кредитної активності, готовність суб'єктів господарювання брати кредити для поживлення ділової активності.

І на завершення, ми закликаємо не шукати «оптимальної» монетарної політики, це надто тендітна сфера для ринків, що розвиваються. Підтримуючи монетарними заходами неякісне економічне зростання (залежне від експорту однієї-двох товарних груп), можна втратити можливість досягнення стратегічних цілей з горизонтом у 10-20, а можливо й у 50 років.

Фіскальне домінування у монетарній політиці України

Роман Шпек,

Голова Ради Незалежної Асоціації Банків України (НАБУ)

Олексій Блінов,

Головний економіст Альфа-Банку Україна

Взаємозалежність між фіскальною та монетарною політикою існує з моменту появи держави та грошей. Зокрема, економічна історія античних часів знає багато прикладів «псування монети», коли поєднання в руках правителів монетарної та фіскальної політики спонукало їх до фінансування державних видатків або ж накопичення статків (отримання сеньйоражу) через зменшення реальної вартості грошових одиниць, що своєю чергою призводило до інфляції та інших наслідків.

«Псування монети» є примітивним, проте дуже наочним (та легендарним) прикладом фіскального домінування у монетарній політиці: події у бюджетній царині визначають порядок денний у монетарній. Після цього до фінансування потреб держави засобами монетарної політики вдавалися численні уряди, а ці випадки надихали багато праць класичної економічної науки¹³⁰.

У XX столітті боротьба з інфляцією та загальне посилення ролі монетарної політики завдяки розвитку фінансових ринків призвели до «розлучення» фіскальної та монетарної політики у більшості розвинених країн. Однією із основних тенденцій в цьому контексті було забезпечення інституційної та операційної незалежності центральних банків: між державними фінансистами та державними банкірами «побудували стіну».

Тим часом уряди виправляли помилки минулого: наприкінці століття більшість країн-членів Організації економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР) повертали кредити своїм центральним банкам¹³¹. А побудована «стіна» між урядами та центральними банками мала би убезпечити від фіскального домінування у його примітивних формах.

Проте з часом з'явилося нове розуміння фіскального домінування: коли самостійно контрольовані урядами параметри державних фінансів фактично визначають політику центрального банку, хоч той і залишається незалежним в інституційному сенсі. Тоді стало зрозуміло, що щільна та двобічна залежність між монетарною та фіскальною політикою потребує не розділення, а навпаки, їхньої координації.

Сучасний світовий досвід фіскального домінування

Фіскальне домінування повертається до світової практики: здійснення антикризової політики за рахунок викупу державних цінних паперів центральними банками набуло великої популярності під час світової фінансової кризи 2007-2009рр. Найбільш відомим епізодом такої політики був викуп

¹³⁰ Видатним прикладом є *Monetae cudendae ratio* (1526) за авторством Миколая Коперника, у якій рефлексії щодо монетарної практики Середньовіччя (включно із «псуванням монети») сформувалися у ранню версію того, що сьогодні називають кількісною теорією грошей та рівнянням Фішера.

¹³¹ Laurens B., de le Piedra E., Coordination of Monetary and Fiscal Policies. – IMF Working Paper WP/98/25, March 1998. – <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9825.pdf>. Цікаво, що країни, що розвиваються, на той час ще продовжували активно використовувати фінансування центральних банків: за оцінками авторів цієї праці, таким чином забезпечувалося у середньому 30% потреб таких країн у борговому фінансуванні.

іпотечних та державних облігацій Федеральною резервною системою в обсязі близько \$1,3 трлн. (9% ВВП США) менш як за два роки. Наразі серед вчених та практиків нема згоди щодо наслідків цих явищ – вони потребують додаткового вивчення та перевірки часом. Погляди щодо майбутніх дій розділилися між такими діаметральними точками зору, як пошук відновлення старого статус-кво (*exit strategies*) та стратегії використання наддешевих грошей центрального банку як постійного інструменту економічної політики (*helicopter money*).

У будь-якому разі, останній досвід розвинутих країн у сфері фіскального домінування не може слугувати дороговказом для України через низку відмінностей:

- розвинуті країни, що вдалися до фіскального домінування під час кризи 2007-2009рр., мають усталені економіки із розвиненими та ліквідними фінансовими ринками та дуже низькою інфляцією. Натомість Україна має дуже низький рівень розвитку фінансових ринків та високу інфляцію;
- вільний транскордонний рух капіталу, Україна ж має великі обмеження;
- незалежність та авторитет центральних банків у цих країнах були дуже високими упродовж тривалого часу. Україна практично не має такої історії;
- ці країни є фінансовими центрами світу із власними міцними валютами. Україна є периферійною країною.

Тому для України доречним є розгляд процесів фіскального домінування у більш подібних до неї умовах. Нижче наведено три приклади із сучасного світового досвіду.

Бразилія (шок 2002р.). У 2002р. очікування «лівого повороту» в бразильській економіці після обрання нового президента країни опанували фінансовими ринками. Відбулися суттєве зростання процентних ставок за державним боргом, девальвація місцевої валюти (реала) та прискорення інфляції. Незважаючи на те, що очікування «лівого повороту» не справдилися, ринкові настрої зробили свою справу¹³². За півроку спред *EMBI Brazil* збільшився із 700 базисних пунктів (б.п.) до 2400 б.п., зробивши обслуговування державного боргу (значна частина якого була деномінована у доларах США) суттєво дорожчим.

На той час центральний банк країни вже здійснював політику інфляційного таргетування, яка мала успішний досвід вгамування інфляції наприкінці 1990-х років. Така політика зазвичай є неспівставною із фіскальним домінуванням, адже наявність чіткої цілі щодо інфляції, навпаки, формує систему монетарного домінування у широкій економічній політиці країни.

За умов, що склалися, центральний банк почав втрачати контроль над інфляцією. Підвищення процентної ставки тільки посилювало проблеми у державних фінансах, ще більше підриваючи довіру до платоспроможності країни із великим державним боргом (близько 55% ВВП)¹³³. Тобто фіскальне домінування де-факто нівелювало самостійність і ефективність монетарної політики: стандартна реакція на інфляцію призвела б до небажаних зворотних

¹³² Великою мірою цей «злий жарт» з бразильською економікою завдячує тривалій історії економічного популізму та дефолтів у Бразилії та інших сусідніх країнах. Проте це зауваження робить бразильський досвід не менш, а навіть більш актуальним для сучасної України. Огляд фіскально-боргових негараздів країн Латинської Америки у другій половині XX століття та їхніх наслідків в контексті фіскального домінування: Coates K., Riviera E. *Fiscal Dominance and Foreign Debt: Five Decades of Latin American Experience*. – CEMLA, Money Affairs, Vol. XVII, No. 2, July-December 2004.

¹³³ Напередодні кризи 2014-2015рр. Україна мала державний борг 40% ВВП, але через високу частку боргів у іноземній валюті та девальвацію гривні за два роки це співвідношення подвоїлося.

ефектив¹³⁴. Ситуацію було виправлено саме фінансовими заходами: новий уряд ухвалив бюджет із первинним профіцитом, і побоювання кредиторів упродовж 2003р. розвіялися.

Цей приклад є наочним у контексті того, як в країнах із великим державним боргом фінансова політика домінує над монетарною. За багатьма ознаками (обсяг державного боргу, частка боргу в іноземній валюті, великий вплив політичних чинників, намагання відбудувати чіткий механізм інфляційного таргетування) сьогодення Україна схожа на Бразилію початку 2000-х років.

Ізраїль (1970-і роки, початок 1980-х років). Визначальним чинником фінансового домінування в Ізраїлі у 1970-х роках було нагромадження державного боргу: від 50% до 120-140% ВВП. Чинники цих подій є подібними до сучасних українських обставин: зовнішні шоки у цінах енергоресурсів, потреба у великих військових видатках, забезпечення політичної підтримки за рахунок збільшення бюджетних видатків.

Центральний банк був змушений фінансувати бюджетні дефіцити емісійним шляхом, що призводило до високої інфляції: середній рівень інфляції наприкінці 1970-х років становив близько 100%, а у 1984р. прискорився до 445%. Водночас центральний банк зберігав низькі процентні ставки з метою фінансування бюджетного дефіциту, таким чином провокуючи прискорення інфляції¹³⁵.

Для вирішення цієї проблеми було запроваджено правило «відмови від друку грошей», що забороняло центральному банку фінансувати бюджетні дефіцити. Це призвело до поліпшення стану державних фінансів та стабілізації державного боргу. Наступним визначним кроком стала відмова від фінансування бюджету інфляційним податком та запровадження режиму інфляційного таргетування, що на практиці означало заміну фінансового домінування монетарним.

Пакистан (2000-і роки). Пакистан є сучасним прикладом країни із фінансовим домінуванням. Уряд підтримує високий рівень бюджетного дефіциту, фінансуючи його за рахунок кредитів. Окрім кредитів центрального банку, уряд активно фінансував дефіцит позиками від банківської системи. Таким чином фінансове домінування держави в економіці не тільки підштовхувало інфляцію, а й обмежувало інвестиції у приватному секторі¹³⁶. Незважаючи на формальну самостійність органу монетарного регулювання, інституційно фінансове домінування у Пакистані у 2000-х роках підтримувалося обмеженням на незалежність центрального банку в контексті фінансування держави.

Хоча центральний банк і мав певні монетарні цілі (у тому числі інфляційну), він не мав чіткого правила грошово-кредитної політики. Як наслідок, упродовж 2000-х років встановлені орієнтири щодо рівня інфляції постійно не виконувалися. Цікаво, що цільові показники (інфляція та економічне зростання) у випадку Пакистану 2000-х років встановлював не центральний банк, а уряд.

Досвід фінансового домінування в Україні

Україна за 25 років набула великого досвіду фінансового домінування у монетарній політиці. Як буде показано нижче, в економіці було 5 періодів фінансового домінування, причому три з них відбулися поспіль один за одним у недавньому минулому.

¹³⁴ Див.: Blanchard O. Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil. – NBER Working Paper No. 10389, March 2004. – <http://www.nber.org/papers/w10389.pdf>.

¹³⁵ Див.: Liviathan N. Fiscal Dominance and Monetary Dominance in the Israeli Monetary Experience. – Bank of Israel Discussion Paper No. 2003.17, November 2003.

¹³⁶ Див.: Shabbir S. Balance Sheet Channel of Monetary Policy and Economic Growth under Fiscal Dominance: Evidence from Pakistan. – State Bank of Pakistan, September 2012.

Що стосується монетарного домінування в економічній політиці, то певною мірою воно може стосуватися першої половини 2000-х років, коли Україна мала помірковані бюджетні дефіцити. В середині 2000-х років це супроводжувалося активним припливом капіталу та збільшенням міжнародних резервів.

Проте монетарна політика в середині 2000-х років була пасивною (утримання фіксованого обмінного курсу без інших монетарних цілей), що призвело до прискорення інфляції та накопичення макроекономічних дисбалансів. Тому цей період не можна охарактеризувати як монетарне домінування в економічній політиці.

Емісійне фінансування бюджету 1990-х років. У першій половині 1990-х років українська економіка переживала болючі процеси переходу на ринкові умови діяльності. Відмова від планової системи, розрив коопераційних зв'язків, вихід із рублевого простору, лібералізація цін та спад виробництва призвели до монетарної кризи. Діяльність багатьох підприємств була паралізована через низьку фінансову ліквідність і неспроможність забезпечувати ефективний товарно-грошовий обмін.

Перший досвід фіскального домінування для Національного банку України (НБУ) був пов'язаний із видачею пільгових кредитів (за процентною ставкою, нижчою за звичайні ставки НБУ) для певних галузей. При цьому рішення про такі кредити ухвалював Кабінет міністрів – інституційно центральний банк на той момент був прямо залежним від виконавчої влади. Оскільки практично всі тогочасні отримувачі таких кредитів були державними підприємствами, цю практику можна трактувати як фінансування урядового дефіциту в широкому визначенні.

Масштаби такої кредитної підтримки грошового обороту в економіці були вражаючими. У 1992р. кредитна емісія НБУ становила 1 трлн. карбованців (20% ВВП). Як наслідок, інфляція прискорилася до 2000% наприкінці 1992р. та до 10 156% наприкінці 1993р. З огляду на гіперінфляцію, у 1993р. кредитна емісія центробанку вже становила 30 трлн. карбованців (що на тлі шаленої інфляції означало ті ж 20% ВВП).

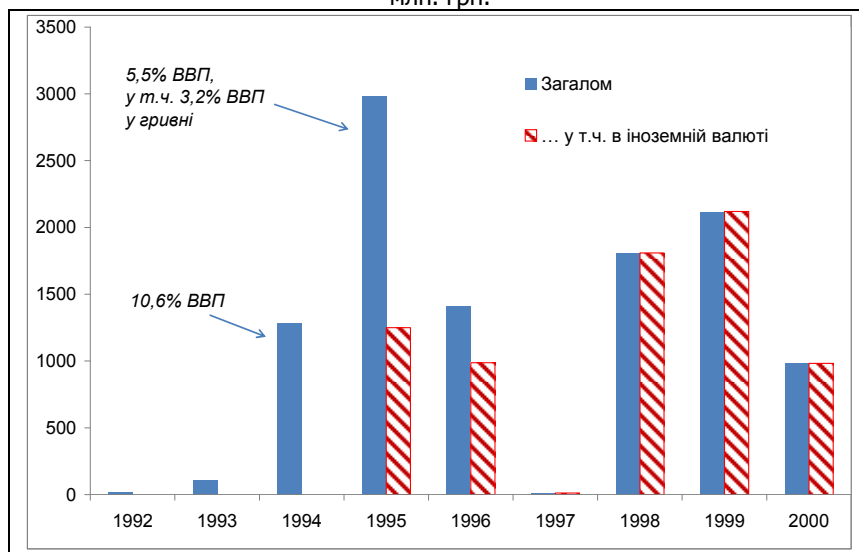
У 1994р. Україна почала впроваджувати політику стабілізації державних фінансів та антиінфляційну політику. НБУ відмовився від неконтрольованого випуску грошей. Проте Державний бюджет на 1994р. було ухвалено із нереалістичними параметрами (політики жадали продовження практики емісійного фінансування), через що НБУ був змушений практично повністю його фінансувати. Як представлено на діаграмі «Кредити НБУ Уряду у 1992-2000 роках»¹³⁷, обсяг такої кредитної підтримки 1994р. становив понад 10% ВВП.

Проте посилення фіскальної дисципліни все ж таки відбувалося, що дало змогу поступово скоротити обсяги бюджетної підтримки НБУ та вгамувати інфляцію. А починаючи з 1995р., Уряд почав здійснювати запозичення на первинному ринку державного боргу, що обмежило тиск на емісійну політику НБУ.

Сталий відхід від фіскального домінування був перерваний кризою 1998р., коли Україна була змушена здійснити реструктуризацію державного боргу та зіштовхнулася із зовнішньою неплатоспроможністю. Через це НБУ в 1998-2000рр. довелося позичити урядові суттєві обсяги коштів у іноземній валюті.

¹³⁷ В цій статті, якщо не вказано інше, використані офіційні дані НБУ, Мінфіну та Держстату України. Розрахунки авторів.

Кредити НБУ Уряду у 1992-2000 роках,
млн. грн.



Історію фінансування уряду у 1990-х роках не закрито й досі. Хоча у 2009р. основну частину заборгованості Уряду перед НБУ було переоформлено в облігації внутрішньої державної позики (ОВДП), які було погашено у 2014р., про ті часи прямого фінансування уряду досі нагадує прямий борг останнього перед НБУ у залишковому обсязі понад 2 млрд. грн. Проте в історії України були і подальші епізоди фіскального домінування, про які йдеться далі.

2008-2009 роки: повернення фіскального домінування як реакція на кризу. Криза 2008-2009рр., яка призвела до скорочення українського експорту майже на 40%, падіння реального ВВП на 15%, девальвації гривні майже на 40% та глибокої кризи у банківській системі країни, поставила Україну перед жорсткою скрутою у сфері державних фінансів. Якщо до цього країна підтримувала дефіцит Зведеного бюджету у межах 1,5% ВВП, то під час кризи сформувався додатковий фіскальний розрив у обсязі близько 5% ВВП. Що більше, це супроводжувалося фінансовими потребами у виконанні зобов'язань держави із докапіталізації державних банків, націоналізації ще трьох банків та фінансування дефіциту НАК «Нафтогаз України», що стрімко зріс через збільшення ціни на імпортований газ та девальвацію гривні.

Ключову роль у фінансуванні додаткових фінансових потреб уряду було відведено НБУ через викуп ОВДП, випущених у цільовому порядку, оминаючи первинний ринок державних цінних паперів. Якщо на початку 2008р. у власності НБУ взагалі не було державних облігацій, то вже на кінець 2009р. вкладення українського центрального банку в ОВДП становили 50 млрд. грн. (5,5% ВВП). Як виявилось згодом, ця реакція на кризу була тільки початком тривалого періоду фіскального домінування у монетарній політиці України.

2011-2013 роки: закріплення фіскального домінування в монетарній політиці України. Із завершенням економічної кризи 2008-2009рр. та поверненням України до економічного зростання (середнім темпом на 4,8% у 2010-2011рр.) практика фіскального домінування у монетарній політиці тільки зміцнилася. Фактичне припинення співпраці з МВФ за програмою *stand-by* у 2011р. супроводжувалося пом'якшенням фіскальної політики. У 2012р. відбулося суттєве розбалансування державних фінансів. Дефіцит Зведеного бюджету у 2012р. збільшився удвічі до 3,6% ВВП, а у наступні два роки стабільно перевищував 4% ВВП.

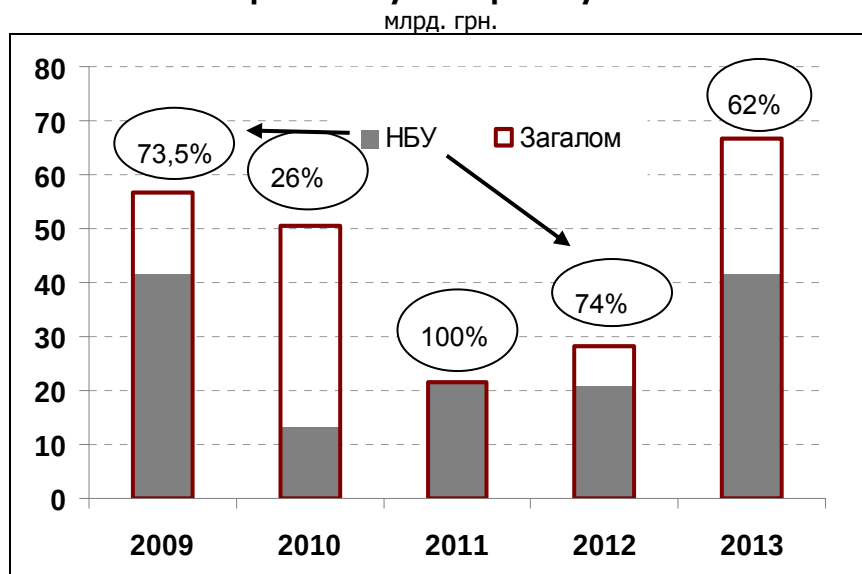
Ситуація була ускладнена такими чинниками:

- початок економічної рецесії наприкінці 2012р.;

- відмова від підвищення внутрішніх цін на енергоносії для населення, що зумовлювала великий дефіцит НАК «Нафтогаз України»;
- недоотримання бюджетних доходів через поширення схем ухилення від сплати податків і зборів;
- толерантна атмосфера для корупції у державному секторі;
- відсутність чіткої монетарної політики та практична слабкість інституційної незалежності НБУ.

Як наслідок, роль центрального банку у фінансуванні уряду у 2011-2013рр. неухильно зростала. Якщо у 2011-2012рр. щорічні обсяги викупу ОВДП Національним банком становили 21 млрд. грн. (1,5% ВВП), то 2013р. вони подвоїлися до 41,5 млрд. грн. (2,8% ВВП). Як видно з діаграми «Приріст ОВДП у обігу в 2009-2013 роках та роль НБУ у його фінансуванні»¹³⁸, НБУ у 2011-2013рр. і надалі відігравав ключову роль у абсорбції нового внутрішнього боргу держави.

**Приріст ОВДП у обігу в 2009-2013 роках
та роль НБУ у його фінансуванні**



Що більше, основна частина викупу ОВДП банківською системою припадала на державні банки, що по суті є фіскальним домінуванням у державному сегменті банківської системи. Це важлива проблема корпоративного управління у банківському секторі, яка проте залишається поза межами уваги цієї праці.

Пасивність монетарної політики, що забезпечила сприятливі умови для фіскального домінування, мала ще одним наслідком вимивання валюти із міжнародних резервів. Як наочно видно з діаграми нижче «Чиста грошова емісія в Україні», НБУ водночас здійснював грошову емісію через придбання урядових облігацій і на порівняну суму збирав з ринку гривню через продаж іноземної валюти.

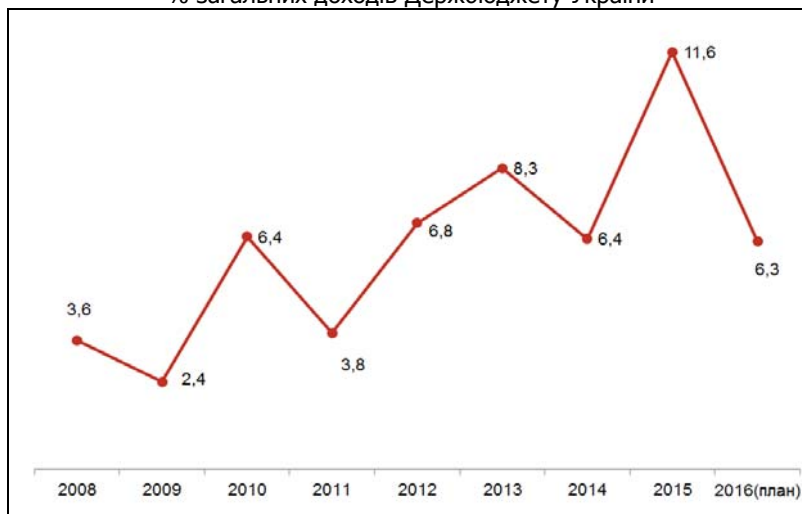
Таким чином, загальне зростання грошових агрегатів залишалося помірним, що створювало ілюзію «заспокійливого ефекту» пасивної монетарної політики та фіскального домінування для економіки. Водночас це супроводжувалося накопиченням великого розриву у платіжному балансі.

¹³⁸ Офіційний обмінний курс гривні до долара США упродовж цього періоду практично не змінювався, тому наведений на графіку приріст ОВДП в обігу не є таким, що сформований курсовими чинниками, які мали високе значення у 2014-2015рр.

Ще одним напрямом фіскального домінування, який з'явився як реакція на кризу 2008р., проте набув набагато більшого значення у наступні роки, стали перерахування «квазіприбутку»¹³⁹ НБУ. З одного боку, мірою нарощування портфелю ОВДП у власності НБУ зростає і його операційний дохід, тому збільшення цього «квазіприбутку» є природним.

Водночас, ця практика відкрила двері для посилення фіскального домінування, і у подальшому трансфер від НБУ стали розглядати як «аварійне джерело» фінансування державних видатків, для чого, наприклад, ухвалювали законодавчі зміни до практики формування резервів центрального банку. У 2015р. кожна десята гривня доходів Державного бюджету була профінансована НБУ (діаграма «Роль відрахувань НБУ у доходах Державного бюджету»).

Роль відрахувань НБУ у доходах Державного бюджету
% загальних доходів Держбюджету України



2014-2015 роки: антикризове фіскальне домінування та початок виходу з нього. Жорстке загострення економічної кризи 2014р. призвело до вимушеного посилення фіскального домінування у монетарній політиці. Головним викликом стало зростання дефіциту НАК «Нафтогаз України», що був профінансований випуском ОВДП у 2014р. обсягом 97 млрд. грн., які були викуплені Національним банком України. Дефіцит НАК «Нафтогаз України» мав подвійний вплив на монетарну політику, адже його фінансування створювало потреби у валютних інтервенціях центрального банку з метою забезпечення імпорту природного газу до України.

Таким чином, 2014р. фіскальне домінування за наслідками сягнуло найбільших масштабів: з одного боку, центральний банк був змушений здійснювати велику емісію гривні для фінансування державних фінансів, з іншого боку – робити великі валютні інтервенції для поглинання щойно емітованої гривні. За таких умов і монетарна політика в широкому розумінні, і валютна політика як її вужча складова повністю формувалися під впливом фіскальних чинників.

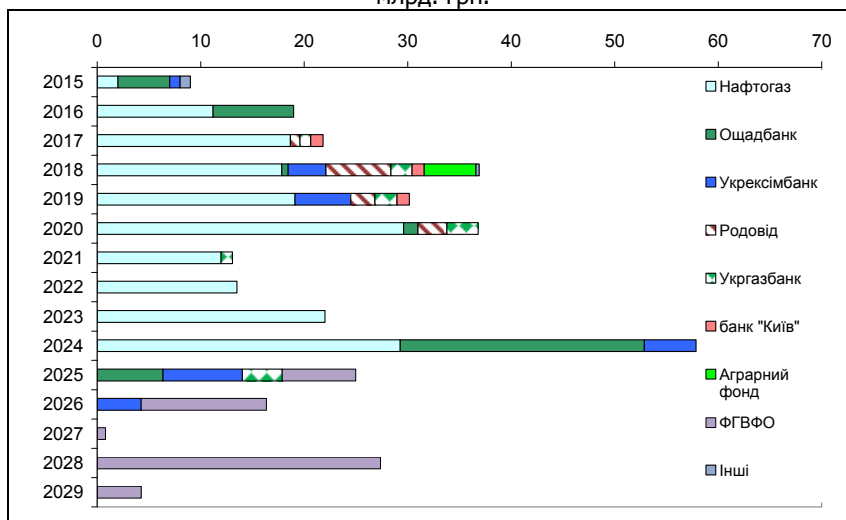
Обсяги викупу Національним банком України ОВДП у 2014р. (171 млрд. грн., або майже 11% ВВП) в чотири рази перевищували обсяги рефінансування, наданого за підсумками року банкам (33 млрд. грн.) та Фонду гарантування вкладів фізичних осіб (ФГВФО) (10 млрд. грн.). Останнє також може бути віднесено до фіскальної домінанти, адже виконання зобов'язань ФГВФО є державними квазіфіскальними видатками.

¹³⁹ Йдеться про перевищення доходів над видатками. Оскільки центральний банк не є прибутковою організацією, цей фінансований результат названо «квазіприбуток».

Тому навіть зважаючи на високі обсяги грошової емісії за кредитним каналом (рефінансування), саме емісія через фондовий канал в контексті фіскального домінування (викуп ОВДП) визначала стан монетарної системи та валютного ринку у 2014р., а також безпосередньо впливатиме на майбутні періоди (діаграма «Цільові ОВДП за терміном погашення»).

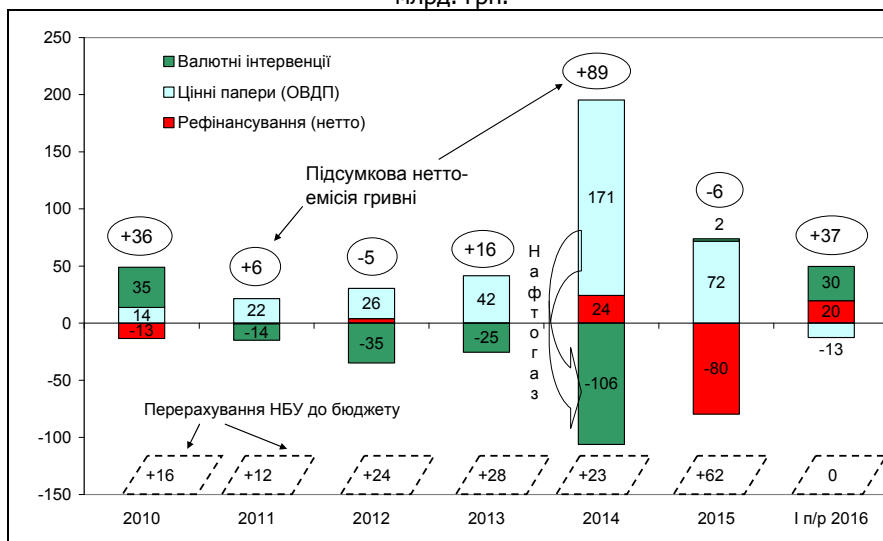
Цільові ОВДП за терміном погашення,

млрд. грн.



Чиста грошова емісія в Україні,

млрд. грн.



Як видно з діаграми «Чиста грошова емісія в Україні», велика частина емісії за фондовим каналом у 2014р. зумовлювала політику центрального банку на валютному ринку, адже фінансовані витрати НАК «Нафтогаз України» були пов'язані з придбанням іноземної валюти під закупівлю імпортного природного газу. Таким чином, фіскальне домінування безпосередньо посилювало дисбаланс на валютному ринку.

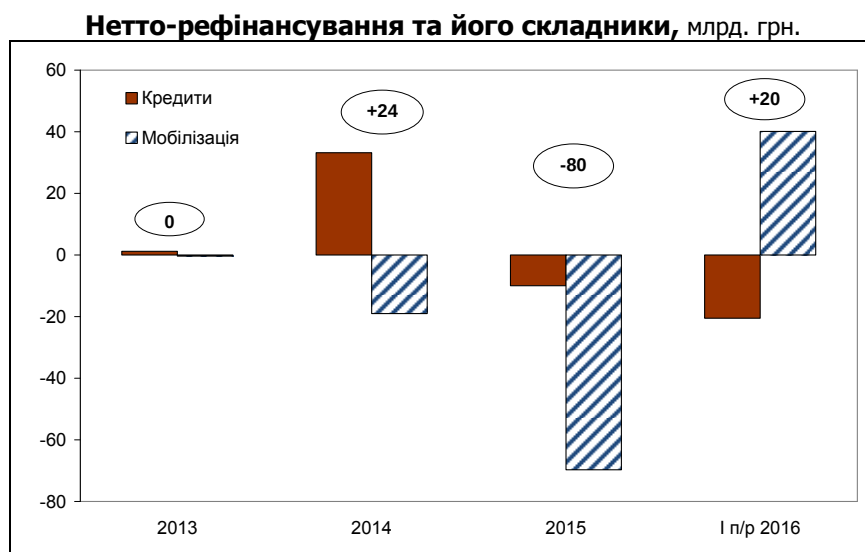
Перехід від фіскального домінування до фіскально-монетарної координації. У 2015р. почався перехід до нової архітектури монетарної політики. Усунення фіскального домінування потребує насамперед фундаментальних змін саме у фіскальній сфері. Ключовими змінами стали:

- суттєве скорочення дефіциту НАК «Нафтогаз України» через вирівнювання внутрішніх цін на енергоносії до рівня імпортованих;

- реструктуризація комерційного державного боргу, що зменшила боргове навантаження на державні фінанси;
- ухвалення плану державних фінансів із первинним профіцитом.

Водночас відбувалися і зміни у монетарній стратегії:

- посилення інституційної та операційної самостійності НБУ;
- відмова НБУ від безумовного викупу облігацій внутрішньої державної позики, випущених для рекапіталізації банків;
- заявлення чіткої цілі монетарної політики – інфляційного таргетування;
- абсорбція у 2015р. «надлишкових» грошей, накопичених у попередні періоди, через підвищені ставки за пасивними операціями НБУ, що дало змогу забезпечити від'ємне сальдо емісії за кредитним каналом у обсязі 80 млрд. грн.¹⁴⁰ (як видно на діаграмі «*Нетто-рефінансування та його складники*», нормалізація обставин дала змогу помітно скоротити обсяги мобілізованих коштів у першому півріччі 2016р.).



Також впроваджуються елементи координації фіскальної та монетарної політики. Зокрема, створено Раду фінансової стабільності, до якої входять представники виконавчої влади та центрального банку. Світовий досвід демонструє, що наявність такого координаційного органу є важливою для узгодження фіскальної та грошово-кредитної політики та уникнення непродуктивного домінування.

На сьогоднішній день зарано говорити про остаточне подолання фіскального домінування в монетарній політиці України. Як було показано вище, ключовим для цього є саме фіскальна складова, яка своєю чергою більш залежить від політичної кон'юнктури, ніж власне грошово-кредитна політика. Заклики до порушення фіскальної дисципліни досі лунають часто і для багатьох політичних партій є центральними елементами публічних кампаній.

Водночас відмова від фіскального домінування – це рух з двох боків. Як показав досвід України першої половини 2000-х років, якщо у центрального банку нема чітко заявленої цілі монетарної політики, то це створює добре підґрунтя для швидкого відновлення фіскального домінування. А наявність **загально зрозумілої системи монетарних дороговказів** допомагатиме політично захищати збереження відповідальної фіскальної політики.

¹⁴⁰ Наслідком для фіскальної політики є перспектива скорочення майбутніх перерахунків «квазіприбутку» НБУ, адже витрати на залучення грошей від банків зросли, а портфель ОВДП почав скорочуватися, а банки загалом повертають кредити рефінансування.

Політика монетарного розширення на підтримку зростання і розвитку

Редактор видання *А.Пашкова*
Дизайнерський супровід *О.Шаптала*

Видавництво «Заповіт»

01011, Київ, вул. Панаса Мирного, 7-а, офіс 9.
e-mail: zapovit@gmail.com